



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Discurso do Diretor de Assuntos Internacionais e Gestão de Riscos Corporativos do Banco Central do Brasil, Tony Volpon, no evento *J.P.Morgan Brazil: Opportunities Conference 2015, em São Paulo.*

Brasília, 3 de Dezembro de 2015.

O Ajuste Econômico Brasileiro: Estratégias e Sequenciamento

São Paulo, 3 de Dezembro de 2015

Tony Volpon¹

Gostaria de aproveitar esta oportunidade para discutir, de forma geral, como vejo o processo de ajuste da economia brasileira em suas várias dimensões, e a contribuição da política monetária. Gostaria também, de oferecer um diagnóstico sobre a necessidade desse ajuste a partir dos choques que a economia brasileira vem enfrentando desde 2011, e quais as opções que temos para levar esse ajuste ao seu término, condição necessária para a retomada do crescimento sustentável. Por fim, gostaria de enfatizar a questão do sequenciamento, isto é, como devemos tratar o fato que há relações entre os processos de ajuste em suas várias dimensões ao longo do tempo.

Com certo risco de simplificação: como poderíamos caracterizar o estado da economia brasileira no final de 2014? Eu acredito que por três “fatos estilizados”:

1. Baixo crescimento econômico (Figura 1);
2. Persistentes pressões inflacionárias (Figura 2);
3. Crescente déficit em conta corrente (Figura 3).

Esses três fatos ocorrendo ao mesmo tempo parecem contraditórios. Como explicar os três do ponto de vista macroeconômico? Acredito que somente há uma maneira: houve uma consistente queda no potencial de crescimento da economia nos últimos anos de tal forma que, apesar do baixo crescimento, a demanda agregada se encontrava acima da oferta agregada, gerando pressões tanto na inflação como na conta corrente – sintomas clássicos de excesso relativo de demanda.

Uma das grandes dificuldades no nosso ajuste reside neste fato, de termos que, para restabelecer o equilíbrio nominal, gerar uma queda na demanda agregada sendo que fatores reais já levaram a uma queda do potencial e, portanto, a um crescimento menor.

¹ Diretor de Assuntos Internacionais e Gestão de Riscos Corporativos do Banco Central do Brasil. As opiniões expressas neste documento são do autor, e não necessariamente refletem as visões do Banco Central do Brasil (BCB).

Quais fatores tem impactado nosso crescimento potencial nesses últimos anos? O choque inicial foi externo: a alta nos nossos termos de troca a partir de 2005 gerou mudanças de preços relativos (Figura 4) levando a uma realocação de fatores para o setor de serviços (Figura 5), mais intensivo no uso do trabalho como insumo de produção. Isso gerou um efeito renda que se somou ao efeito riqueza do aumento dos termos de troca, aumentando a absorção interna, especialmente o consumo. O consumo teve forte componente de importação de bens manufaturados, relativamente mais baratos devido à apreciação real do câmbio. Isto é, o movimento de alta nos preços das nossas exportações financiou o movimento de alta no *quantum* das nossas importações (Figura 6), afastando o risco de a economia atingir uma restrição externa no balanço de pagamento, apesar do aumento da absorção.

A partir de 2011, a reversão dos termos de troca gerou choques inversos aos vistos em 2004-2010. Especificamente, uma reversão do efeito riqueza. Ao mesmo tempo, o uso intensivo do fator trabalho levou a um estado de pleno emprego, elevando o custo unitário do trabalho² (Figura 7). Isso criou pressões de custo, como também limitações do lado da oferta afetando o crescimento pela incapacidade da economia absorver mais mão de obra na margem.

Em 2011, a queda do crescimento não foi vista como algo permanente, e sim como temporário, fruto de choques de demanda, como a crise na Zona do Euro e do aperto monetário sendo promovido pelo Banco Central do Brasil (BCB) desde abril de 2010. Podemos ver isso, por exemplo, pela manutenção de expectativas de crescimento relativamente altas para os anos seguintes projetadas pelo FMI (Figura 8). Assim, dado o aparente sucesso de políticas anticíclicas durante a crise financeira mundial, o governo optou, a partir de 2011, por um conjunto de medidas para condicionar positivamente a demanda agregada por vários canais.

