



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Brasília (DF), 10 de outubro de 2017.

**Pronunciamento do Presidente do Banco Central do Brasil Ilan Goldfajn
na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado**



Excelentíssimo senhor senador Tasso Jereissati, presidente da Comissão de Assuntos Econômicos,

Excelentíssimo senhor senador Garibaldi Alves Filho, vice-presidente da Comissão de Assuntos Econômicos,

Excelentíssimas senhoras senadoras e excelentíssimos senhores senadores,

Senhoras e senhores aqui presentes,

É sempre uma grande 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.

Aproveitarei a oportunidade para trazer minha avaliação sobre as condições, atuais e prospectivas, do cenário internacional e da economia doméstica, e para apresentar a visão do Banco Central sobre os desafios das políticas econômica e monetária.

Em relação à economia internacional, o cenário tem se mostrado favorável para as economias emergentes de maneira geral, e para o Brasil em particular, na medida em que a atividade econômica global vem se recuperando sem pressionar as condições financeiras nos países



avançados. Isso contribui para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes, proporcionando um ambiente mais sereno nos mercados de ativos brasileiros.

No ambiente doméstico, apesar da elevada volatilidade enfrentada pelo país desde a última vez em que estive perante vossas excelências, nossa situação econômica apresentou avanços. Nesse sentido, há três fenômenos que quero ressaltar em minha fala hoje: a redução da inflação, a queda das taxas de juros e a recuperação da economia brasileira.

Vou começar com uma breve análise da inflação, que tem apresentado queda substancial no período recente. A inflação foi reduzida de 10,7% ao final de 2015 para 2,5% em setembro de 2017, na medida acumulada em 12 meses. Essa dinâmica tem vários fatores.

A ociosidade na economia desempenhou papel desinflacionário na medida em que demanda era limitada frente à oferta disponível, como é típico de períodos recessivos. No entanto, não podemos dimensionar exageradamente esse fator. A recessão durou mais de dois anos, mas a inflação manteve-se elevada até o terceiro trimestre do ano passado. De fato, a inflação acumulada em 12 meses ainda encontrava-se em 9,0% em agosto de 2016.



A persistência da inflação alta, num contexto de recessão, suscitou vários pedidos para que se adotasse uma meta ajustada acima da meta oficial de 4,5% para 2017. O Banco Central tomou o caminho de perseguir a meta original, mais desafiadora, com o argumento que esse era um objetivo crível.

A queda da inflação este ano mostra que o objetivo era de fato crível, desde que as expectativas de inflação fossem ancoradas. Num ambiente de incertezas e expectativas de inflação elevadas, as firmas continuavam a reajustar seus preços para evitar possível queda das margens de lucro para território negativo. Esse comportamento defensivo aprofundava a recessão sem que houvesse queda na inflação.

A condução firme da política monetária, aliada à mudança na direção da política econômica de forma geral, foi decisiva para mitigar esse comportamento defensivo, reduzindo as expectativas de inflação e colocando a inflação em trajetória de queda.

Acreditamos que a inflação não apresentaria essa mesma queda observada caso o Banco Central não atuasse de maneira firme para domar as expectativas inflacionárias, apoiado pela política econômica de forma geral. A dosagem da política monetária se mostrou, até o momento adequada, com atuais expectativas de crescimento para 2017 e 2018 maiores que as esperadas no final do ano passado.



Um outro elemento relevante foi o choque de preços de alimentos. Nos doze meses findos em setembro, o custo da alimentação no domicílio medido pelo IPCA acumula queda de 5,3%, em contraste com aumento de 9,4% em 2016. Isso representa uma contribuição de mais de 2 pontos percentuais para a desinflação, o que explica em boa medida o fato de a inflação encontrar-se, neste momento, abaixo do limite inferior da meta para 2017. A boa prática de política monetária recomenda que não se combatam os efeitos primários de choques dessa natureza, mas apenas seus impactos secundários. A inflação do IPCA excluindo alimentos atingiu 4,2% em setembro, bem mais próximo da meta de 4,5%.

