



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Lisboa, 25 de junho de 2015

**Conjuntura Econômica nas Economias Emergentes:
A Evolução Recente e as Perspectivas da Economia do Brasil**

**Discurso do Diretor Luiz Awazu Pereira da Silva, Diretor de Política
Econômica do Banco Central, na 25ª edição do Encontro de Lisboa entre
os Bancos Centrais dos Países de Língua Portuguesa**

Senhoras e Senhores, bom dia.

Agradeço ao Excelentíssimo Senhor Governador, Carlos da Silva Costa, o honroso convite para participar desta 25ª edição do Encontro de Lisboa entre bancos centrais dos países de língua portuguesa. Com prazer, registro a relevante contribuição que este fórum tem prestado para o aprofundamento da cooperação e do intercâmbio entre as autoridades monetárias e de supervisão dos países que compartilham nossa língua. De fato, este fórum tornou-se um marco significativo do relacionamento entre nossos povos e instituições.

Nós, no Banco Central do Brasil, temos plena consciência do valor dos esforços de cooperação que aqui se desenvolvem, para além do horizonte imediato das atuais gerações, contribuindo para a construção de um espaço de vivência genuíno e mutuamente proveitoso dos países lusófonos. Cito, como um dos exemplos, o precioso intercâmbio técnico que mantemos com o Banco de Portugal e o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, com vistas ao aprimoramento de códigos e padrões estatísticos internacionais, especialmente no âmbito do Sistema de Contas Nacionais, contemplando o fluxo e o patrimônio financeiro existentes em nossas economias.

Agradeço também a oportunidade de compartilhar com as senhoras e os senhores aqui presentes a visão do Banco Central do Brasil sobre os avanços ocorridos na economia brasileira na última década, sobre o estado atual da economia e, por fim, sobre as políticas que temos adotado para fortalecer nossos fundamentos econômicos e garantir, mais à frente, a retomada do crescimento econômico, que, em anos recentes, promoveu verdadeira elevação de patamar da economia brasileira.

O meu pronunciamento de hoje está dividido em três partes.

Primeiro, farei uma breve exposição sobre os avanços institucionais, econômicos e sociais no Brasil que permitiram crescimento robusto na década passada e nos tornaram capazes de adotar, pela primeira vez em nossa

história, políticas anticíclicas com o objetivo de atenuar os efeitos adversos de uma crise de grandes proporções, no caso, a crise financeira global.

Na segunda parte, discorrerei sobre o estado atual da economia brasileira. O Brasil passa por ajustes necessários e importantes que estabelecerão bases mais sólidas para a retomada do crescimento econômico sustentável. Nesse sentido, o ano de 2015 deve ser encarado como um ano de transição, fundamental tanto para recompormos nossos instrumentos anticíclicos, como para migrarmos para um modelo de crescimento onde haverá mais equilíbrio entre o consumo e o investimento e mais ajustado à realidade da economia brasileira de crescer com aumento da produtividade total de fatores.

Finalmente, precisamente nesse contexto de favorecer mais o crescimento do produto potencial via investimento, farei considerações sobre as políticas voltadas para aumentar os ganhos de produtividade na economia brasileira. A agenda em curso contempla ações para: i) aumentar os investimentos em infraestrutura com uma maior participação da iniciativa privada no financiamento e na condução desses projetos; ii) expandir o capital humano dos trabalhadores; e iii) tornar o ambiente de negócios mais favorável ao investimento.

Senhoras e senhores

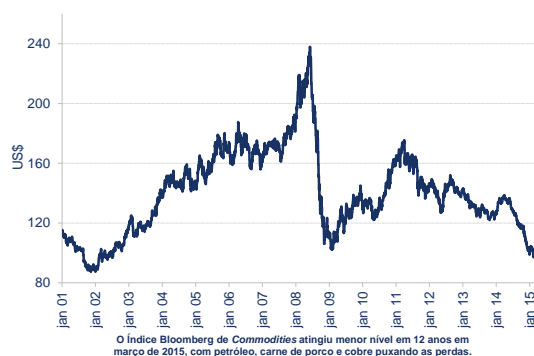
Sempre aprendemos com o nosso passado e nossa história. Da mesma forma que outras economias emergentes, o Brasil, utilizando-se da experiência obtida nas crises típicas de mercados emergentes da década de 1990, estabeleceu progressivamente um sólido arcabouço de políticas ao longo das duas décadas seguintes.

