



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Brasília (DF), 15 de dezembro de 2015.

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

Excelentíssimo Senhor Presidente em exercício da Comissão de Assuntos Econômicos, 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.

Aproveitarei essa oportunidade como de praxe para trazer nossa avaliação sobre as condições atuais e perspectivas futuras das economias internacional e doméstica, nesse último caso, mais especificamente no que tange à inflação e à política monetária.

A economia global deve continuar a expandir-se a um ritmo moderado. Por um lado, as economias avançadas devem apresentar recuperação gradual da atividade. Por outro, os ajustes por que passam as maiores economias emergentes devem moderar o ritmo de crescimento de seu produto interno bruto.

O Brasil tem sido afetado por dois importantes movimentos na economia internacional.

Entre as economias avançadas, o início do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos, que pode ocorrer na reunião de amanhã do FED, tem levado ao fortalecimento do dólar norte-americano. Ainda que a expectativa seja de que esse ciclo de aumento da taxa de juros americana será gradual e cauteloso, trata-se de processo complexo para o qual não se consegue prever a reação efetiva dos mercados.

Entre as economias emergentes de maior destaque, a desaceleração do crescimento econômico na China e a incerteza quanto à sua intensidade impactam desfavoravelmente os preços internacionais de commodities e contribuem para a piora de nossos termos de troca com o exterior.

Além desse impacto nos termos de troca, esse cenário especialmente desafiador para as economias emergentes se reflete na depreciação de suas moedas, na redução nos preços de seus ativos e em condições de financiamento mais rígidas para a maioria desses países.

O ambiente doméstico, como sabem Vossas Excelências, tem sido impactado por ajustes nas áreas externa, fiscal e monetária.

O natural descasamento temporal dos efeitos dos ajustes faz com que os custos sejam percebidos pela sociedade antes dos seus benefícios, levando a certo questionamento das medidas necessárias para a consecução dos objetivos desse processo de 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.

A eventual postergação dos ajustes não traria benefícios à sociedade, pois ampliaria o círculo vicioso de incerteza, perda de confiança, adiamento de investimentos e reprecificação de ativos. Esse resultado aprofundaria a queda da atividade econômica e ampliaria o prazo de implementação e o custo do próprio ajuste, culminando no adiamento do início da recuperação econômica. No limite, esse atraso poderia comprometer fundamentos ainda sólidos da economia brasileira.

Para evitar esse resultado indesejado é preciso ter claras as razões e a dinâmica de implantação dos ajustes no tempo. Clareza e determinação são elementos essenciais para o sucesso desse processo, inclusive para reduzir sua duração e seus custos econômicos.

Até o momento, alguns progressos decorrentes desses importantes e necessários ajustes já podem ser notados. Nesse sentido, tratarei agora do ajuste do setor externo brasileiro.

A redução dos preços internacionais das commodities que mais exportamos tem levado à piora dos nossos termos de troca, ou seja, a uma relação mais desfavorável entre os preços dos produtos exportados pelo país e os preços de nossas importações.

Os termos de troca do Brasil têm se deteriorado desde meados de 2011, o que tem feito com que menos produtos possam ser importados com a receita da mesma quantidade exportada.

Dentro de nossa abordagem de tripé macroeconômico, o regime de câmbio flutuante atuou como primeira linha de defesa nesse período, levando à depreciação cambial em resposta à deterioração dos termos de troca. Não é por coincidência que o processo de depreciação cambial também tenha se iniciado em 2011.

Os preços de várias commodities 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.

Nesse contexto, podemos destacar os seguintes progressos advindos do ajuste do setor externo da economia brasileira:

- a balança comercial apresenta US\$13 bilhões de superávit até novembro, comparativamente a déficit de US\$4,1 bilhões em igual período de 2014;
- as quantidades vendidas ao exterior cresceram cerca de 7% nos primeiros dez meses deste ano, enquanto as importações, também em quantidade, caíram quase 14%, no mesmo período, o que tem colaborado para que, depois de dez anos, o setor externo volte a apresentar contribuição líquida positiva ao crescimento do país;
- 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 transações correntes em 2015, uma diminuição de 37% sobre 2014.

