



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**São Paulo (SP), 10 de dezembro de 2015.**

**Discurso do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil,  
na Federação Brasileira de Bancos (Febraban) e Confederação Nacional das  
Instituições Financeiras (CNF)**

Senhoras e senhores,

É uma grande satisfação participar mais uma vez deste tradicional evento promovido pela Confederação Nacional das Instituições Financeiras (CNF) e pela Federação Brasileira de Bancos (Febraban).

Iniciarei meu pronunciamento trazendo minha visão sobre as condições atuais e as perspectivas futuras das economias internacional e doméstica. Posteriormente, falarei sobre a importância de mantermos as instituições financeiras sólidas para que elas possam atuar sem maiores restrições, concretizados os ajustes macroeconômicos ora em curso.

A economia global deve continuar a expandir-se a um ritmo moderado. As perspectivas continuam indicando recuperação gradual da atividade em algumas economias avançadas, enquanto as maiores economias emergentes passam por processos de ajustes que levam à moderação da atividade econômica.

Dois movimentos principais na economia internacional têm afetado o Brasil.

O primeiro deles é o iminente início do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos, que tem se refletido no fortalecimento do dólar norte-americano. As indicações são de que o aumento da taxa de juros naquela economia será levado a termo de forma gradual e cautelosa, mas é preciso reconhecer que esse processo é complexo e que não há como se ter certeza sobre a reação efetiva dos mercados.

O segundo movimento diz respeito à desaceleração do crescimento econômico na China e à incerteza quanto à sua intensidade, o que impacta desfavoravelmente os preços internacionais de commodities e contribui para a piora dos termos de intercâmbio do comércio exterior brasileiro.

Essa conjunção de incertezas cria um ambiente especialmente desafiador para as economias emergentes, que se reflete na deterioração dos termos de troca, na depreciação de suas moedas, na redução nos preços de ativos e em condições de financiamento mais rígidas para a maioria desses países.

Em relação ao cenário doméstico, a economia brasileira está passando por importantes e necessários ajustes nas áreas externa, fiscal e monetária, e alguns progressos já podem ser observados.

Antes de abordar cada uma dessas áreas, um aspecto importante a ser ressaltado é o descasamento temporal dos efeitos dos ajustes. Naturalmente, os custos são percebidos pela sociedade antes dos seus benefícios, o que pode causar incompreensão ou mesmo questionamento em relação às medidas necessárias à consecução do ajuste.

Essa percepção inicial adversa pode levar ao bloqueio, ainda que parcial, das propostas de ajuste, trazendo incertezas quanto à sua duração e intensidade, ou mesmo quanto à sua consecução.

Ressalto que uma eventual postergação dos ajustes somente adiará o início da recuperação econômica, ampliando um círculo vicioso de incerteza, perda de confiança, adiamento de investimentos e reprecificação de ativos, aprofundando a queda da atividade econômica e tornando o próprio ajuste mais prolongado e custoso. No limite, esse círculo vicioso poderia comprometer fundamentos ainda sólidos da economia brasileira.

Para evitar essa evolução desfavorável é preciso ter claras as razões e a dinâmica de médio e longo prazo dos ajustes. Clareza e determinação são elementos essenciais para o sucesso desse processo, inclusive para reduzir sua duração e seus custos econômicos.

No lado do ajuste externo, a redução dos preços internacionais das commodities que mais exportamos tem levado à piora dos nossos termos de intercâmbio.

A relação entre preços de exportação e de importação tem caído desde 2011, o que significa que, para a mesma quantidade exportada, uma quantidade menor de produtos pode ser importada.

Como era de se esperar em um regime de câmbio flutuante, a depreciação cambial tem respondido à deterioração dos termos de troca, atuando como primeira linha de defesa contra choques externos. Não é por coincidência que o processo de depreciação cambial também tenha iniciado em 2011.

Em vista disso, observamos que os preços de diversas commodities, quando medidos em moeda nacional, têm aumentado recentemente, contribuindo para que a rentabilidade de alguns segmentos exportadores não sofra os efeitos negativos do choque adverso dos preços internacionais.