Se de fato a queda do crescimento evidenciada desde 2011 tivesse sido de natureza temporária e fruto de choques de demanda, a decisão de acionar medidas anticíclicas teria talvez obtido algum sucesso. Mas isso não se provou ser o caso: o choque tinha natureza de oferta e caráter permanente, sendo o início da reversão do "superciclo" das *commodities*.

Assim sendo, no final do ano passado, a economia se encontrava em uma situação de desequilíbrio de demanda agregada, a que se somaram distorções

² Calculado a partir da relação entre folha de pagamento nominal (IBGE) e o produto entre a taxa de câmbio nominal de venda final de período e o índice de produção física (IBGE). Fonte: Indicadores Econômicos (Indeco), tabela V.39, *Indicadores de Câmbio e Salário*.

de preços relativos, fruto de medidas de controle de preços e de tarifas adotadas durante o período (Figura 9).

Qual a resposta “ótima”³ a esses desequilíbrios nominais? Já que as medidas anticíclicas implicaram deterioração da posição fiscal estrutural do setor público (Figura 10), a resposta ótima seria um ajuste fiscal via adequação de despesas para atingir os objetivos de realinhar a demanda e a oferta agregadas e, ao mesmo tempo, restabelecer condições de sustentação intertemporal da posição fiscal. Uma política fiscal mais restritiva, com cortes de gastos e recomposição da estrutura tributária - bem como um ajuste nos preços administrados - seria seguida no tempo por uma política monetária mais acomodatória, depois de restabelecido o equilíbrio dos preços relativos, inclusive a taxa de câmbio, para garantir sustentação da posição externa. Haveria assim, um sequenciamento intertemporal natural das políticas de ajuste, com a acomodação monetária, em um segundo momento, liderando o processo de recuperação cíclica e compensando uma posição fiscal estruturalmente mais austera, guiada pela necessidade de restabelecer uma trajetória de queda na relação Dívida/PIB ao longo do tempo para compensar a deterioração que ocorreu durante o período das políticas anticíclicas.

Infelizmente, por um conjunto de razões, os avanços esperados no ajuste fiscal ficaram aquém do esperado. Sabemos que a maior frustração tem vindo do lado da receita. Acredito que o comportamento das receitas oriundas do nosso complexo sistema tributário se relaciona com variáveis cíclicas, inclusive as oscilações dos termos de troca, o que merece mais estudo e reflexão. Precisamos entender melhor essas questões, para repensar toda nossa política fiscal à luz das profundas mudanças estruturais que vão desafiar nossa sociedade nos próximos anos e décadas.

Sem um ajuste fiscal suficientemente robusto, estaria o processo de ajuste da demanda agregada irreparavelmente comprometido? Não necessariamente. Isso porque há mecanismos endógenos e compensatórios que são acionados em função da frustração com o andamento do ajuste fiscal que acabam contribuindo para o ajuste no nível da demanda agregada.

Talvez o mais relevante seja o nível da taxa de câmbio. A desvalorização evidenciada desde julho tem sido explicada por muitos como reação à situação fiscal, introduzindo um prêmio de risco adicional à taxa de câmbio. Mas, ao mesmo tempo, a desvalorização funciona como mecanismo que condiciona negativamente a demanda agregada via o canal de riqueza. A forte alta nas taxas de juros de mercado (Figura 11), evidenciada depois do anúncio de

³ “Ótima” no sentido econômico, isto é, que maximiza uma função de utilidade no tempo.

redução da meta fiscal, também representa um aperto nas condições financeiras que condiciona negativamente a demanda agregada.

Assim, eu acredito que, apesar de não ser pelo caminho que eu julgo ser o mais eficiente, as mudanças de preços de mercado têm contribuído para o ajuste da demanda agregada, apesar das dificuldades que temos na composição e no tamanho do ajuste fiscal até este momento.

