



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**Brasília (DF), 22 de março de 2016.**

**Pronunciamento do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil, na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado.**

Excelentíssima Senhora Senadora Gleisi Hoffmann, Presidente da Comissão de Assuntos Econômicos.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

É uma honra retornar ao Senado e a esta Comissão para prestar esclarecimentos a Vossas Excelências e à sociedade brasileira, em atendimento ao contido nos §§ 1º e 2º do art. 99 do Regimento Interno desta Casa, para discorrer sobre as diretrizes, a implementação e as perspectivas da política monetária, assim como para atender ao requerimento CAE nº 1, de 2016, de autoria do Excelentíssimo Senador Flexa Ribeiro.

Aproveitarei essa oportunidade para trazer a Vossas Excelências e à sociedade nossa avaliação sobre as condições atuais e as perspectivas das economias internacional e doméstica, bem como nossa visão sobre os passos que devemos dar para o reestabelecimento da confiança das famílias e dos empresários na economia brasileira.

Iniciarei discorrendo sucintamente sobre os desenvolvimentos mais recentes da economia global.

Desde o final do ano passado, o quadro macroeconômico global tornou-se mais complexo e, conseqüentemente, menos previsível.

Entre outros fatores, dúvidas em relação ao ritmo da desaceleração da atividade econômica na China e à evolução do renminbi alimentaram uma dinâmica desfavorável à recuperação econômica mundial. Numa onda de aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais, a pressão derivada de saídas de capital naquele país se acentuou, os preços do

petróleo e das *commodities* em geral declinaram com mais intensidade e a volatilidade dos mercados financeiros globais aumentou.

A previsão de que o crescimento da economia norte-americana viesse a tracionar a economia global vem sendo cada vez mais questionada pela combinação de dólar forte com as demandas global e doméstica mais fracas do que o esperado. Nesse cenário, a comunicação mais recente do Federal Reserve indica que o ciclo de aperto monetário nos Estados Unidos deverá ser mais suave do que se esperava inicialmente.

Os questionamentos quanto à efetividade e à conveniência do avanço dos programas de estímulo monetário na área do Euro e no Japão ecoam com maior intensidade na medida em que, primeiro, não aparecem os efeitos previamente esperados dos estímulos já oferecidos sobre a atividade econômica e, segundo, aumentam os temores em relação aos riscos à estabilidade financeira global advindos da abundante liquidez fornecida pelos programas.

As economias emergentes, por sua vez, são beneficiadas pelo ritmo mais suave do ciclo de aperto monetário nos EUA, pois ganham mais tempo para se adaptar a um contexto de condições financeiras mais apertadas.

Por outro lado, importantes economias emergentes, em particular aquelas cuja atividade econômica é significativamente dependente do comércio internacional, se ressentem da debilidade da demanda agregada global e dos baixos preços das *commodities*.

Vivemos hoje em dia num mundo mais interconectado financeiramente e isso tem implicações significativas para a formulação das políticas no âmbito doméstico. Se, por um lado, as interconexões financeiras favorecem um compartilhamento de riscos mais eficiente, diminuindo os impactos localizados dos riscos idiossincráticos, por outro lado, tornam as economias

cada vez mais interdependentes, aumentando o risco de contágio. Não foi por acaso que os principais bancos centrais do planeta reformularam suas comunicações no início do ano, quando os temores nos mercados financeiros, com destaque para as preocupações em relação à China, se elevaram.

Em resumo, o que se vislumbra para este ano é um menor dinamismo para a economia global e a manutenção de níveis altos de volatilidade e de incerteza.

Nesse contexto, o Banco Central do Brasil continuará atuando para assegurar a estabilidade e o bom funcionamento do sistema financeiro e dos mercados.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

Em relação ao cenário doméstico, como é do conhecimento de Vossas Excelências, a economia brasileira está passando por ajustes nas áreas externa, fiscal e monetária.