O ajuste do setor externo da economia brasileira tem apresentado importantes progressos. O saldo das transações correntes apresenta recuperação significativa, com redução de um terço do déficit, o equivalente a US\$29,5 bilhões, nos primeiros dez meses do ano, o que levou o Banco Central a projetar recuo de US\$40 bilhões no déficit em 2015, uma diminuição de 37% sobre 2014. Do ponto de vista das contas nacionais, com o aumento da quantidade exportada e a redução da quantidade importada, o setor externo voltou a apresentar contribuição positiva ao crescimento do país após dez anos de contribuição líquida negativa.

Os ganhos de competitividade são claros, como, por exemplo, a redução de quase 40% no custo unitário do trabalho na indústria, em dólares, desde o pico registrado em meados de 2014. Esses ganhos de competitividade deverão estimular a substituição de produtos estrangeiros por bens produzidos no país, com reflexos favoráveis não só para a balança comercial, mas também para a atividade econômica. Evidências setoriais desse processo já podem ser vistas em alguns segmentos da indústria de transformação, como metalurgia e celulose. A maior parte dos efeitos no setor manufatureiro, porém, está por vir, dadas as defasagens existentes na resposta das exportações.

Outro efeito da depreciação da taxa de câmbio é tornar a economia doméstica mais atrativa a investidores nacionais e estrangeiros. A propósito, a economia brasileira continua atraindo montantes significativos de capitais internacionais mesmo num ano de contração da atividade econômica. Os investimentos diretos no país, projetados em US\$65 bilhões em 2015, demonstram confiança dos investidores internacionais na economia brasileira e serão suficientes para cobrir integralmente o déficit em transações correntes.

Destaco nesse ponto uma diferença fundamental no processo atual em relação ao que ocorreu em outros períodos semelhantes. Enquanto no passado uma depreciação cambial gerava importantes desequilíbrios macroeconômicos, atualmente a depreciação do real não tem sido fator causador de desequilíbrios patrimoniais e de instabilidade financeira.

A principal razão para a menor exposição do país a riscos cambiais foi a acumulação de reservas internacionais, que levou o setor público brasileiro à condição de credor líquido em moeda estrangeira desde 2007.

Atualmente, cada ponto percentual de depreciação cambial do real reduz a dívida líquida do setor público em R\$12,3 bilhões ou 0,21 ponto percentual do PIB.

Em suma, o ajuste no setor externo está se processando com rapidez e traz vários benefícios para a economia brasileira, entre eles: i) é fonte de crescimento da produção para importantes setores da economia; ii) atrai investimentos estrangeiros, favorecendo a expansão da capacidade; e iii) contribuirá para que a retomada do crescimento econômico ocorra sem gerar desequilíbrios nas contas externas que possam comprometer a própria recuperação.

Senhoras e senhores.

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

Não há como assegurar a sustentabilidade das conquistas econômicas e sociais alcançadas até agora se não houver confiança de que o Estado será capaz de honrar seus compromissos sobretudo num horizonte de médio e longo prazos.

É preciso, portanto, 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 reverter a trajetória dos indicadores de confiança dos agentes; para melhorar a competitividade; e para contribuir na ancoragem das expectativas de inflação. O ajuste fiscal é fundamental para estabelecer as bases para o crescimento sustentável.

Importantes passos já foram dados nesse sentido, como a contenção dos gastos correntes, o contingenciamento de despesas, e a aprovação, pelo Congresso Nacional, de medidas encaminhadas pelo Poder Executivo.

Para além do curto prazo, o momento deve ser aproveitado para repensar as estruturas de tributos e de gastos obrigatórios do Governo Federal, componente majoritário das despesas públicas, tanto numa perspectiva de melhora dos resultados fiscais no médio e longo prazos, quanto de melhora na eficiência econômica e de impactos para o crescimento do produto.

Nesse sentido, devo destacar a importância de que seja aprovada uma meta de resultado primário superavitária e crível para 2016, como passo fundamental para a redução das incertezas em relação à evolução da política fiscal no país e para o fortalecimento da perspectiva de consolidação fiscal.

Passo agora a tratar das questões atinentes à inflação e à condução da política monetária.

A inflação tem sido afetada fortemente por dois processos de recomposição de preços relativos — um representado pelo fortalecimento do dólar e outro, pelo aumento dos preços administrados em relação aos livres. O efeito conjunto desses dois processos é a elevação da inflação no curto prazo, não obstante o fraco desempenho da atividade econômica, colocando importantes desafios para a condução da política monetária.

Entretanto, a realização plena do ajuste de preços administrados em 2015 deverá levar a uma importante queda na inflação desses preços no próximo ano.