A mais forte evidência empírica que o ajuste da demanda agregada está ocorrendo, vem, a meu ver, do ajuste do déficit em conta corrente, que deve cair em US\$ 39 bilhões somente neste ano, alcançando -3,7% do PIB, e cujo ajuste deve continuar em 2016.

Além de uma demanda agregada mais equilibrada, temos também visto importante ajuste em preços relativos. A razão entre preços livres e administrados tem voltado ao patamar de 2011 (Figura 9). e o custo unitário do trabalho tem voltado ao patamar de 2009 (Figura 7). Essas mudanças em preços relativos garantirão maior equilíbrio econômico-financeiro, melhor alocação de recursos entre setores, como maior competitividade da economia brasileira, especialmente seu setor industrial. Sem de forma alguma desprezar a necessidade de maior progresso na questão fiscal e monetária, ainda assim não devemos, como está sendo feito a meu ver por muitos analistas, ignorar esses avanços.

Mas, se o ajuste da demanda agregada está em curso, por que a inflação continua pressionada? Creio eu que isso se deve, principalmente, à continuidade de diversos choques de oferta impactando o sistema de preços, alguns, fruto das incertezas fiscais. Portanto, apesar do maior equilíbrio na relação entre demanda e oferta agregada, e uma política monetária austera, pressões contínuas têm impedido que a inflação inicie uma trajetória de queda em direção à meta. É de se esperar que, com o progresso já feito no realinhamento de preços relativos, especialmente na relação "livres-administrados", algumas dessas pressões estejam perto do seu fim.

Assim apesar dessas dificuldades para uma convergência mais rápida da inflação, na medida em que caminhamos no ajuste da demanda agregada, devemos continuar a ver uma diminuição gradual nos efeitos de alguns canais de pressão que contribuíram para a alta inflacionária nesses últimos anos, criando as condições necessárias para uma queda sustentável da inflação.

Mas isso não pode ser levado como fator que assegura a convergência da inflação à meta. Independentemente de condicionantes de demanda mais condizentes com uma queda gradual da inflação, estamos vendo uma

preocupante alta nas expectativas de inflação em prazos além daqueles onde os recentes choques de oferta têm seus impactos de primeira ordem (Figura 12).

Estamos também evidenciando comportamento preocupante da própria inflação nesses últimos meses. A superação do nível de 10% ao ano tem uma carga simbólica que não deveríamos ignorar, potencialmente incentivando um comportamento mais defensivo via indexação por parte dos agentes econômicos. Nos últimos meses a inflação divulgada tem superado, por margens relevantes, as projeções do mercado (Figura 13). E o índice de difusão, medindo o percentual de preços apresentando alta no mês, tem acelerado e superado o patamar de 70% (Figura 14).

Acredito que a deterioração das expectativas expressa um grupo conexo de preocupações. Entre elas, que vamos ter uma sequência adicional de choques de oferta que vão pressionar a inflação. Muitos devem acreditar que o Banco Central vai acomodar esses choques, permitindo que a inflação siga acima da meta por período indeterminado. Também como apontei acima, o debate econômico atual parece desprezar, em grande parte, o progresso no ajuste da demanda agregada em curso e o avanço no reequilíbrio dos preços relativos. E há aqueles que acreditam na total incapacidade do país fazer um ajuste fiscal minimamente convincente, aceitando uma das diversas variantes da tese da dominância fiscal, que visa roubar à política monetária sua potência e fazer crer que o nosso país está fadado a anos de descontrole nominal.

Venho aqui rechaçar, veementemente, qualquer hipótese de perda de eficácia da política monetária e de uma suposta falta de disposição do Banco Central em cumprir sua missão primordial de assegurar a estabilidade do poder de compra da nossa moeda.

Eu acredito que temos que agir e responder de forma contundente e tempestiva para retomar o processo de ancoragem das expectativas inflacionárias e disciplinar o processo de formação de preços.

Agindo assim, estaremos operando principalmente sobre o canal de expectativas da política monetária, e não pelo canal do hiato do produto. Creio que na conjuntura atual, a relação inflação-produto, isto é, a "curva de Phillips", não exhibe seu formato tradicional de curto prazo, sugerindo uma relação positiva entre inflação e atividade. Assim, nas condições atuais, acredito que vamos evidenciar uma relação negativa entre inflação e a atividade econômica.