De 1999 a 2001, constituímos um tripé macroeconômico que proporcionou um ambiente estável que fomentou crescimento duradouro e sustentável. Esse tripé brasileiro é composto por um regime de metas para a inflação, com regras claras e bem definidas; por uma lei de responsabilidade fiscal, cuja implementação plena permitiu a estabilização e o controle do endividamento

público, entre outros fatores por meio da geração de *superavit* primários consistentes; e pela adoção de um regime de câmbio flutuante, que constitui a primeira linha de defesa frente a choques externos.

Esse arcabouço de políticas sólidas, combinado com ganhos de termos de troca associados ao superciclo de *commodities* impulsionado pelo forte crescimento da economia chinesa, criou condições favoráveis para um processo de expansão econômica equilibrado e sustentável.

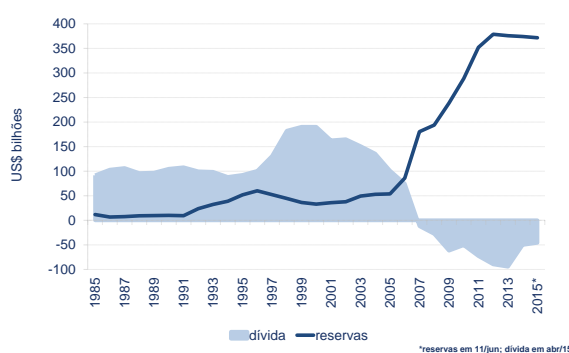
Preços de commodities



Nesse contexto, o Brasil fortaleceu seus fundamentos macroeconômicos e tornou-se credor internacional líquido. Já dotado de um arcabouço financeiro robusto, com uma regulação financeira conservadora, bancos bem capitalizados, bem provisionados e sólidos, vimos os nossos prêmios de risco em várias classes de nossos ativos sendo reduzidos significativamente no bojo desses nossos avanços.

O Brasil soube tirar bom proveito dessa janela de oportunidades para reduzir sua vulnerabilidade a choques externos e para ampliar a regras institucionais garantindo a nossa estabilidade e sustentabilidade fiscal.

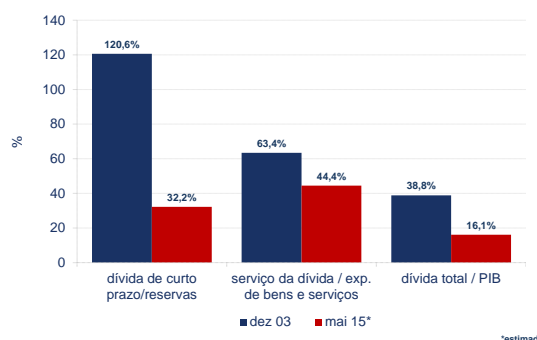
Reservas internacionais x Dívida externa líquida



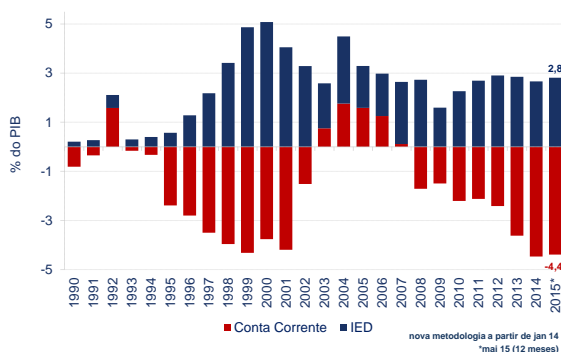
Recorrentes saldos positivos na balança comercial, combinados a intenso fluxo de entrada de capitais, possibilitaram o acúmulo de um volume considerável de reservas internacionais. Devo destacar que a composição destes fluxos de capitais também se tornou mais estável, com os investimentos estrangeiros diretos correspondendo à maior parte desse volume.

