



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Brasília (DF), 18 de abril de 2017.

Apontamentos do presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn

8ª Edição do Itaú Macro Vision

O cenário internacional

- No âmbito externo, o cenário ainda é bastante incerto, mas num contexto de recuperação gradual da atividade econômica global.
 - Há incertezas quanto à implementação e possíveis repercussões externas da política econômica do novo governo nos Estados Unidos, na área do comércio internacional, estímulos fiscais, desregulamentação financeira e outros.
 - Os Estados Unidos estão perto do pleno emprego e o efeito dos estímulos pode ser mais limitado. É mais provável que em outras regiões, como a Europa, o estímulo global produza efeitos positivos no crescimento, com menores impactos na inflação e na política monetária.
 - Essa assimetria tende a fortalecer o dólar e colocar maior pressão nas taxas de juros americanas.
- Esse cenário global incerto poderá ter implicações para as economias emergentes.
 - Taxas de juros mais altas nos EUA resultarão em condições de financiamento menos favoráveis para as economias emergentes.
 - Há incerteza sobre a sustentabilidade do crescimento econômico global e sobre a manutenção dos níveis correntes de preços de *commodities*.
 - Entretanto, até o momento, esse cenário tem mitigado os efeitos sobre a economia brasileira de possíveis revisões de política econômica em algumas economias centrais, notadamente nos EUA.

- A despeito das incertezas sobre o cenário externo, tanto os EUA quanto outras economias avançadas vêm se recuperando: Não podemos descartar a possibilidade de realização de um cenário global mais benigno para o crescimento.
- Esse cenário externo incerto encontra o Brasil em momento de estabilização da economia e de recuperação dos fundamentos econômicos.
- O Brasil está menos vulnerável a choques externos.

O cenário econômico doméstico: a política econômica na direção certa

- A política econômica doméstica deste governo mudou de direção e as reformas implementadas neste curto período já mostram resultados positivos.
 - Diversas reformas e ajustes na economia brasileira aumentaram a confiança e reduziram a percepção de risco da economia brasileira.
 - No campo da avaliação de risco do Brasil, observa-se avanço muito significativo. O CDS caiu de aproximadamente 500 bps no início de 2016 para abaixo da metade desse valor atualmente. Isto evidencia maior confiança dos investidores externos na capacidade de solvência do país, fruto das reformas e do foco no combate à inflação e na recuperação da atividade econômica.
 - O andamento da reforma fiscal em curso (principalmente a aprovação da PEC dos gastos e o encaminhamento da reforma da Previdência) tem sido favorável e será

decisivo para o bom desempenho futuro da economia brasileira.

- O trabalho do governo e do BC nos últimos meses tem sido efetivo em conter a inflação e ancorar as expectativas.
 - A inflação caiu de 10,7% em dezembro de 2015 para 4,6% em março de 2017.
 - As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 4,1% para 2017, mantiveram-se ao redor de 4,4% para 2018 e, para 2019 e horizontes mais distantes, encontram-se em torno de 4,25%.
 - Não apenas as expectativas de mercado, mas também as projeções do Copom vêm recuando. No cenário com trajetórias para as taxas de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções do Copom encontram-se em torno de 4,1% em 2017 e mantiveram-se ao redor de 4,5% para 2018. Esse cenário supõe trajetória de juros que alcança 8,5% a.a. ao final de 2017 e se mantém nesse nível até o final de 2018.
 - O comportamento da inflação permanece favorável. O processo de desinflação se difundiu e houve consolidação da desinflação nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. A desinflação dos preços de alimentos constitui choque de oferta favorável.
 - A perspectiva para a inflação deve evoluir de maneira favorável ao longo deste e dos próximos anos, no cenário que supõe evolução das taxas de juros e câmbio conforme expectativas apuradas pela pesquisa Focus.

Para 2017, espera-se que a inflação acumulada em 12 meses permaneça abaixo da meta de 4,5% ao longo do ano, atingindo valor mínimo no terceiro trimestre do ano e elevando-se nos últimos meses para valores ainda abaixo da meta, mas onde parte dessa diferença (em relação a meta) é decorrência do impacto primário do choque favorável nos preços de alimentos. Nesse mesmo cenário, a trajetória de inflação deve atingir a meta de 4,5% em 2018.