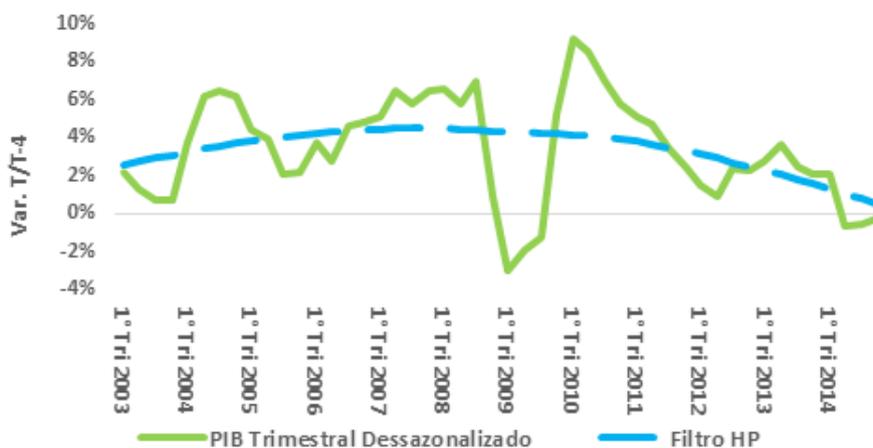
Assim sendo, um ajuste monetário eficiente vai contribuir para a retomada da economia. Hoje, o controle efetivo da inflação é uma condição necessária para a recuperação do crescimento econômico sustentável.

Eu acredito que fazendo isso, e levando em conta os efeitos benéficos da readequação da demanda agregada e do reequilíbrio nos preços relativos já em curso, devemos experimentar, ainda em 2016, uma importante desinflação. Isso será um passo necessário para chegarmos mais perto de um conjunto ótimo de políticas que colabore no processo de recuperação da economia brasileira.

Muito obrigado e Feliz Natal.

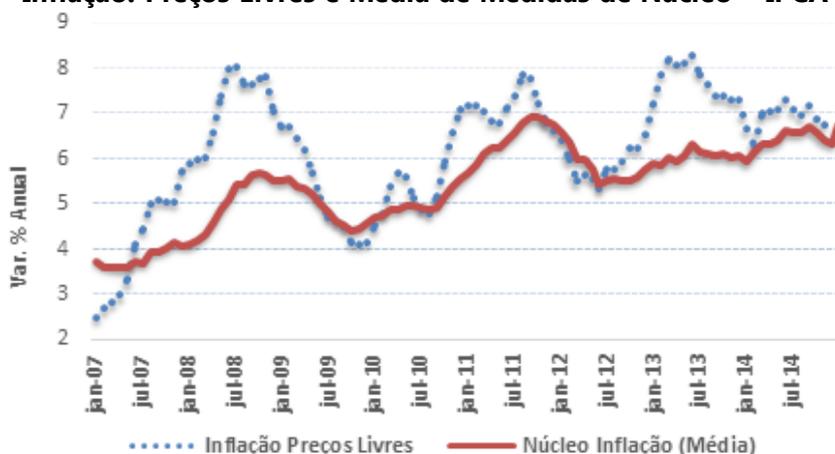
Anexo

Figura 1 – Crescimento Econômico: PIB Interanual e Tendência* (2003-2014)



Fonte: IBGE, BCB.

Figura 2 – Inflação: Preços Livres e Média de Medidas de Núcleo – IPCA (2007-2014)