Os ganhos de competitividade desse processo para a economia nacional são claros. Por exemplo, destaca-se 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 importações, favorecendo a balança comercial e a atividade econômica.

Evidências setoriais desse processo já podem ser vistas em alguns segmentos da indústria de transformação, enquanto a maior parte dos efeitos no setor manufatureiro ainda está por vir, principalmente devido à natural defasagem na resposta das exportações desse setor.

A depreciação da taxa de câmbio também torna a economia doméstica mais atrativa a investidores nacionais e estrangeiros.

Mesmo em um ano de contração econômica, a economia brasileira continua atraindo montantes significativos de capitais internacionais na forma de investimentos diretos no país (IDP).

O Banco Central projeta IDP da ordem de US\$65 bilhões em 2015, o que demonstra a confiança dos investidores internacionais em nossa economia.

Este volume de investimentos diretos no país será suficiente para cobrir o déficit em transações correntes de 2015. Essa tendência positiva deverá ser ainda mais acentuada em 2016.

É importante destacar uma diferença fundamental no atual ajuste do setor externo em relação ao que ocorreu em outros episódios semelhantes. A mesma depreciação cambial que gerava importantes impactos macroeconômicos negativos no passado, atualmente não causa desequilíbrios patrimoniais ou instabilidade financeira.

A principal razão para a menor exposição do país a riscos cambiais foi a acumulação e a manutenção de um importante colchão de reservas internacionais.

Desde 2007, o setor público brasileiro é credor líquido em moeda estrangeira. Graças a essa condição, atualmente cada ponto percentual de depreciação cambial do real reduz a dívida líquida do setor público em mais de R\$12 bilhões ou o equivalente a 0,2 ponto percentual do PIB.

Em síntese, o ajuste no setor externo está se processando com rapidez e beneficiando a economia brasileira na medida em que é fonte de crescimento da produção para importantes setores da economia; atrai investimentos estrangeiros, favorecendo a expansão da capacidade da economia; e contribuirá para que a retomada do crescimento econômico ocorra sem gerar desequilíbrios nas contas externas, o que poderia comprometer a própria recuperação.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras,

Excelentíssimos Senhores Senadores.

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

O reestabelecimento de uma trajetória de resultados primários que leve à estabilização e à posterior redução da relação entre a dívida pública e o PIB é condição sine qua non para a criação de uma percepção positiva sobre o ambiente econômico; para a recuperação da confiança dos agentes; para a melhoria da competitividade; para a ancoragem das expectativas de inflação; e, por fim, para o estabelecimento das bases para a retomada do crescimento econômico sustentável.

Importantes passos já foram dados nesse sentido, como a contenção de 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.

Algumas medidas de cunho fiscal ainda estão em discussão no Congresso Nacional e temos plena confiança de que a Casa tomará as decisões mais apropriadas para a conjuntura atual do país.

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

Excelentíssimas Senhoras Senadoras,

Excelentíssimos Senhores Senadores.

No lado monetário, a inflação tem sido afetada fortemente pelo fortalecimento do dólar norte-americano e pelo aumento dos preços administrados em relação aos livres.

Não obstante o fraco desempenho da atividade econômica, o efeito conjunto desses dois processos de recomposição de preços relativos é a elevação da inflação no curto prazo, que coloca importantes desafios para a condução da política monetária.

A inflação acumulada em doze meses está atingindo o seu pico, impactada, especialmente, pela inflação de preços administrados, que acumula quase 18% nos últimos doze meses, até novembro.

Entretanto, a realização plena do ajuste de preços administrados em 2015 deverá levar a uma importante queda na inflação desses preços no próximo ano. Esse é claramente o caso do realinhamento dos preços de energia elétrica, ocorrido majoritariamente no primeiro semestre do corrente ano.

Em 2016, observaremos maior convergência entre a variação dos preços administrados e dos livres, o que já se expressa nas expectativas de mercado coletadas pelo Banco Central e divulgadas no Boletim Focus. Além disso, a inflação deverá refletir melhor o estado da atividade econômica e das condições monetárias.

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

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

Porém, ainda há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição. Ademais, 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, que se refletem nos preços de ativos e na depreciação mais intensa da taxa de câmbio, e 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. Em menor medida, essa elevação nas expectativas também se reflete nas projeções de mercado para 2017 e 2018.