Em 2016, portanto, observaremos maior convergência entre a variação dos preços administrados e de preços livres, o que já se expressa nas expectativas de mercado, e a inflação deverá refletir melhor o estado da atividade econômica e das condições monetárias.

Por um lado, o processo de ajuste macroeconômico em curso, intensificado por eventos não econômicos, contribuirá para uma dinâmica menos pressionada da inflação, ao auxiliar na quebra da resiliência de preços.

Por outro lado, as ações de política monetária restringirão a propagação dessa alta de preços para períodos mais distantes, contendo os chamados efeitos de segunda ordem sobre os demais preços da economia.

Ressalto, porém, que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição. Além disso, o processo de realinhamento de preços relativos tem se mostrado mais demorado e mais intenso que o previsto.

Esses fatores têm contribuído para elevações dos prêmios de risco, se refletem nos preços de ativos e na depreciação mais intensa da taxa de câmbio. Ademais, impactam desfavoravelmente os índices de preços correntes e a expectativa dos agentes quanto a seu comportamento futuro.

Efetivamente, as expectativas de mercado para a inflação em 2016 têm-se elevado desde agosto, invertendo a trajetória declinante até então. Esse movimento ascendente nas expectativas também se observa, em menor medida, nas projeções de mercado para 2017 e 2018.

Com respeito ao repasse da depreciação cambial para os preços ao consumidor, ressalto que seu impacto ocorre mais rapidamente que a transmissão das condições nos mercados de produto e de trabalho para os preços. Conseqüentemente, no curto prazo, o efeito inflacionário da depreciação cambial tende a ser maior, mas no médio prazo o efeito desinflacionário das condições da economia real tende a prevalecer.

Nesse contexto, independentemente do contorno das demais políticas, o Banco Central adotará as medidas necessárias de forma a assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas para a inflação, de modo a trazer a inflação o mais próximo possível do centro da meta, em 2016, circunscrevendo-a aos limites de tolerância estabelecidos pelo CMN, e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em 2017.

Senhoras e senhores.

Aproveito o momento para tratar de assunto que tem sido objeto de discussão entre analistas. Alguns acreditam que o Brasil estaria vivenciando uma situação de “dominância fiscal”, que tornaria a política monetária ineficaz, afetando, assim, as decisões da autoridade monetária. De acordo com essa visão, estaríamos numa situação extrema de insustentabilidade temporal da posição fiscal que anularia qualquer tentativa do Banco Central em usar a política de

juros no controle da inflação. Em determinada versão dessa visão, aumentos na taxa de juros levariam a depreciação da taxa de câmbio, que acabaria aumentando a inflação em vez de reduzi-la. Ainda, numa outra vertente, as decisões de política monetária do Banco Central estariam sendo afetadas por preocupações com os resultados fiscais.

Nesse sentido, é importante ter claro que o Brasil não está numa situação de dominância fiscal. De um lado, os desequilíbrios fiscais estão sendo corrigidos por um importante processo de consolidação fiscal. De outro lado, os mecanismos de transmissão da política monetária estão em pleno funcionamento, e o Banco Central continuará a guiar suas decisões de política monetária de acordo com os objetivos do sistema de metas para a inflação.

Os desequilíbrios atuais na área fiscal não são permanentes e não são vistos como tal. As próprias previsões dos analistas econômicos são de elevação do superávit primário e redução do déficit nominal ao longo dos próximos anos, com relativa estabilidade da dívida líquida do setor público a partir de 2017. Os resultados correntes não podem ser extrapolados mecanicamente como sendo aqueles a vigorar no médio e longo prazos, mesmo porque a receita tributária tem sido bastante afetada pelas condições da atividade econômica. O processo de consolidação fiscal não é algo que se completa de forma rápida, mas um processo relativamente longo e complexo.

Por outro lado, como já mencionei aqui, os atrasos e incertezas envolvidos nesse processo têm sido um elemento desafiador para a conduta da política monetária no Brasil. Em particular, os efeitos da revisão das metas fiscais sobre os preços de ativos no terceiro trimestre do ano levaram à revisão para cima das expectativas de inflação. Esse processo, acompanhado de novos aumentos de preços administrados, impactou a velocidade de convergência esperada para a inflação, mas não diminuiu a determinação e a capacidade de o Banco Central fazer convergir a inflação para a meta. Na verdade, os atrasos no ajuste fiscal contribuíram para postergar o horizonte de convergência da inflação para 4,5%, o que acabará adiando também a retomada do crescimento econômico.