Esses ajustes, que foram intensos em 2015, são importantes para a solidez de nossa economia e para o estabelecimento de um ambiente de negócios propício ao crescimento mais à frente. Os ajustes nas três áreas mencionadas, naturalmente, se processam em velocidades e em intensidades distintas.

Em relação ao setor externo, encerramos o ano de 2015 com uma expressiva redução de mais de 40% no *deficit* de transações correntes do balanço de pagamentos, de US\$104 bilhões, em 2014, para US\$58,5 bilhões, em 2015. Ao final do último janeiro, esse *deficit*, acumulado em doze meses, já havia recuado para US\$51,6 bilhões e nossas avaliações

mais recentes apontam para valores abaixo de US\$30 bilhões ao final de 2016.

Em números aproximados, houve uma reversão de *deficit* para *superavit* da ordem de US\$25 bilhões na balança comercial entre 2014 e 2015. Esse resultado é ainda mais notável tendo em conta que nossos termos de troca recuaram 11% nesse período, a maior redução anual desde 1999. O saldo acumulado da balança comercial nos últimos doze meses, até fevereiro, somava US\$27,1 bilhões e projetamos que esse saldo em 2016 cresça de modo expressivo em relação a 2015, superando os US\$30 bilhões.

O regime de câmbio flutuante, conforme esperado, atuou como primeira linha de defesa nesse período. Em resposta à deterioração dos termos de troca, nossa moeda experimentou significativa desvalorização nos últimos anos.

Os ganhos de competitividade do ajuste da taxa de câmbio para a economia nacional são indiscutíveis. A título de exemplo, destaco a redução em torno de 40% no custo unitário do trabalho na indústria, quando medido em dólares, desde o pico registrado em meados de 2014.

Esses ganhos de competitividade têm estimulado não somente o crescimento da quantidade exportada, que registrou avanço acumulado de mais de 11% nos doze meses encerrados em fevereiro, mas também a substituição de importações, especialmente nos setores de bens intermediários e de bens de consumo duráveis.

A despeito das incertezas geradas por fatores econômicos e não-econômicos em 2015, a combinação do ajuste relativo dos preços domésticos em relação aos internacionais e a perspectiva de recuperação econômica no médio prazo mantiveram a atratividade da economia brasileira, resultando em investimento direto no país da ordem de US\$75

bilhões em 2015, suficiente para financiar com folga o *deficit* em transações correntes, fato que não ocorria desde 2012. Para 2016, o investimento direto no país deverá financiar o *deficit* em transações correntes com mais sobra ainda do que o fez em 2015.

O ajuste da taxa de câmbio também contribui para reduzir os potenciais danos que mudanças exógenas do nível de aversão ao risco global possam causar à estabilidade financeira doméstica. A história e a literatura econômica nos ensinam que, quando aumentam os temores nos mercados globais, economias cujas moedas se encontram sobreapreciadas estão mais sujeitas às pressões por saídas de capital e a surtos de volatilidade da própria taxa de câmbio.

Essa dinâmica favorável das contas externas e da competitividade da indústria, após o choque adverso nos nossos termos de troca, reforça a importância do regime de câmbio flexível, um dos pilares do nosso tripé macroeconômico. Entretanto, para que a taxa de câmbio possa flutuar sem causar desequilíbrios, é necessário que a economia doméstica esteja preparada para isso.

É importante destacar que, em um passado relativamente recente, depreciações cambiais geravam severos impactos macroeconômicos. Atualmente, esses movimentos não desencadeiam desequilíbrios patrimoniais ou instabilidade financeira porque a economia não se encontra mais excessivamente exposta ao risco cambial.

As principais razões para a menor exposição do país ao risco cambial foram, primeiro, a preservação de um importante colchão de reservas internacionais; segundo, a adoção de um programa de swaps cambiais voltado à manutenção da estabilidade financeira interna, que permitiu às empresas e aos investidores atravessarem com segurança o período de

volatilidade cambial e de acentuada depreciação do real; e, por último, a mudança estrutural do balanço de pagamentos, cujos passivos, hoje, são constituídos, em sua maioria, por investimentos diretos e, por conseguinte, mais aderentes ao ciclo econômico.