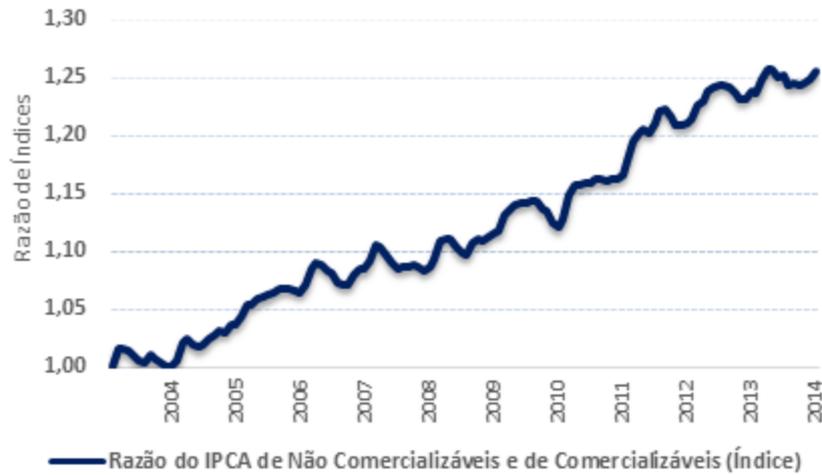
Fonte: BCB. Nota: Média dos núcleos de inflação: IPCA-MS, IPCA-EX e IPCA-DP.

Figura 3 - Déficit no Balanço de Pagamentos em Conta Corrente (2003-2014)



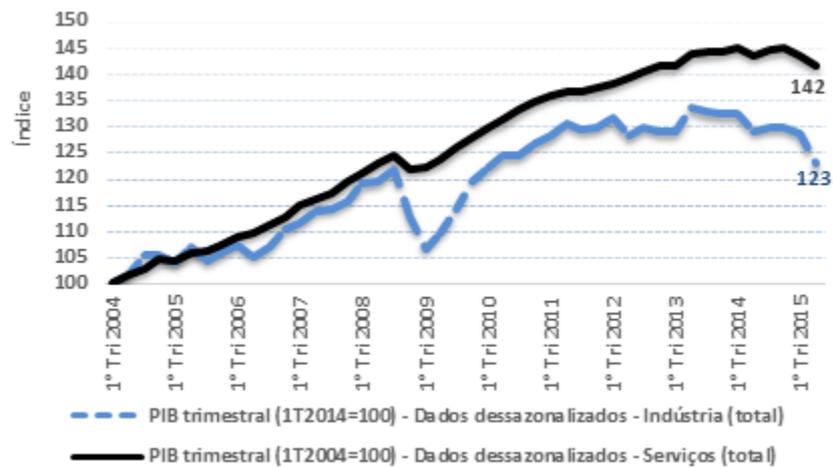
Fonte: BCB (BPM5).

Figura 4 – IPCA: Índices de Preços Não-comercializáveis e Comercializáveis – Razão (2004-2014)



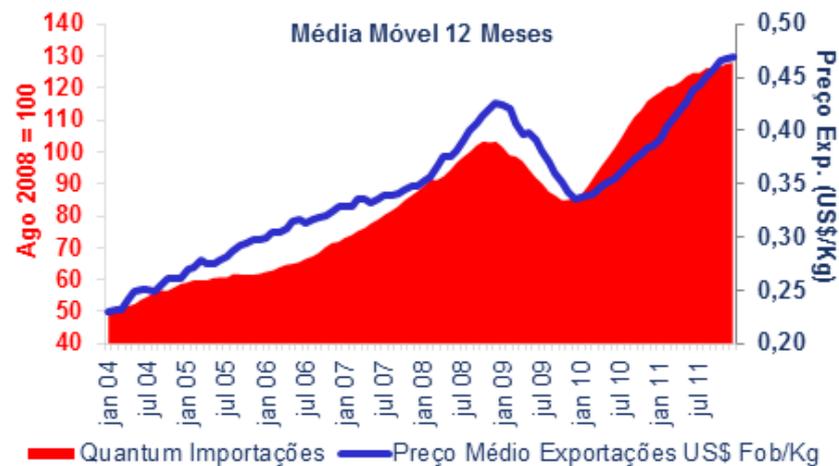
Fonte: BCB.