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

Nesse contexto desafiador, independentemente do contorno das demais políticas, o Banco Central adotará as medidas necessárias para assegurar o

cumprimento dos objetivos do regime de metas para a inflação em 2016, circunscrevendo a inflação aos limites de tolerância estabelecidos pelo CMN, e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em 2017.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras,

Excelentíssimos Senhores Senadores.

Aproveito esta oportunidade para confirmar pronunciamento recente sobre um tema que tem sido objeto de discussão entre analistas.

Alguns alegam que o Brasil estaria vivenciando uma situação de “dominância fiscal”, que tornaria a política monetária ineficaz, afetando, assim, as decisões do Banco Central. De acordo com essa visão, estaríamos numa situação extrema de insustentabilidade temporal da posição fiscal que anularia qualquer tentativa da autoridade monetária em usar a política de juros no controle da inflação.

Em determinada versão dessa visão, a deterioração fiscal causada por aumentos na taxa de juros provocaria elevação nos prêmios de risco e depreciação cambial adicional, aumentando a inflação em vez de reduzi-la.

Outra vertente considera que 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 na área fiscal não podem ser extrapolados mecanicamente como sendo aqueles a vigorar no médio e longo prazos, mesmo porque a receita tributária corrente 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, os atrasos e incertezas envolvidos nesse processo têm sido um elemento desafiador para a condução da política monetária no Brasil.

Em particular, os efeitos da revisão das metas fiscais sobre os preços dos ativos no terceiro trimestre deste ano levaram a revisão para cima das expectativas de inflação.

Esse fato, 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 realidade, os atrasos no ajuste fiscal contribuíram para postergar o horizonte de convergência da inflação para 4,5%, 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.

Reafirmo que 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.

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 mais longas ao ancorar as expectativas de inflação de longo prazo, concorrendo assim para reduzir, e não ampliar, o custo de 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.

Em uma visão bastante pragmática, 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 em 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.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras,

Excelentíssimos Senhores Senadores.

Na fase em que estamos, quando ocorrem simultaneamente queda da atividade econômica e inflação alta, a percepção imediata dos agentes econômicos é naturalmente afetada pelos custos inerentes ao processo de ajustamento, por serem correntes e palpáveis.

Entretanto, à medida que os ajustes se concretizarem, alguns fatores de dinamismo tenderão a ganhar tração. Como mencionado anteriormente, as exportações líquidas devem ser um importante componente para impulsionar a atividade econômica.

Além disso, o processo de convergência da inflação para a meta ajudará a reduzir as incertezas e ampliará o horizonte de planejamento dos agentes, melhorando o ambiente macroeconômico e, com isso, estimulando o investimento e o consumo privados.

Devemos lembrar que o próprio processo de ajuste de preços relativos, a despeito dos seus efeitos de curto prazo sobre a inflação, aumenta a eficiência na 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 índices de inadimplência controlados, níveis adequados de provisionamento e instituições pouco dependentes de recursos externos. Numa análise prospectiva, a solidez do nosso Sistema Financeiro continua sendo um fator que contribuirá para a recuperação de níveis sustentáveis de crescimento à frente.

Para além desse conjunto de medidas, a construção de um futuro mais próspero requer ações em outras frentes para superar gargalos estruturais à produção, acelerar a taxa de crescimento da produtividade e ampliar a capacidade de oferta da economia.

Não podemos perder de vista a necessidade premente de buscarmos novos motores de crescimento. É importante se ter em mente que a produtividade precisa crescer mais vigorosamente no país. Para que isso ocorra é necessário dar curso a ações que tornem o ambiente de negócios mais receptivo ao investimento privado. O crescimento sustentável do emprego e a melhoria de salários dependem de empresas competitivas e lucrativas.

Nesse sentido, o Governo está buscando soluções para melhorar a infraestrutura, diminuir a burocracia para o funcionamento das empresas, racionalizar a legislação tributária e incentivar o financiamento de longo prazo. Com sucesso nessas ações, os ganhos de produtividade tenderão a proporcionar ciclos de crescimento e de desenvolvimento mais duradouros.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras,

Excelentíssimos Senhores Senadores.

A consolidação do processo de transformação econômica 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 considerações iniciais.

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