O ajuste no setor externo e seus efeitos sobre a economia brasileira não se restringiram a 2015. Do lado real da economia, veremos que os setores mais expostos à concorrência internacional continuarão a se beneficiar em 2016 e devem impulsionar, em alguma medida, sua cadeia de fornecedores e outros setores econômicos.

Em síntese, o ajuste no setor externo está se processando com rapidez e de forma intensa, beneficiando a produção e a competitividade de importantes setores da economia brasileira. Além disso, atrai investimentos estrangeiros, favorecendo a expansão do produto mais à frente, e contribui para que a retomada do crescimento econômico ocorra sem desequilíbrios nas contas externas.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

Um segundo ajuste, crucial e imprescindível, é o fiscal.

Não há como sustentar conquistas econômicas e sociais se não houver confiança por parte da sociedade na gestão fiscal, sobretudo num horizonte de médio e longo prazos.

Para isso, é preciso garantir uma trajetória de resultados primários que permita a estabilização e a posterior redução do endividamento público em relação ao PIB, medida crucial para criar uma percepção positiva sobre o ambiente econômico, para recuperar a confiança das famílias e dos empresários e para contribuir na ancoragem das expectativas de inflação.

Devemos ter clareza sobre a importância do ajuste fiscal para estabelecer as bases para o crescimento sustentável.

Além de procurarmos os meios para a obtenção dos resultados de curto prazo, amplamente afetados pela contração das receitas tributárias, é importante perseverarmos na busca por soluções de natureza estrutural.

Passo agora a tratar das questões pertinentes à inflação e à condução da política monetária, relacionadas à missão precípua do Banco Central do Brasil de assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda.

Em 2015, a inflação foi intensamente afetada pelo fortalecimento do dólar norte-americano e pelo realinhamento dos preços administrados em relação aos preços livres da nossa economia.

Esse processo de mudança nos preços relativos se mostrou mais prolongado e mais intenso que o inicialmente previsto, perdurando durante todo o ano de 2015, o que nos levou aos patamares de inflação observados recentemente e repercutiu sobre o horizonte de convergência da inflação para a meta.

Nessa conjuntura de forte mudança de preços relativos, o Banco Central vem atuando para conter a propagação desses aumentos para os demais preços da economia, de modo a evitar a transmissão dos níveis mais elevados de inflação corrente para períodos mais distantes.

Essa é uma tarefa de mais alta relevância devido à presença de mecanismos inerciais no processo de formação de preços na economia brasileira.

Os resultados da atuação do Banco Central ocorrem gradativamente. Enquanto os efeitos da mudança de preços relativos na inflação ocorreram de forma relativamente rápida, os efeitos da política monetária sobre a formação de preços demoram mais tempo para se materializar.

Portanto, na nossa visão, de agora em diante, os efeitos desinflacionários da política monetária tendem a preponderar sobre os efeitos de segunda ordem da mudança de preços relativos ocorrida em 2015.

Após um IPCA mensal alto em janeiro, causado principalmente por alimentos *in natura* e transporte público, o mês de fevereiro representou o início do declínio da inflação acumulada em 12 meses. Nos próximos meses, outros importantes fatores levarão à manutenção da tendência de declínio da inflação.

Primeiro, espera-se uma maior convergência entre a variação de preços administrados e livres para 2016. Vários itens dos preços administrados que pressionaram a inflação de forma significativa em 2015 devem apresentar comportamento moderado este ano. Depois da maior parte do ajuste ter sido realizada em 2015, a razão entre os preços administrados e os preços livres está mais alinhada, em patamar próximo ao do final da década passada.