Figura 5 – PIB Trimestral: Setores de Serviços e Industrial (2004-2015)



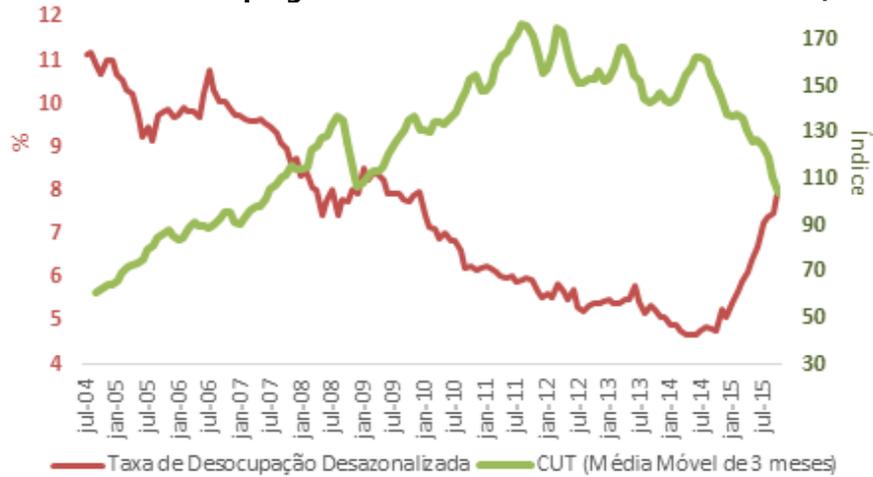
Fonte: BCB e IBGE.

Figura 6 – Índices de Preços de Exportações e de Quantum de Importações (2004-2011)



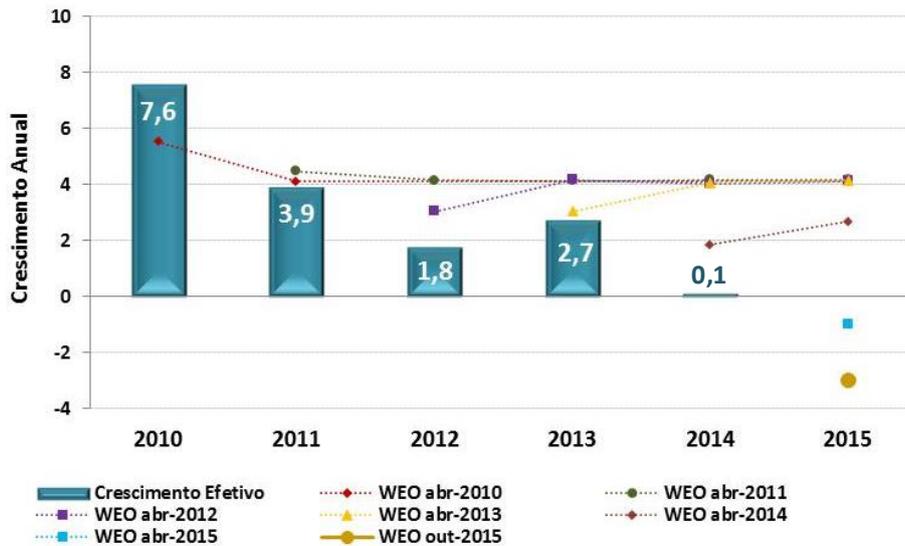
Fonte: Funcex.

Figura 7 - Taxa de Desemprego e Custo Unitário do Trabalho - CUT* (2004-2015)



Fonte: IBGE, BCB.

Figura 8 – Brasil: Crescimento Econômico Observado e Expectativa do FMI* (2010-2015)



Fonte: FMI.

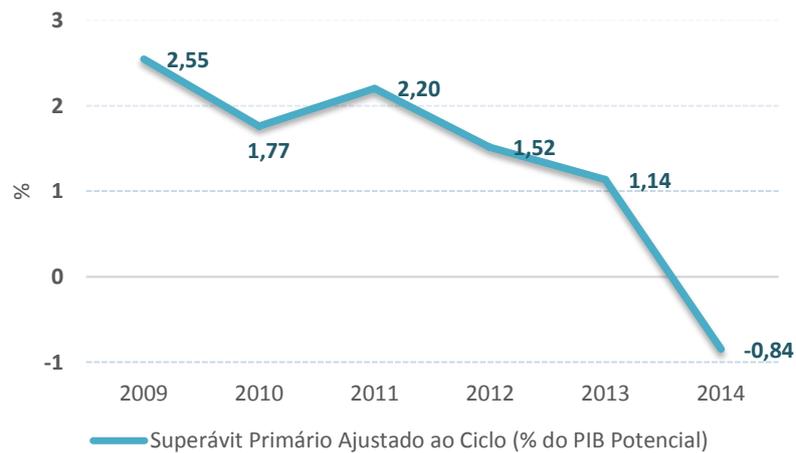
*WEO: World Economic Outlook (Publicação Semestral do FMI)