No âmbito fiscal, avançamos na melhora da estrutura das dívidas pública e externa. Nesse sentido, reduzimos a dívida pública líquida e melhoramos sua composição, por moeda e por maturidade. Esses movimentos foram possíveis, em grande parte, pelos esforços na geração de sucessivos *superavit* primários condizentes com a melhora da dinâmica da dívida que obtivemos nesse período.

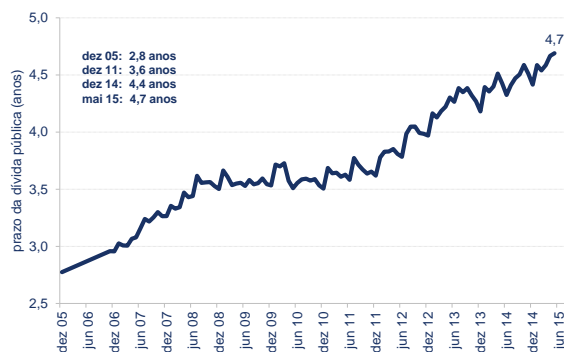
Indicadores de endividamento externo



Conta corrente e IED



Prazo da dívida pública



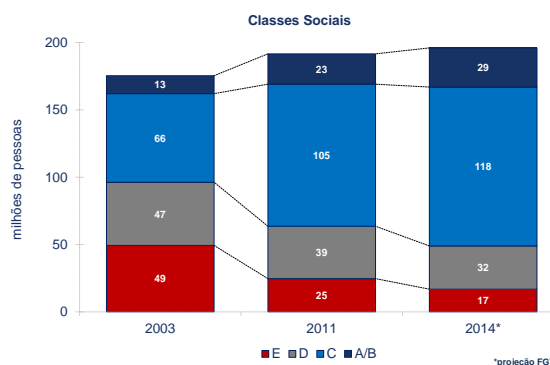
Esse amplo fortalecimento de nossos fundamentos macroeconômicos permitiu consolidar a percepção da nossa estabilidade macroeconômica. E, ao longo desse processo, a qualidade e persistência de nossas políticas macroeconômicas sólidas acabaram por ser reconhecidas pelos agentes de mercado. Para o Brasil, elas levaram a sucessivas melhoras na classificação de crédito da dívida soberana brasileira que culminaram na obtenção do grau de investimento concedido pelas maiores agências de classificação de risco em 2008 e 2009.

Mas, de fato, nossos progressos, não se limitaram a aspectos macroeconômicos. A consolidação de nossos sólidos fundamentos macroeconômicos, aliados a um significativo avanço no quadro institucional, aconteceu *pari passu* com um processo de crescimento inclusivo, com redistribuição de renda e melhoras de oportunidades de trabalho, à la Amartya

Sen, que fizeram avançar nossa agenda social. Demonstrou-se que a manutenção de sólidos fundamentos macroeconômicos coexistia perfeitamente e permitia impulsionar um ciclo virtuoso de crescimento com a redução do desemprego, da desigualdade de renda e da queda da incidência de pobreza, entre outros. O “modelo” brasileiro ganhou nessa época um merecido destaque em um mundo que já começava a vislumbrar alguns de seus graves problemas atuais: aumento da desigualdade *à la* Piketty, aumento do risco sistêmico financeiro nos setores imobiliários dos países mais desenvolvidos, como no caso do *sub-prime*, e dificuldades crescentes de discutir a sustentabilidade dos antigos pactos sociais.

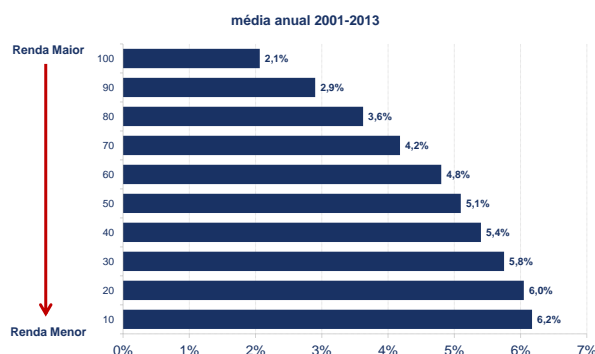
O Brasil iniciou nesse quadro complexo, um processo de crescimento clássico, de melhora macroeconômica e de início de um aprimoramento do nosso contrato social onde quero destacar alguns indicadores econômicos que ilustram esses avanços sociais alcançados pelo Brasil na década passada. A incorporação de mais de 40 milhões de pessoas provenientes das classes menos favorecidas à classe média representou o maior movimento de ascensão social e de renda da história nacional.