- Em abril e maio espera-se uma volatilidade maior nos índices de inflação, em função dos impactos da revisão dos encargos relativos à usina de Angra III. Estima-se que a revisão deva reduzir a inflação pelo IPCA de abril em 0,3–0,4 p.p., mas que o retorno das tarifas para patamar similar ao anterior deva produzir efeito em direção oposta, e de magnitude similar, no IPCA em maio (com impacto residual em junho). Essas oscilações grandes, pontuais e atípicas não têm implicação relevante para a condução da política monetária.
- Há riscos para o cenário de inflação em ambas as direções:
 - (i) o alto grau de incerteza no cenário externo pode dificultar o processo de desinflação;
 - (ii) a aprovação e implementação das reformas, notadamente as de natureza fiscal, e de ajustes na economia são relevantes para a sustentabilidade da desinflação e para a redução da taxa de juros estrutural;

(iii) o choque de oferta favorável nos preços de alimentos pode produzir efeitos secundários e, portanto, contribuir para quedas adicionais das expectativas de inflação e da inflação em outros setores da economia; e

(iv) a recuperação da economia pode ser mais (ou menos) demorada e gradual do que a antecipada.

- Com expectativas de inflação ancoradas, projeções de inflação em torno da meta para 2018 e um pouco abaixo da meta para 2017, e elevado grau de ociosidade na economia, o cenário básico do Copom prescreve antecipação do ciclo de distensão da política monetária.
- Para uma dada estimativa de sua extensão, uma intensificação do ritmo equivale a um maior grau de antecipação do ciclo.
- Na última reunião do Copom, a evolução da conjuntura levou o Comitê a reduzir a taxa Selic para 11,25% a.a., através de uma queda de 1 ponto percentual.
- O grau de antecipação do ciclo desejado depende, por um lado, da evolução da conjuntura econômica e, por outro lado, das incertezas e dos fatores de risco que ainda pairam sobre a economia.
- A evidência empírica tem novamente corroborado a importância da atuação da política monetária, e da política econômica de forma geral, para o controle da inflação. É importante ancorar as expectativas antes de iniciar o ciclo de flexibilização monetária.

Política monetária, taxa de juros real e estrutural da economia

- A taxa básica (Selic) está num processo de queda, em face das expectativas de inflação ancoradas em torno da meta, da inflação em queda, e do alto grau de ociosidade na economia.
- As taxas de juros reais (juros nominais menos inflação) também estão em queda. Várias medidas confirmam esse fato.
 - A taxa real *ex-ante*, i.e., taxa de juros prefixada para 12 meses (do mercado de swap DI) menos inflação esperada também em 12 meses, chegou a alcançar em torno de 9% a.a. em setembro de 2015. Permaneceu relativamente estável ao longo de 2016, em torno de 7% a.a., e desde dezembro de 2016 vem declinando, alcançando 4,6% a.a. atualmente.
 - Quando usamos a trajetória Selic do Focus para os próximos 12 meses (ao invés dos juros prefixados para esse prazo) para calcular os atuais juros reais, encontramos o valor de 4,6%.
 - Quando inferem-se os juros reais dos títulos NTN-Bs (aqueles indexados ao IPCA) negociados no mercado, também houve declínio para o patamar atual de 5,3%.

- É importante enfatizar que a medida de juros reais *ex-ante* (para frente) é a medida mais apropriada, pois é a que influencia as decisões econômicas.
- A medida de juros real *ex-post* (taxa Selic menos inflação, as duas acumuladas nos últimos 12 meses) é a taxa realizada do passado e, portanto, não influencia as decisões presentes que dependem do futuro.
 - Essa medida é muito afetada por choques do passado, por exemplo, por surpresas inflacionárias. Um choque inflacionário tende a mostrar um juro real menor, enquanto uma surpresa desinflacionária tende a mostrar um juro real maior.
 - Esse foi o caso no Brasil nos últimos anos. A taxa de juros real *ex-post* atingiu seu mínimo do ano de 2016, em torno de 2% real, exatamente quando a inflação ultrapassou 10% em 12 meses. A partir de então, com a inflação em 12 meses recuando significativamente, a taxa real *ex-post* tem se elevado para entre 8 - 9%.
- Ao longo do ciclo monetário, é normal essa medida de taxa de juros real *ex-post* subir quando o combate à inflação é bem sucedido, para depois cair gradualmente na medida em que os juros cedem. Com a estabilização da inflação em torno da meta, as duas medidas *ex-ante* e *ex-post* devem convergir para o mesmo valor.
- Esse patamar atual de taxa de juros real (4,6%-5,3%) é baixo do ponto de vista histórico. A taxa de juros real na economia brasileira oscilou nas últimas décadas, mas com clara tendência de queda.