É natural, em função dos choques, se esperar que, num regime de metas bem implementado, a inflação flutue em torno do objetivo, estando, por vezes, acima ou abaixo da meta estabelecida. O importante é que as expectativas para a inflação nos anos seguintes estejam ancoradas na meta.

Em face das expectativas de inflação ancoradas em torno da meta, da inflação em queda e do alto grau de ociosidade na economia, a taxa Selic recuou 600 pontos-base desde outubro de 2016 e há expectativa, por parte dos agentes de mercado, de quedas adicionais à frente.



O cenário básico para a inflação não se alterou de forma material desde a última reunião do Copom e o Relatório de Inflação divulgado pelo Banco Central no dia 21 de setembro.

Para a próxima reunião, caso o cenário básico evolua conforme esperado, e em razão do estágio do ciclo de flexibilização, o Comitê vê, neste momento, como adequada uma redução moderada na magnitude de flexibilização monetária. Além disso, nas mesmas condições, o Comitê antevê encerramento gradual do ciclo. Não obstante as perspectivas acima, o Copom ressalta que o processo de flexibilização continuará dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos, de possíveis reavaliações da estimativa da extensão do ciclo e das projeções e expectativas de inflação.

O cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções:

1. Por um lado, a combinação de (i) possíveis efeitos secundários do contínuo choque favorável nos preços de alimentos e da inflação de bens industriais em níveis correntes baixos e da (ii) possível propagação, por mecanismos inerciais, do nível baixo de inflação corrente, inclusive dos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, pode produzir trajetória de inflação prospectiva abaixo do esperado.



2. Por outro lado, (iii) uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. Esse risco se intensifica no caso de (iv) reversão do corrente cenário externo favorável para economias emergentes.

A conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.

De fato, o atual processo de flexibilização monetária tem levado à queda das taxas de juros reais (juros nominais menos inflação), que se encontram em valores próximos aos mínimos históricos estimado usando várias medidas. A taxa real *ex-ante*, medida pela taxa de juros prefixada para 12 meses (do mercado de swap Pré-DI) menos a inflação esperada também em 12 meses, alcança 3,0% a.a. atualmente. A trajetória Selic do Focus (em vez de juros prefixados) menos inflação esperada, os dois para os próximos 12 meses, gera juros reais de 3,0%. Finalmente, os juros reais dos títulos NTN-Bs indexados ao IPCA de 12 meses encontram-se em torno de 2,9%.

O patamar atual de taxa de juros real, próximo a 3%, é baixo do ponto de vista histórico brasileiro e tende a estimular a economia. A taxa de juros real *ex-ante* encontra-se abaixo da taxa estrutural, o que significa que há duas hipóteses para frente: uma, que a taxa de juros estrutural



decline ao longo do tempo; outra, que o juro básico suba. Ou, ainda, uma combinação das duas.

Nesse sentido, a fim de garantir que a tendência de queda das taxas de juros reais seja sustentável, é necessário continuar os esforços de reduzir a taxa de juros estrutural. Para isso, temos que perseverar no caminho dos ajustes e reformas.

Gostaria agora de falar sobre as condições do nosso mercado de crédito, que também apresenta melhorias. O volume de crédito às famílias vem aumentando e as taxas de juros estão sendo paulatinamente reduzidas. Em agosto, houve aumento de 0,7% no volume mensal de crédito a pessoas físicas, que totalizou R\$ 1,6 trilhões, enquanto a taxa média de juros situou-se em 35,6% a.a., redução de 6,6 p.p. em doze meses. As taxas de inadimplência estão baixas do ponto de vista histórico e permaneceram estáveis pelo terceiro mês consecutivo. Além disso, vale destacar que o endividamento das famílias, como percentual da renda anual, caiu de 27% em setembro de 2015 para 23% em julho de 2017, e que o comprometimento de renda com o serviço da dívida diminuiu 2 p.p. no mesmo período, atingindo 18,3% em julho de 2017.

