



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**Brasília, 15 de setembro de 2015.**

**Pronunciamento do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil, na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado.**

Excelentíssimo Senhor Presidente da Comissão de Assuntos Econômicos,  
Senador Delcídio do Amaral,

Excelentíssimos Senhor Vice-Presidente desta Comissão, Senador Raimundo  
Lira,

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

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, assim como para atender aos requerimentos CAE nºs 22 e 23, de 2015, ambos de autoria do Excelentíssimo Senador Ricardo Ferraço.

Antes de abordar os aspectos que considero relevantes sobre o cenário externo, a economia brasileira e a condução da política monetária, informo que, em relação ao Requerimento 22/2015, após meu pronunciamento inicial, o Diretor Aldo Mendes, conforme convite desta Comissão, estará à disposição para debater com Vossas Excelências os assuntos de câmbio aos quais faz referência.

Quanto ao Requerimento 23/2015, sobre política econômica e suas repercussões para sociedade, o meu pronunciamento versará sobre as políticas econômicas que estão sendo conduzidas no âmbito do corrente ajuste macroeconômico, em especial, sobre a política monetária. Penso que este pronunciamento inicial já abordará em grande medida o tema objeto do requerimento. Nada obstante, ao final estarei à disposição para debater em maior profundidade as questões que Vossas Excelências considerarem pertinentes.

Para começar, tratarei do contexto internacional em que o corrente ajuste macroeconômico ocorre.

A economia global deve expandir-se a um ritmo pouco acima dos 3% em 2015, não muito diferente do desempenho observado em 2013 e 2014. As perspectivas continuam indicando recuperação da atividade em algumas

economias maduras, enquanto as maiores economias emergentes passam por processos de ajustes que levam à moderação da atividade econômica.

Nos Estados Unidos, discute-se o momento em que o processo de normalização das condições monetárias resultará em aumento da taxa básica de juros, que pode ocorrer em função da avaliação do estado da recuperação em curso da economia americana. Há mais vigor no mercado de trabalho, mas a inflação permanece abaixo do patamar de 2% ao ano. Esse quadro, juntamente com as recentes turbulências nos mercados internacionais, tem alimentado incertezas quanto ao momento do início do processo de aumento da taxa de juros. De qualquer forma, a autoridade monetária norte-americana tem enfatizado que os aumentos da taxa de juros, quando ocorrerem, se darão de forma gradual e cautelosa.

No entanto, como tenho enfatizado, esse processo é complexo e é natural que venha a ser acompanhado por certa dose de volatilidade.

Na Europa, as taxas de crescimento do PIB nos dois primeiros trimestres de 2015 são sinais de que os estímulos monetário e financeiro, adotados em um cenário com risco de deflação, junto com o baixo nível do preço do petróleo, foram fatores determinantes para sustentar a recuperação econômica, a despeito das incertezas causadas pela crise grega. Porém, há preocupações em relação à continuidade da recuperação diante dos desenvolvimentos externos mais recentes.

Na Ásia, prossegue a transformação do modelo econômico chinês, em meio a uma série de desafios. Desdobramentos recentes ilustraram esses desafios e contribuíram para ampliar a volatilidade nos mercados internacionais. Entretanto, as autoridades daquele país seguem mostrando disposição em levar adiante a transição para um modelo econômico mais equilibrado entre investimento e consumo.

A conjunção das incertezas em relação à China e ao processo de normalização das condições monetárias nos EUA, combinada com a queda dos preços das *commodities*, cria um ambiente especialmente desafiador para as economias emergentes. Esse contexto se reflete na deterioração dos termos de troca, na depreciação nos preços de ativos e em condições de financiamento mais rígidas para a maioria das economias emergentes.

Nesse contexto, o momento atual demanda determinação para a economia brasileira continuar seu processo de ajuste. Nos últimos anos utilizamos parte do nosso espaço de política fiscal para mitigar os efeitos adversos da crise financeira internacional em nossa economia. Agora precisamos recompô-lo para enfrentar o ambiente global desfavorável que acabo de descrever. Quero ressaltar que o fortalecimento de nossos fundamentos econômicos será crucial para o desempenho de nossa economia, especialmente em momentos de aumento da aversão a risco nos mercados internacionais.