Figura 9 – IPCA: Razão entre Preços Livres e Preços Administrados (2009-2015)



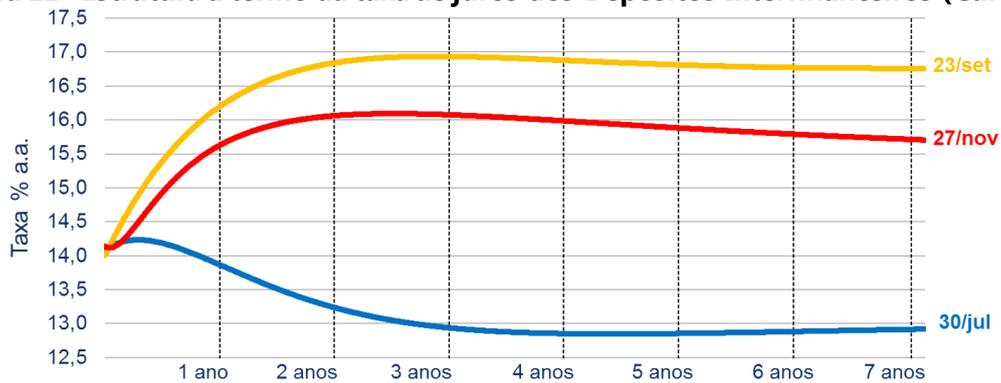
Fonte: BCB.

Figura 10 – Brasil: Superávit Primário do Setor Público Ajustado ao Ciclo (2009-2014)



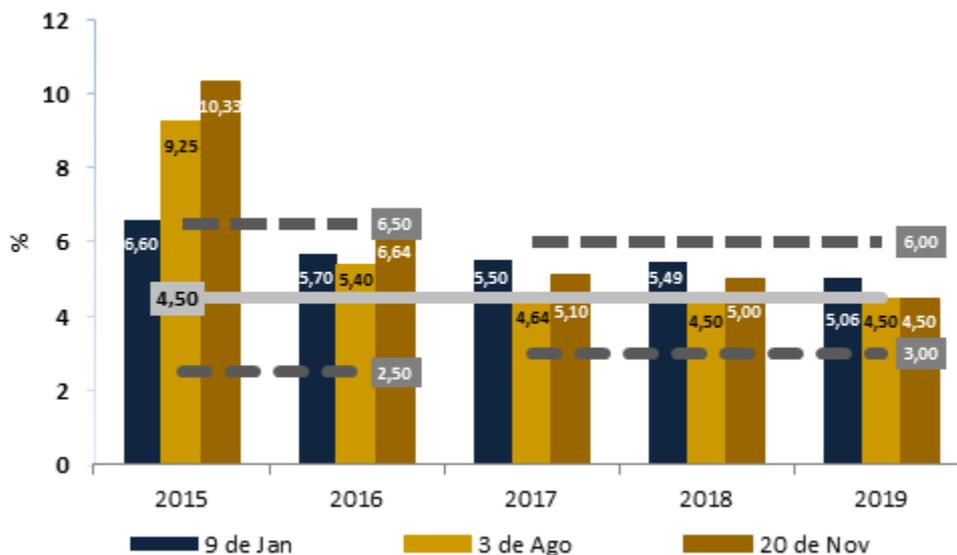
Fonte: FMI.