Mobilidade social



Devo ressaltar que o aumento do poder de compra das famílias se deu de forma diferenciada nos estratos sociais, na medida em que as classes menos favorecidas obtiveram ganhos reais proporcionalmente maiores que aquelas posicionadas mais acima na pirâmide de renda. A taxa de

Crescimento da renda per capita (por percentil)

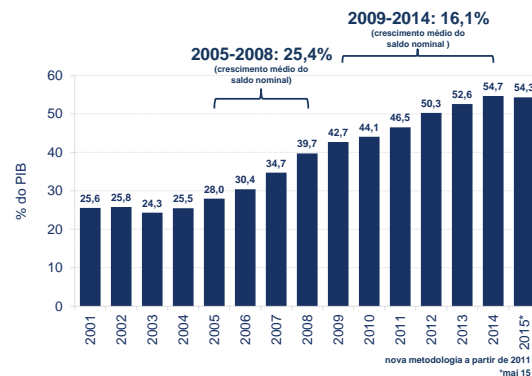


crescimento anual média entre 2001 e 2013 para o decil de menor renda foi quase o triplo daquela do decil de maior renda.

Essa migração social foi acompanhada de crescimento da oferta de crédito, observada sempre de maneira cuidadosa pelo Banco Central do Brasil (BCB) para que ela fosse sustentável para o nosso sistema financeiro nacional. Isso se dava por meio de um contínuo e intrusivo monitoramento pelo BCB, assim como

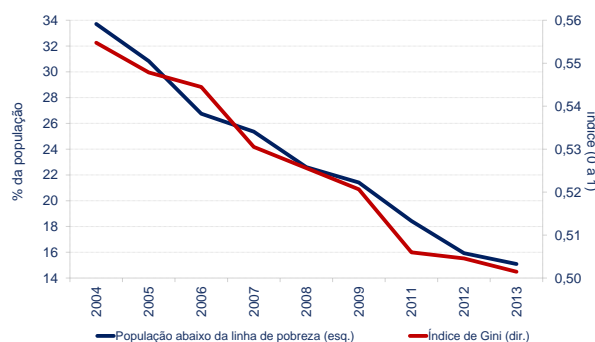
por um incentivo à educação financeira e ao aprimoramento dos instrumentos de informação ao cliente sobre custos dos serviços financeiros comparados entre bancos e informações sobre os cuidados necessários em caso de endividamento excessivo das famílias. Simultaneamente, o BCB desenvolvia uma abrangente infraestrutura de mercado, com obrigatoriedade de registro de operações financeiras (e.g., derivativos, crédito, etc.) e de transação em *trade repositories* e *clearings*, de maneira a termos conhecimento detalhado e tempestivo de eventuais exposições excessivamente direcionadas, desequilíbrios e riscos sistêmicos. Ao fim e ao cabo desse processo, a razão crédito/PIB cresceu com segurança e robustez de 25% em 2004 para o patamar de 54% que atualmente observamos.

Crédito / PIB



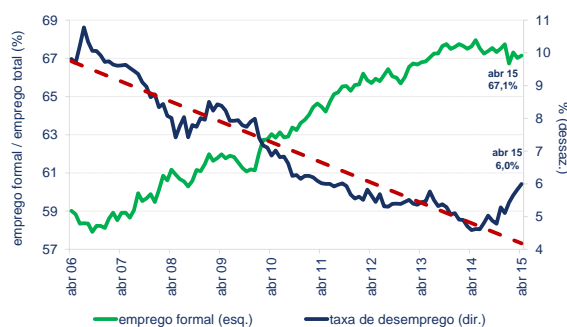
Com essa mistura de cautela e de inovação, tivemos bons resultados. O aumento do emprego formal, a progressividade verificada na ampliação do poder de compra das famílias, combinada ao aumento do seu acesso a crédito, levou à redução da desigualdade social, refletida na melhoria do coeficiente de Gini desde 2004.