A situação tornou-se mais desafiadora após a retirada do grau de investimento dos títulos soberanos brasileiros por uma das grandes agências de avaliação de risco. Por isso, reforço a necessidade de prosseguir com determinação e perseverança no processo de ajustes e de fortalecimento da resiliência de nossa economia.

Para enfrentar esse ambiente, o Brasil tem seguido a receita padrão ao reforçar o arcabouço de política econômica no sentido de consolidar fundamentos macroeconômicos sólidos. O tripé formado por regime de câmbio flutuante, disciplina fiscal e sistema de metas para a inflação já se mostrou eficaz, inclusive em outros momentos mais críticos.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

Passarei agora a tecer algumas considerações sobre o estado atual da economia brasileira, com destaque para os necessários ajustes em curso nas áreas externa, fiscal e monetária, nos quais já notamos algum progresso.

Como é esperado em qualquer processo de ajuste macroeconômico, em países avançados ou emergentes, os custos e os resultados desses ajustes se materializam de forma descasada ao longo do tempo, sendo que o ônus associado aos ajustes aparece de forma mais rápida que os respectivos benefícios. Na verdade, trata-se de um problema clássico de política econômica: a geração de benefícios no médio e longo prazo passa pela assunção de custos no curto prazo. Nesse processo, a percepção negativa no período inicial do ajuste frequentemente distorce a visão de médio e longo prazo dos agentes, seja em relação à retomada do crescimento econômico, seja quanto à convergência da inflação para a meta.

Começo tratando do ajuste no setor externo. A queda do preço internacional das *commodities* tem impactado adversamente o valor das exportações brasileiras. Entretanto, o mecanismo de ajuste clássico em situações de deterioração dos termos de troca, representado pela depreciação cambial em termos reais, tem atuado em nossa economia. Quando medido em moeda nacional, verifica-se que o preço das *commodities* tem aumentado recentemente.

Outro efeito da depreciação cambial é tornar a economia doméstica mais competitiva e mais atrativa a investidores nacionais e estrangeiros.

A depreciação cambial, ainda que de forma defasada, também deve favorecer o setor manufatureiro, aumentando sua competitividade internacional. Os custos domésticos das empresas, quando medidos em dólares, apresentam trajetória descendente. Assim, as exportações devem assumir papel crescente como fator de dinamismo econômico neste e nos próximos anos.

Por sua vez, as importações respondem às atuais condições de atividade econômica doméstica e à depreciação da moeda nacional. O processo de substituição de produtos importados por bens produzidos no país favorece tanto o saldo comercial quanto a atividade econômica.

O comportamento das exportações líquidas tem melhorado, apesar da deterioração dos termos de troca. Desde março, o saldo mensal da balança comercial tem sido sistematicamente positivo. As outras duas principais contas que compõem as transações correntes — as contas de serviços e de renda primária — também têm reagido favoravelmente. Como resultado, o saldo das transações correntes apresenta trajetória ascendente ao longo do ano. Diante disso, nossas projeções indicam que o *deficit* em transações correntes recuará mais de 30 bilhões de dólares em 2015, o que representa quase um terço de redução sobre o montante de 2014, e continuará a ser majoritariamente financiado por investimento direto no país.

Do ponto de vista das Contas Nacionais, pela primeira vez desde 2005, o setor externo está contribuindo de forma positiva para o crescimento do PIB.

Quero ressaltar que, diferentemente de episódios anteriores, a significativa depreciação da moeda nacional não tem sido fator de geração de

desequilíbrios e de instabilidade financeira. Essa situação contrasta com a vivenciada em outros momentos da história brasileira ou em outros países, quando a depreciação cambial gerou desequilíbrios patrimoniais consideráveis nos setores público e privado, que, por sua vez, se transformaram em importantes desequilíbrios macroeconômicos.

Em outras palavras, a economia brasileira está bem menos exposta a riscos cambiais do que esteve no passado. Desde 2007, o setor público é credor em moeda estrangeira.

Essa mudança não foi ao acaso, mas decorreu de um conjunto de políticas implantadas para aumentar a resiliência da economia em momentos de turbulência. Destaco aqui a acumulação de reservas internacionais cuja contribuição para a economia brasileira ocorre de diferentes maneiras e em diferentes momentos. Depois de ter funcionado como pilar fundamental para o enfrentamento da crise financeira global, as reservas têm permitido mitigar os efeitos da expectativa do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos e os efeitos iniciais da mencionada revisão da nota dos títulos soberanos brasileiros.