- De taxas reais acima de 20% na década de 90, para em torno de 10% na década passada e chegando à uma média de 5% real nos últimos anos (considerando o período insustentável de juros reais de 2% no governo anterior).
- A taxa de juros real da economia brasileira ainda está em processo de convergência. A possível queda da taxa de juros ao longo do tempo dependerá de avanços que levem à diminuição da taxa estrutural de juros da economia.
- A taxa de juros estrutural depende de fatores como crescimento da produtividade da economia, perspectivas para a política fiscal, qualidade do ambiente contratual e de negócios, eficiência na alocação de recursos via sistema financeiro e qualidade das políticas econômicas.
 - Suas estimativas invariavelmente envolvem elevado grau de incerteza. Por essa razão, avaliações sobre a taxa de juros estrutural da economia necessariamente envolvem julgamento.
 - O redirecionamento da política econômica pelo governo, com aprovação e implementação das reformas fiscais, notadamente a reforma da previdência, além de outras reformas e ajustes necessários na economia, podem produzir queda da taxa de juros estrutural da economia brasileira.
 - É importante continuar reavaliando as estimativas da taxa estrutural de juros da economia ao longo do tempo. Mudanças nas estimativas da taxa de juros estruturais ocorrem de forma menos frequentes, embora mais estruturais para a política monetária.

- Um sistema financeiro mais eficiente e com mais crédito livre tende a contribuir para aumentar a potência da política monetária, reduzindo a necessidade de movimentos mais bruscos da taxa de juros ao longo do ciclo monetário.
- O BC tem atuado nessa direção na agenda de trabalho BC+. A agenda possui medidas organizadas em quatro pilares 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.

A redução sustentável do custo do crédito

- O processo de flexibilização da política monetária, junto com medidas de caráter estrutural, devem contribuir para a queda do custo de crédito.
- A redução estrutural e sustentável do custo do crédito envolve um conjunto de reformas microeconômicas para o aumento da eficiência e da produtividade da economia.
 - A agenda BC+ prevê várias ações para a redução sustentável do spread bancário, o que propicia condições para tornar o crédito mais barato. Entre essas ações estão: incentivar a adimplência e a agregação de garantias, diminuir os custos administrativos, aumentar a concorrência no SFN e diminuir subsídios cruzados.
 - Alguns exemplos recentes dessas medidas são:
 1. Aumentar a concorrência entre instituições financeiras através da implementação de critérios de segmentação e proporcionalidade da regulação

prudencial e do incentivo as inovações tecnológicas.

2. Melhorar as garantias do sistema. Registros Eletrônicos na MP 775/2017 que proporcionam maior segurança jurídica, agilidade e transparência
3. Tornar o uso do cartão de crédito mais eficiente e barato. Recentemente adotamos medidas que melhoram a concorrência, como a universalização do acesso, a legalização da prática de diferenciação dos preços – a depender do meio de pagamento utilizado – e a limitação do período máximo para o uso de crédito rotativo.
4. Modernizar a taxa de remuneração do BNDES. A nova TLP servira de base para os empréstimos novos do BNDES proporcionando uma potência maior para a política monetária, reforçando a queda da taxa de juros estrutural da economia, incentivando o financiamento privado de longo prazo e o mercado de capitais, melhorando a dinâmica das contas públicas e uma maior agilidade na administração dos empréstimos pelo BNDES.

Comentários Finais

- O atual cenário econômico mundial é ainda bastante incerto, mas num contexto de recuperação da atividade global.

- No Brasil, várias reformas e ajustes aumentaram a confiança e reduziram a percepção de risco. A continuidade nessa direção, em especial com a aprovação da reforma da Previdência, será importante para a sustentabilidade da desinflação e da queda da taxa de juros estrutural da economia.
- A evidência empírica tem novamente corroborado a importância da atuação da política monetária, e da política econômica de forma geral, para o controle da inflação.
- As taxas de juros nominais e reais tem declinado no Brasil. A taxa Selic recuou 300 bps nos últimos meses e há expectativa de quedas adicionais a frente. As taxas de juros reais também recuaram de valores próximos a 9% a.a. em setembro de 2015 para 4,6% - 5,3% atualmente.
- Para frente, o ritmo de flexibilização monetária dependerá da extensão do ciclo pretendido e do grau de sua antecipação, que por sua vez dependerá da evolução da atividade econômica, dos demais fatores de risco mencionados acima, e das projeções e expectativas de inflação. O Copom considerou na sua última reunião o atual ritmo adequado, entretanto, a atual conjuntura econômica recomenda monitorar a evolução dos determinantes do grau de antecipação do ciclo.
- A flexibilização da política monetária no Brasil (queda da taxa Selic) deve contribuir para a retomada do crescimento, complementada por outros esforços do governo. Quanto mais perseverarmos nas reformas e ajustes, mais rápida será a recuperação econômica, com geração de emprego e renda para os brasileiros.