Índice de Gini – Desigualdade de renda



Entre 2007 e 2014, vivenciamos uma redução de aproximadamente 50% na taxa de desemprego, juntamente com o aumento de empregos formais e o declínio significativo na informalidade. Ainda que a distensão recente do mercado de trabalho tenha resultado na inflexão da curva de desemprego para cima, o patamar corrente desse indicador continua muito inferior a patamares historicamente observados.

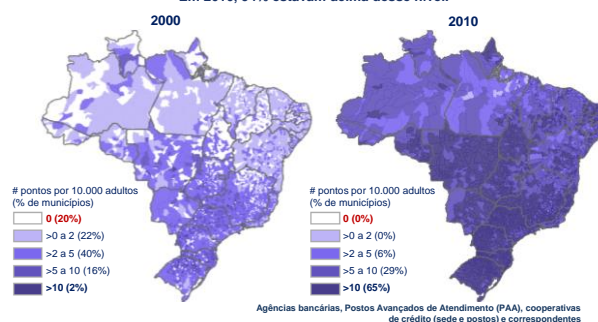
Emprego formal e taxa de desemprego



Com a demanda crescendo, no Brasil, universalizamos o acesso a serviços bancários durante a década passada, quando, em 2010, 100% dos mais de 5.500 municípios brasileiros passaram a contar com a cobertura *in loco* do sistema financeiro, a grande maioria com mais de cinco pontos de atendimento.

Aumento da cobertura geográfica

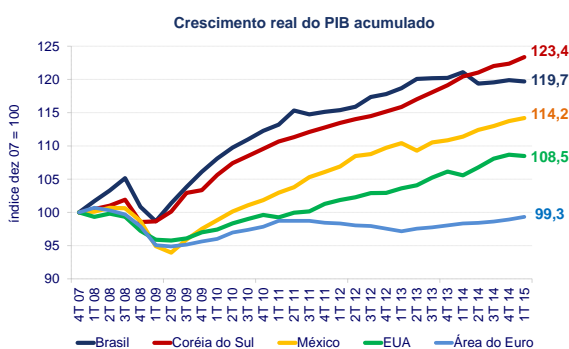
82% dos municípios tinham menos de 5 pontos por 10.000 adultos em 2000. Em 2010, 94% estavam acima desse nível.



Para uma região como a América Latina que vivenciou uma série de crises nos anos 80 e 90, tais avanços representaram uma guinada notável. De muitas maneiras, o Brasil simboliza o progresso econômico e social verificado em vários países emergentes nas últimas duas décadas quando eles souberam combinar as velhas lições sobre as condições necessárias e suficientes para o desenvolvimento: estabilidade macroeconômica como pilar fundamental para qualquer avanço que queira ser sustentável e estabilidade institucional e política à la Acemoglu-Robinson para melhorar a qualidade e o alcance das políticas sociais.

Nesse contexto, os países emergentes, e em especial o Brasil, puderam enfrentar a crise financeira global muito mais fortalecidos do que em crises anteriores. Graças aos colchões formados no período pré-crise, pudemos colocar em prática políticas anticíclicas eficazes logo após a eclosão da crise. As ações anticíclicas, muitas delas respondendo a apelos para uma ação anticíclica coordenada por todos os países do G20, foram sendo adotadas na medida em que a crise avançava e, de maneira geral, apresentaram resultados favoráveis. Um aspecto visível do sucesso dessas políticas talvez seja a recuperação em forma de V e bastante rápida depois do episódio mais aguda da crise com a falência do banco Lehman, e a resultante trajetória acumulada de crescimento do PIB brasileiro entre 2008 e 2015, em comparação às trajetórias das economias maduras e de algumas economias emergentes.