Além de representarem um colchão de proteção cuja importância tem sido reiteradamente reconhecida, inclusive pelas agências de avaliação de risco, em particular, as reservas internacionais permitiram a implantação do programa de *swap* cambial, que tem sido fundamental para preservar a estabilidade financeira, ao oferecer proteção aos agentes econômicos contra a depreciação cambial do real.

O instrumento do *swap* cambial possui característica que torna a atuação do Banco Central diferenciada quando comparada à maioria dos outros bancos centrais, ao nos permitir prover proteção cambial aos agentes econômicos com liquidação das transações em nossa própria moeda, sem perda de reservas internacionais.

No entanto, para podermos fazer isso confortavelmente, é necessário que o balanço do Banco Central seja beneficiado liquidamente pela depreciação da taxa de câmbio. É o que ocorre atualmente, pois o valor das reservas internacionais é mais de três vezes superior ao valor nominal dos contratos de *swap*. Ou seja, a depreciação cambial traz resultado positivo para o setor público consolidado.

Portanto, o País tem instrumentos que, combinados com uma regulação e uma supervisão financeira rigorosas, estão nos permitindo atravessar esse período complexo sem aumento significativo de riscos no sistema financeiro e na economia real.

No que se refere ao comportamento de preços, além do ajuste dos preços domésticos em relação aos internacionais, a economia brasileira também está passando por intenso ajuste de alguns preços regulados em relação aos livres. Em particular, os preços de energia elétrica subiram quase 50% em 2015, refletindo os custos incorridos no setor.

A correção desses preços teve, como efeito, forte alta da inflação no ano corrente, mas, por outro lado, reduziu as incertezas quanto ao momento em que referidos ajustes seriam feitos, o que vinha comprometendo as expectativas de inflação num horizonte de mais longo prazo.

Outro ajuste fundamental por qual passa a economia brasileira é o processo de recomposição do colchão fiscal. A atual agenda da política fiscal tem enfrentado esse desafio por meio de uma série de medidas que incluem, entre outras, cortes de gastos, redução de subsídios, aumento de tarifas públicas e recomposição de impostos regulatórios.

Tendo em conta que o processo de recuperação dos resultados fiscais tem ocorrido em velocidade inferior à inicialmente prevista, é fundamental que seja mantida determinação para a retomada de resultados primários positivos. Considerando que o ajuste fiscal também possui suas próprias defasagens entre a discussão e a adoção das medidas e seus resultados, quanto mais tempestiva for a implementação do processo em curso, mais rápida será a retomada de uma trajetória favorável para a dívida pública e para a confiança de famílias e empresas.

Uma trajetória de geração de *superavit* primários que fortaleça a percepção de maior sustentabilidade do balanço do setor público é fundamental para o ambiente macroeconômico e, portanto, para o crescimento sustentável à frente.

Trajetórias fiscais que afetem de forma negativa as expectativas dos agentes e, conseqüentemente, o preço de ativos, contribuem para criar uma percepção menos positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo.

Por outro lado, o momento deve ser aproveitado para repensar as estruturas de tributos e de gasto público, tanto numa perspectiva de melhora dos resultados fiscais no curto, médio e longo prazos, quanto de melhora na eficiência econômica e de impactos para o crescimento do produto no longo prazo.

Vemos esse conjunto de medidas como condição necessária para fortalecer nossos fundamentos macroeconômicos. Contudo, a construção de um futuro mais próspero requer ações em outras frentes, de forma a superar gargalos estruturais à produção, acelerar a taxa de crescimento da produtividade e ampliar a oferta da economia.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

Vou me ater agora a questões atinentes à condução da política monetária.

Como destaquei anteriormente, os ajustes de preços relativos representados pelo fortalecimento do dólar e pelo aumento dos preços administrados têm colocado importantes desafios à condução da política monetária.

Esses ajustes de preços relativos fazem com que a inflação se eleve no curto prazo. A inflação acumulada em doze meses está atingindo seu pico neste trimestre e deve permanecer elevada até o final de 2015, requerendo determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. Nesse sentido, a política monetária pode, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem decorrentes desses ajustes de preços.