Excelentíssimas senhoras senadoras e excelentíssimos senhores senadores,



A redução da inflação e ancoragem das expectativas, a queda nas taxas de juros e a melhoria nas condições no mercado de crédito tem produzido a recuperação da economia. Após dois anos de recessão, o conjunto recente dos indicadores de atividade econômica mostra sinais compatíveis com a recuperação gradual da economia brasileira. Depois de um crescimento de 1% no primeiro trimestre deste ano, em comparação aos três meses anteriores, a economia brasileira teve um crescimento adicional de 0,2% no segundo trimestre. O consumo avançou 1,4% no segundo trimestre, seu primeiro resultado positivo desde o quarto trimestre de 2014. Além disso, o setor externo continua contribuindo para a retomada, com as exportações avançando 0,5% e as importações recuando 3,5%.

Em sequência ao bom desempenho no primeiro semestre, os dados mais recentes continuam apontando para uma recuperação gradual. Em julho o índice de atividade econômica do Banco Central (IBC-Br) cresceu 0,4%, na medida dessazonalizada. A taxa de desemprego medida pela PNAD-M caiu para 12,6% em agosto, após atingir o pico de 13,7% em março de 2017. Houve também criação de 35 mil postos de trabalho formal em agosto, o quinto resultado positivo mensal consecutivo para o emprego.

O crescimento do consumo tem sido instrumental para a retomada da economia. A rápida queda da inflação elevou o poder de compra da população e ajudou a explicar essa recuperação via consumo. Esse é um movimento calcado em bases mais sólidas do que no passado, pois



baseia-se num aumento permanente de renda e na redução do endividamento das famílias ocorrido nos últimos dois anos.

O ganho de poder de compra se evidencia claramente na parcela da população que recebe salário mínimo. Em agosto de 2016, sobravam R\$ 185 após usar o salário mínimo, então em R\$ 880, para comprar uma cesta básica em São Paulo, que custava R\$ 695 segundo levantamento do Procon. Em agosto deste ano sobravam R\$ 294, um aumento de 55% após descontada a inflação do período.

Não obstante a recomposição do poder de compra e a recuperação do consumo, a retomada dos investimentos é o próximo passo esperado para gerarmos crescimento sustentável no médio e no longo prazo. Os esforços do governo na área de infraestrutura e na privatização são alicerces importantes para esse crescimento sustentável.

Os resultados recentes de leilão de usinas hidrelétricas e de concessões de petróleo foram bem sucedidos, reforçando evidências de que a condução da política econômica já mostra resultados na recuperação da confiança.

A queda da inflação, a redução dos juros da economia e a recuperação da atividade são resultado da reorientação da política econômica do governo e do trabalho do Banco Central.

Nesse ponto, gostaria de destacar a importância da qualidade do corpo técnico do Banco Central para esse trabalho. A qualidade dos produtos e



serviços do Banco Central é assegurada pela excelência dos seus servidores. O corpo funcional do Banco Central, que está entre as principais carreiras de estado, executa serviço de enorme importância para a sociedade brasileira. Seu comprometimento tem nos permitido alcançar nossos objetivos.

A Agenda BC+ do Banco Central merece destaque, com esforços que buscam aumentar a cidadania financeira, aprimorar o arcabouço legal que rege a atuação do BC, aumentar a eficiência do sistema financeiro, e reduzir o custo de crédito.