Crescimento desde a crise financeira global



Embora nosso arcabouço institucional e de políticas tenha demonstrado sua efetividade diante das primeiras fases da Grande Crise Financeira Global (a GFC na sigla em inglês), o Brasil e outros países emergentes têm enfrentado desafios crescentes nos últimos anos no bojo da crise. De fato, as fases posteriores da crise levantaram questões complexas que afetaram os países emergentes: estamos ou não em uma situação de “estagnação secular” nos países avançados? Ou estamos simplesmente ainda numa situação clássica de *balance sheet recession* (sobre-endividamento excessivo) que tende a consolidar um espírito recessivo e impede qualquer recuperação mais ousada? A resposta a essa questão tem obviamente reflexos para o crescimento e o potencial de exportações líquidas dos países emergentes.

Além disso, para os países emergentes, outros desafios decorrem de mudanças no ambiente externo, em particular, do possível fim ou pelo menos moderação do superciclo dos preços de *commodities*, com seus efeitos sobre nossos termos de troca. Apesar de ter um sistema produtivo industrializado e

diversificado, mais voltado para seu mercado interno e menos dependente das receitas de exportações do que países mais abertos comercialmente, o Brasil sofre impactos desse choque nos preços das *commodities*. No entanto, a manutenção de nosso sistema de câmbio livre continua a ser a forma mais eficiente de lidar com esse tipo de choque.

No Brasil, já começamos a constatar uma melhora no saldo de diversas contas que compõem as transações correntes, muito em virtude da reação dos agentes econômicos ao patamar mais depreciado da taxa de câmbio e à própria desaceleração econômica. Nos primeiros cinco meses do ano corrente, já observamos melhora nos resultados da balança comercial e da conta de viagens em relação ao mesmo período do ano anterior.¹ As remessas de lucros e dividendos nesse período correspondem a pouco mais da metade do que havia sido remetido nos cinco primeiros meses de 2014. Nossas projeções indicam que nosso *deficit* em transações correntes recuará mais de 20% entre 2014 e 2015 e será majoritariamente financiado pelo investimento direto no país.

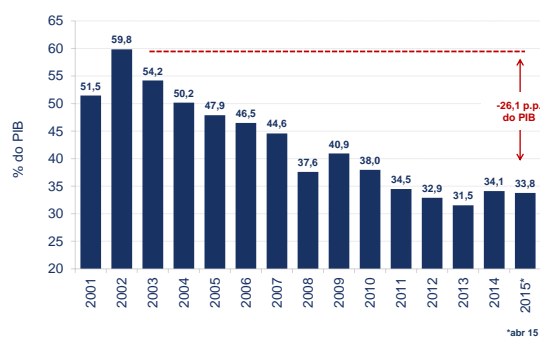
Outros desafios dizem respeito à necessidade de ajustes necessários e importantes no âmbito doméstico.

Um deles é a necessidade de recompormos o colchão fiscal consumido durante o uso de políticas anticíclicas para atenuar os efeitos contracionistas da crise global. A atual agenda da política fiscal tem logrado sucesso no enfrentamento desse desafio por meio de uma série de medidas que incluem: i) cortes de gastos, ii) redução de subsídios, iii) racionalização de políticas de transferências de renda e de bem-estar social, iv) aumento de tarifas públicas e recomposição de impostos regulatórios e, finalmente, v) redução de aportes do Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

¹ No acumulado do ano, o *deficit* da balança comercial passou de USD 5,8 bilhões para USD 3,3 bilhões e o da conta de viagens, de USD 7,7 bilhões para USD 5,8 bilhões.

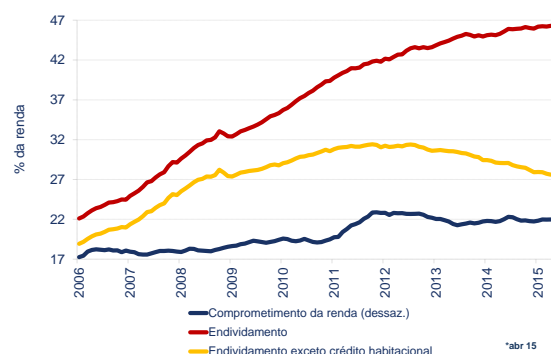
Nessa linha, posso assegurar que o governo brasileiro está comprometido com o cumprimento das metas fiscais de *superavît* primário estabelecidas para 2015, 2016 e 2017. Essa disciplina na consecução das metas fiscais levará à retomada da trajetória cadente para a dívida pública como proporção do PIB, fator primordial para assegurar a sustentabilidade da dívida, a retomada da confiança, a redução dos prêmios de riscos sobre nossos ativos e, finalmente, a retomada do caminho do crescimento econômico e do bem-estar social.