Figura 11 - Estrutura a termo da taxa de juros dos Depósitos Interfinanceiros (Curva DI)



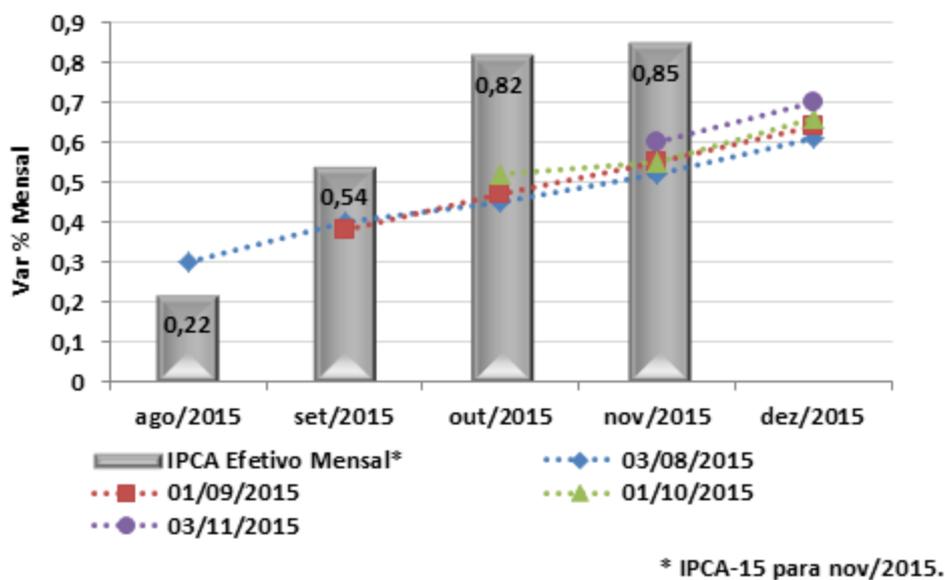
Fonte: BM&FBOVESPA.

Figura 12 Expectativas de Inflação – IPCA (2015-2019)



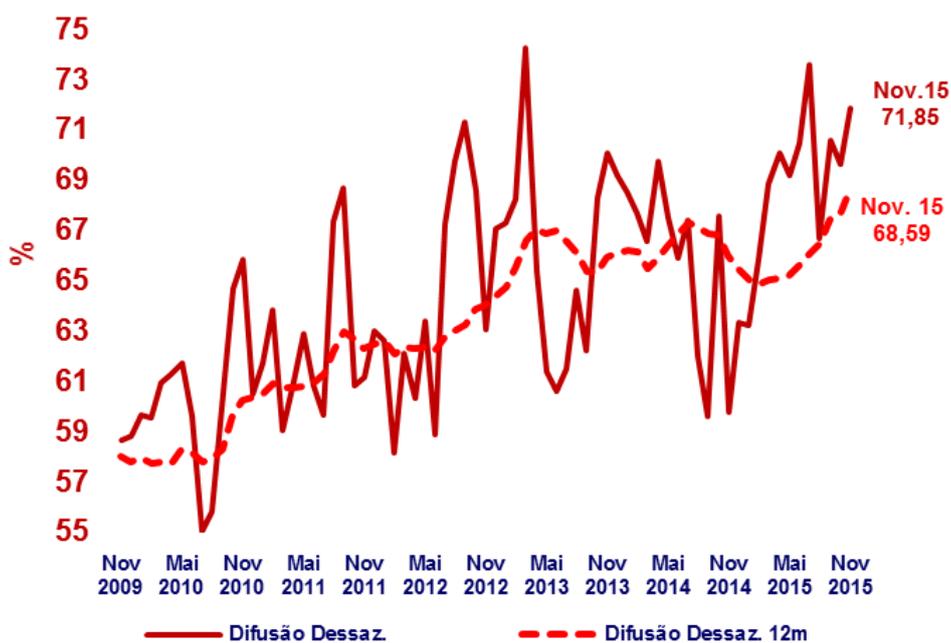
Fonte: BCB.

Figura 13 – Inflação: Expectativa Focus (Pontilhada) e Observada* (Barra)- IPCA



Fonte: BCB.

Figura 14 – IPCA: Índice de Difusão Dessazonalizado (2009-2015)



Fonte: BCB.