Durante esse período, o Banco Central tem conduzido sua política monetária de forma autônoma e continuará a fazê-lo para trazer a inflação de volta à meta. O Banco Central não limitará as suas ações pelos possíveis impactos fiscais de suas decisões. O modelo institucional brasileiro prevê plena separação entre as funções vinculadas às políticas monetária e fiscal, além de

garantir os instrumentos para que a Autoridade Monetária possa cumprir com independência sua missão. Nesse sentido, desequilíbrios fiscais devem ser, e estão sendo, corrigidos por medidas fiscais.

Ressalto ainda que a determinação do Banco Central contribui favoravelmente para a queda das taxas de juros de longo prazo ao ancorar as expectativas de inflação de longo prazo, concorrendo assim para reduzir, e não ampliar, o custo do gerenciamento da dívida pública.

É importante salientar que o Banco Central detém os instrumentos necessários para fazer com que sua determinação e perseverança se traduzam em redução da inflação. Em outras palavras, os mecanismos de transmissão de política monetária estão e continuarão operantes.

A percepção equivocada de que a política monetária perdeu efetividade decorre da combinação de dois fatos. Primeiro, a inflação corrente está bastante influenciada pelos ajustes de preços relativos. Segundo, os efeitos do ajuste das condições monetárias nos mercados de produto e de trabalho se transmitem para a inflação com maior defasagem. À medida que arrefeçam os efeitos do ajuste de preços relativos e se fortaleçam os efeitos defasados da política monetária, ficará mais claro que a tese de dominância fiscal não se aplica ao nosso contexto.

Senhoras e senhores.

No curso desses ajustes, 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 e a eficiência do Sistema Financeiro Nacional.

A propósito, o Banco Central realiza mapeamento completo e contínuo de todas as exposições envolvendo instituições financeiras. Como os senhores bem sabem, ampliamos e fortalecemos nossos sistemas de registros e de monitoramento, propiciando uma avaliação mais abrangente, granular e tempestiva do comportamento dos agentes e dos mercados.

Nesse sentido, somos capazes de avaliar rapidamente os impactos potenciais de choques que atinjam o sistema financeiro — sejam eles de natureza econômica ou não econômica, de origem externa ou doméstica — tanto da

perspectiva microprudencial como da macroprudencial. A rapidez na avaliação dos impactos potenciais é fundamental para que tomemos decisões a tempo de evitar que estresses localizados se propaguem pelo Sistema Financeiro Nacional.

O Sistema Financeiro Nacional continua bem capitalizado e líquido, com índices de inadimplência controlados, níveis adequados de provisionamento e instituições pouco dependentes de recursos externos. Numa análise prospectiva, a solidez do nosso sistema será um fator crucial para a recuperação de níveis sustentáveis de crescimento à frente.

À medida que os ajustes macroeconômicos e o ajuste patrimonial das famílias se concretizarem, alguns fatores de dinamismo tenderão a ganhar nova tração. Os ajustes macroeconômicos aumentarão a eficiência na alocação de recursos, condição necessária para o aumento da produtividade e do retorno esperado dos projetos de investimentos. Além disso, a desalavancagem das firmas e das famílias combinada com a redução das incertezas ampliará o horizonte de planejamento dos agentes, melhorando o ambiente macroeconômico e, com isso, estimulando o investimento e o consumo privados.

É muito importante, portanto, que as instituições financeiras estejam sólidas e preparadas para poderem atender ao crescimento da demanda por crédito quando esse cenário se concretizar.

Senhoras e senhores.

A consolidação do processo de transformação econômica ora em curso requer determinação e perseverança de todos.

Os mencionados ajustes, presentes e futuros, têm grande potencial para estabelecer as bases para a retomada de um crescimento econômico sustentável no médio prazo, o que permitirá a continuidade do progresso social brasileiro, com benefícios de longo prazo para esta e para as futuras gerações.

No contexto atual, a principal contribuição do Banco Central é continuar trabalhando para proteger o poder de compra da moeda e para assegurar um

sistema financeiro sólido e eficiente, que apoie o crescimento do lado real da economia e promova cidadania e estabilidade financeiras.

Estas foram minhas palavras.