Dívida pública líquida



Outro desafio importante diz respeito ao processo de ajuste patrimonial das famílias brasileiras. Na esteira da inclusão social e financeira e do aumento de renda real da população, o endividamento das famílias como proporção da sua renda anual cresceu significativamente, até atingir patamares pouco acima de 46% nos quatro primeiros meses deste ano. Esse endividamento, entretanto, tem praticamente se estabilizado recentemente e é em grande parte resultado do acesso ao crédito imobiliário, a aquisição da casa própria pelas famílias brasileiras. No mesmo sentido, o comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida junto ao sistema financeiro, depois de atingir um pico em 2011, também tem se mantido razoavelmente estável, próximo ao patamar de 22% da renda.

Endividamento das famílias

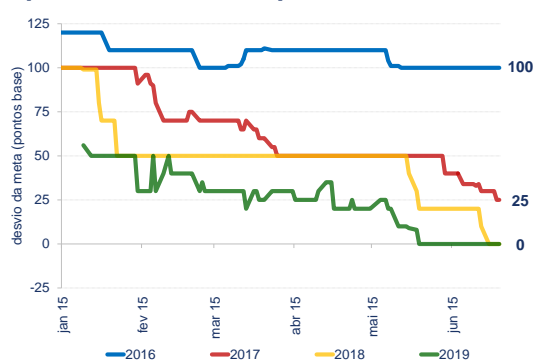


As famílias têm feito o ajuste patrimonial por meio da moderação no consumo, da redução no ritmo de tomada de crédito e da renegociação das dívidas com as instituições. Esse comportamento mais prudente das famílias é fundamental para que o serviço da dívida torne-se menos oneroso. Essa é uma condição

da regulação, eventuais disfunções, antes que seus efeitos danosos tragam risco ao sistema.

O ajuste mais visível para o cidadão brasileiro, no entanto, é o realinhamento de preços relativos ora em curso. O realinhamento ocorre simultaneamente em duas direções – preços domésticos em relação aos preços internacionais e preços regulados em relação aos preços de mercado. O efeito no curto prazo desse processo é de uma forte alta na inflação do ano corrente. No entanto, à medida que os ajustes prosseguem, observamos uma melhora sensível nas expectativas de mercado para a inflação em horizontes para além de 2015. No início do ano, a mediana das expectativas para a inflação de 2017 e 2018 se encontrava um ponto percentual acima do centro da meta que perseguimos atualmente e a mediana para 2019, cerca de meio ponto percentual acima. Atualmente, a de 2017 encontra-se 0,25 p.p. acima e as de 2018 e 2019 convergiram para 4,5% ao ano. Nesse período, a mediana das expectativas para 2016 recuou 0,20 p.p., apesar do crescimento significativo das expectativas para 2015.

Expectativas de IPCA para 2016-2019



A melhora das expectativas posteriores a 2015 demonstra o bom resultado da política monetária em circunscrever, a este ano, os efeitos de segunda ordem do realinhamento de preços, de maneira que não influenciem a inflação dos anos à frente.

Como temos reiteradamente comunicado, o nosso objetivo é trazer a inflação para o centro da meta no final de 2016, e assim o faremos. A nossa determinação na condução da política monetária permanece como fator muito importante para evitar que o forte efeito inflacionário do realinhamento dos preços relativos no curto prazo se transmitisse para horizontes mais longos. A desinflação esperada pelos agentes entre o corrente ano e o próximo, e o processo em curso de convergência das expectativas para o centro da meta

nos horizontes posteriores a 2016, conforme mencionei há pouco, mostra que estamos conseguindo atingir uma primeira etapa do nosso objetivo.