Segundo, o hiato do produto, mais desinflacionário do que anteriormente previsto, deverá reduzir a pressão inflacionária em 2016, limitando a propagação da inflação para horizontes mais distantes. O ajuste das condições da economia real tem sido significativo e contribuirá para a redução da inflação. No mesmo sentido, a distensão no mercado de trabalho tem se intensificado, servindo para conter as pressões de custos na economia.

Entretanto, a experiência histórica e a literatura econômica mostram que a transmissão das condições do lado real da economia para os preços ocorre com defasagens, embora de forma cumulativa no tempo. Por esse motivo, é importante que os desdobramentos da gestão da política monetária sejam avaliados sob uma ótica prospectiva.

Por fim, outro fator que deverá contribuir para uma trajetória declinante da inflação nos próximos meses será um menor impacto do câmbio sobre os preços domésticos em 2016, seja por uma expectativa de menor depreciação à frente, seja porque o coeficiente de repasse cambial tende a ser menor em um ambiente de demanda agregada doméstica mais retraída, conforme o que se projeta para este ano.

A despeito dos fatores mencionados – perspectiva de menor repasse cambial para os preços, menor ajuste de preços administrados, maior abertura do hiato do produto e ambiente externo com tendência de menor crescimento – o balanço de riscos para a inflação permanece desafiador.

Os riscos inerentes ao comportamento recente das expectativas e das taxas observadas de inflação, combinados com a presença de mecanismos de indexação na economia brasileira e de incertezas quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, não nos permitem trabalhar com a hipótese de flexibilização das condições monetárias.

De qualquer maneira, reitero que o Banco Central não se furtará, caso novos desenvolvimentos alterem o balanço de riscos da inflação, em adotar as medidas necessárias para assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas, ou seja, circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional, em 2016, e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em 2017.

Excelentíssimas Senhoras e Senhores Parlamentares.

Na fase em que estamos, quando ocorrem simultaneamente queda da atividade econômica e inflação ainda elevada, a percepção dos agentes econômicos é naturalmente afetada pelos custos inerentes ao processo de ajustamento, por serem correntes e mais palpáveis.

No entanto, os ajustes vêm se materializando e alguns fatores de dinamismo começam a ganhar tração. Como mencionado anteriormente, os setores mais expostos à competição internacional já colhem alguns frutos e devem impulsionar a atividade em outros setores, à medida que os efeitos positivos dos ajustes se intensifiquem. Além disso, o processo de convergência da inflação para a meta ajudará a reduzir as incertezas e ampliará o horizonte de planejamento dos agentes, melhorando assim o ambiente macroeconômico.

Devemos lembrar que o próprio processo de realinhamento de preços relativos, a despeito dos seus efeitos de curto prazo sobre a inflação, tem aumentado a eficiência da alocação de recursos, condição necessária para a recuperação da produtividade e do crescimento sustentável.

No curso desse processo, a contribuição do Banco Central do Brasil se dá não somente pela condução da política monetária, mas também por sua ação para assegurar a solidez do Sistema Financeiro Nacional, que continua bem capitalizado, líquido e pouco dependente de recursos externos. O crescimento moderado dos índices de inadimplência não representa risco material para o sistema, pois as instituições contam com níveis adequados de provisionamento. Numa análise prospectiva, a solidez do nosso sistema financeiro será um fator crucial para a recuperação econômica mais à frente.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

Os mencionados ajustes ainda não completaram seu ciclo. Há muito o que fazer para o resgate da confiança da sociedade na economia brasileira. A consolidação do processo de transformação econômica ora em curso requer pragmatismo, determinação e perseverança de todos.

No contexto atual, a principal contribuição do Banco Central é continuar trabalhando para proteger o poder de compra da moeda e para assegurar a solidez do sistema financeiro, bases para o crescimento econômico.

Estas foram minhas considerações iniciais.

Coloco-me à disposição de Vossas Excelências para prestar os esclarecimentos adicionais que considerarem necessários.