O comportamento de indicadores de expectativas de médio e longo prazo mostra que a estratégia de política monetária está na direção correta. No início do ano, as medianas das expectativas para a inflação no período de 2017 a 2019 encontravam-se muito acima do nível de 4,5% ao ano. Atualmente, verifica-se convergência das expectativas para esse patamar em todo esse intervalo. Para 2016, a mediana das expectativas recuou nesse período, a despeito do crescimento significativo da inflação observada e das expectativas para 2015.

Em 2016, os números da inflação impactados pelo realinhamento de preços relativos cederão lugar a valores que refletirão melhor o estado corrente das condições monetárias, levando a forte queda na inflação anual já nos primeiros

meses do ano. Por exemplo, o realinhamento dos preços de energia elétrica ocorreu no primeiro semestre do ano corrente, e seus efeitos deixarão de impactar a inflação acumulada em doze meses ao longo do primeiro semestre de 2016.

Além disso, o processo de ajuste macroeconômico em curso, intensificado por eventos não econômicos, contribuirá para uma dinâmica mais favorável da inflação. Nesse contexto, a manutenção do atual patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, é condição necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016.

O cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se mantido, apesar de certa deterioração no balanço de riscos. Os avanços alcançados no combate à inflação — a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo — mostram que a estratégia de política monetária está na direção correta. Nessa ótica, certos riscos remanescentes para que as projeções de inflação do Copom atinjam com segurança o objetivo de 4,5% no final de 2016 são condizentes com o efeito defasado e cumulativo da ação de política monetária. De outro lado, elevações recentes de prêmios de risco, que se refletem nos preços de ativos, exigem que a política monetária se mantenha vigilante em caso de desvios significativos das projeções de inflação em relação à meta.

Ressalto que a melhor forma de proteger de maneira consistente o poder de compra dos salários é trazer a inflação para a meta de 4,5% no final de 2016, que é o compromisso do Banco Central do Brasil. A história brasileira nos ensinou reiteradamente que níveis elevados de inflação corroem o poder de compra dos salários e desorganizam o funcionamento da economia.

Na fase em que estamos atravessando, quando ocorrem simultaneamente queda da atividade econômica e aumento da inflação, a percepção imediata dos agentes econômicos é naturalmente afetada pelos custos inerentes ao processo de ajustamento, por serem correntes e mais palpáveis. Entretanto, à medida que a inflação arrefecer e o ambiente de estabilidade macroeconômica se consolidar, a percepção tenderá a mudar, melhorando o estado de confiança dos agentes econômicos.

Os ajustes em curso são fundamentais para estabelecer bases sólidas para a retomada sustentável do crescimento, eliminando distorções e vulnerabilidades que poderiam adiar a recuperação econômica.

À medida que os ajustes se materializarem, alguns fatores de dinamismo tenderão a ganhar tração. Como mencionado anteriormente, as exportações líquidas devem ser um importante componente para a atividade econômica. Além disso, o processo de convergência da inflação para a meta ajuda a reduzir as incertezas e amplia o horizonte de planejamento dos agentes, melhorando o ambiente macroeconômico e, com isso, estimulando o investimento privado. Devemos lembrar ainda que o próprio processo de ajuste de preços relativos, a despeito dos seus efeitos de curto prazo sobre a inflação, aumenta a eficiência da alocação de recursos, condição necessária para a recuperação da produtividade e do crescimento sustentável.

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. O sistema continua bem capitalizado e líquido, com baixos índices de inadimplência relativamente baixos e composto por instituições bem provisionadas e pouco dependentes de recursos externos. Numa análise prospectiva, a solidez do nosso sistema financeiro será um fator que contribuirá para a recuperação de níveis sustentáveis de crescimento à frente.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

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, com resultados melhores para o PIB já em 2016, o que permitirá a continuidade do progresso social brasileiro, com benefícios de longo prazo para esta e para as futuras gerações.

No contexto atual, de maior incerteza e volatilidade nos mercados, a principal contribuição do Banco Central é continuar trabalhando para proteger o poder de compra da moeda, condição indispensável para a estabilidade econômica.

Para isso, a manutenção do atual patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, é condição necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016.

Por outro lado, o Banco Central também contribuirá cumprindo sua missão institucional de assegurar um sistema financeiro sólido e eficiente, que apoie o crescimento do lado real da economia e promova cidadania e estabilidade financeiras.

Essas foram as minhas considerações iniciais.

Coloco-me à disposição de Vossas Excelências para prestar os esclarecimentos adicionais que considerarem necessários.