Com relação ao objetivo de trazer a inflação para o centro da meta de 4,5% no final de 2016, posso lhes afirmar que é esse a grande tarefa do Banco Central, que está focado para que não haja transmissão desses ajustes de preços relativos em 2015 para 2016 e que estes ajustes se circunscrevam a 2015. As razões para que isso de fato ocorra residem em vários fatores, a começar pela determinação e perseverança do Comitê de Política Monetária de impedir que essa transmissão da inflação mais alta do curto prazo para horizontes mais longos seja um elemento de retrocesso para a sociedade brasileira para com a qual o Banco Central do Brasil tem a obrigação de demonstrar a sua capacidade e cumprir o seu dever de preservar o poder de compra de nossa moeda.

Outros elementos também contribuem para que a inflação recue de forma mais rápida em 2016. Primeiro, a condução prudente da política fiscal aumenta a potência da política monetária. Segundo, como já mencionei, fatores importantes de suporte à demanda doméstica, como ganhos reais do rendimento do trabalho e crescimento da oferta de crédito, se mostram menos vigorosos no período em curso. Terceiro, a maior parte do ajuste dos preços regulados está se concretizando no primeiro semestre de 2015, e esperamos que esse processo se encerre antes do final deste ano. O quarto fator refere-se aos preços internacionais, onde temos observado certa tendência à moderação. Consideramos também que a atual desaceleração da atividade econômica no Brasil atenua o repasse da depreciação da taxa de câmbio para os preços domésticos. Por fim, mas não menos importante, os dados confirmam um processo de distensão no mercado de trabalho que vão contribuir para moderar pressões sobre a inflação.

Encerrando essa parte de minha apresentação, quero reafirmar que, por todos esses motivos, a política monetária no Brasil está e continuará vigilante para assegurar a convergência da inflação ao centro da meta em 2016. Os

resultados obtidos até o momento indicam que estamos no caminho correto mesmo se ainda não se mostram suficientes.

Olhando para o futuro, sabemos que o nosso conjunto de políticas tem desempenhado um papel importante para a manutenção da resiliência da economia brasileira a choques adversos.

No entanto, a garantia da estabilidade macroeconômica e financeira é uma condição necessária, mas não suficiente para o crescimento econômico sustentável no longo prazo. Um futuro com prosperidade depende de uma estratégia de crescimento equilibrado e inclusivo, que combine nossas vantagens óbvias nos setores de *commodities* com nosso tamanho, localização e estabilidade política. Exige a superação de gargalos à produção e a aceleração da taxa de crescimento da produtividade doméstica.

A boa notícia é que muitos desses desafios são bem conhecidos e estamos adotando reformas estruturais no lado da oferta para dar respostas a essas necessidades. Por exemplo, estão em elaboração ou em execução ações em várias frentes, como: i) um amplo programa de concessões focado na melhoria e expansão da infraestrutura; ii) programas voltados para desenvolver o capital humano, desde aqueles focados em capacitação profissional como aqueles destinados a promover intercâmbio de nossos estudantes com sistemas educacionais competitivos em relação à tecnologia e à inovação; iii) esforços para aumentar a importância dos mercados de capitais locais no financiamento de projetos de infraestrutura; e iv) reformas microeconômicas destinadas a melhorar o ambiente de negócios, tais como a simplificação do sistema tributário.

Essas reformas permitirão a superação de gargalos e uma alocação mais eficiente dos fatores de produção em nossa economia, aumentando, portanto, o investimento e a produtividade e criando assim maior espaço para um crescimento não inflacionário da absorção doméstica.

Quero finalmente dizer que temos consciência da importância que fundamentos macroeconômicos sólidos possuem para a redução de vulnerabilidades internas e externas e para fomentar o crescimento sustentável. Esse tema se torna mais relevante nesta atual conjuntura, em que estamos todos nos preparando para os desdobramentos da normalização das condições monetárias nos Estados Unidos.

A despeito de o Brasil, assim como outros países emergentes, estar sendo confrontado com um cenário global mais desafiador e volátil, tenho a convicção de que estamos no caminho certo ao implantar os ajustes já mencionados, pois eles estabelecerão as bases para a retomada de um crescimento econômico sustentável que permita a continuidade do progresso social brasileiro, com benefícios de longo prazo para essa e as futuras gerações.

Senhoras e senhores,

Agradeço pela atenção dispensada e muito obrigado.