Avanços importantes ocorreram na Agenda BC+, com a ajuda decisiva dessa Casa. Alguns exemplos incluem:

1. Aprovação da lei 13.476, de 2017, convertida da MP 775, que permite que as instituições financeiras registrem, em ambientes eletrônicos, os ativos financeiros (por exemplo, duplicatas) recebidos em garantia de operações de crédito. A ampliação e a regulamentação dos registros eletrônicos proporcionam maior segurança jurídica, agilidade e transparência, além de ajudar a reduzir o custo do crédito.
2. Aprovação da lei 13.483, de 2017, convertida da MP 777, que moderniza a taxa de remuneração do BNDES. A nova TLP, recentemente aprovada no Congresso, servirá de base para os



novos empréstimos do BNDES e será uma taxa de mercado baseada no juro real da NTN-B de cinco anos. A TLP proporciona maior potência à política monetária, reforça a queda da taxa de juros estrutural da economia, incentiva o financiamento privado de longo prazo e o desenvolvimento do mercado de capitais, e dá maior agilidade na administração dos empréstimos pelo BNDES, além de ajudar a proteger os recursos do Tesouro.

3. Medidas na área de cartão de crédito. Como a limitação do tempo de uso dessa modalidade de crédito, que reduziu o risco dessa operações permitiu queda substancial da taxa de juros ofertada aos usuários que fazem seus pagamentos regularmente. Também a publicação da lei 13.455, de 2017, convertida da MP 764, que autoriza os estabelecimentos comerciais a praticar preços diferentes em função do instrumento de pagamento utilizado e do prazo de pagamento da transação, medida que estimula a competição entre os diferentes meios de pagamento, beneficiando lojistas e consumidores.
4. Atualização do marco legal disciplinar do Sistema Financeiro Nacional (SFN), a ser votada em breve. A Medida Provisória 784 aperfeiçoa os instrumentos punitivos de natureza administrativa a cargo do Banco Central (BC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).



5. Melhora da informação disponível do sistema para reduzir o *spread* bancário. Também faz parte da agenda revitalizar o cadastro positivo por meio de novo arcabouço legal – do qual trata o PL 212/17, de autoria do Senador Dalirio Beber – com o objetivo de fomentar o uso desse mecanismo, criando condições para maior concessão de crédito de qualidade aos consumidores. As alterações propostas incluem: participação automática no cadastro, com a possibilidade de se solicitar a exclusão; fim da responsabilidade solidária, fazendo com que somente a instituição que solicitar a inclusão seja responsável pela qualidade do dado inserido; e a inclusão de informações relativas à adimplência de serviços públicos (como água, luz e telefone).
6. Quero destacar também o PL 314/17, de autoria do Senador Ricardo Ferraço, referente à relação entre Banco Central e Tesouro Nacional que altera a forma como os lucros ou prejuízos do Banco Central são repassados ao Tesouro Nacional e que dá a possibilidade de o Banco Central acolher depósitos voluntário para fins de condução da política monetária.

Aproveito a oportunidade para agradecer ao Congresso pela aprovação de várias dessas medidas, como as MPs 764, 775 e 777, relatadas respectivamente pelos Deputados Marco Tebaldi, Aelton Freitas e Betinho Gomes.



Excelentíssimas senhoras senadoras e excelentíssimos senhores senadores,

Encerro minha fala inicial ressaltando as principais mensagens que eu gostaria deixar registradas nessa audiência:

- A economia brasileira vive um período de desinflação e recuperação econômica, fruto da reorientação da política econômica ocorrida no ano passado e da determinação da política monetária.
- Importante destacar que esse cenário de recuperação se dá em um ambiente de flexibilização monetária que tem levado à queda das taxas de juros reais, atualmente em valores próximos aos mínimos históricos.
- O cenário internacional encontra-se benigno, mas não devemos esperar que continue assim indefinidamente.
- Nesse sentido, quero ressaltar que a continuidade dos ajustes e reformas, em particular a da reforma da previdência, é importante para o equilíbrio da economia, com consequências favoráveis para a desinflação, para a queda da taxa de juros estrutural e para a recuperação sustentável da economia brasileira.



Essas foram minhas considerações iniciais.

Coloco-me à disposição de vossas excelências para prestar as informações que considerarem necessárias.