



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Rio de Janeiro, 16 de maio de 2014.

Discurso de Encerramento do Presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, no XVI Seminário Anual de Metas para a Inflação

I. INTRODUÇÃO

Senhoras e senhores

É com grande prazer que faço o pronunciamento de encerramento de mais um Seminário Anual de Metas para a Inflação promovido pelo Banco Central, comemorando uma data especial neste ano: os quinze anos da adoção do regime de metas para a inflação no Brasil.

Gostaria de agradecer, em nome do Banco Central, a todos os expositores e coordenadores que prontamente aceitaram o convite para participar deste Seminário. As exposições e os debates nesses dois dias foram extremamente valiosos.

II. CENÁRIO ECONÔMICO MUNDIAL

Senhoras e senhores

Mais de cinco anos após a quebra do Lehman Brothers, o que marcou o auge da crise financeira global de 2008, a economia mundial ainda vive um período de transição. A diferença agora é que há sinais, ainda que incipientes, de consolidação da recuperação, com a melhora de perspectivas nas principais economias avançadas, sugerindo que o fim desse período de transição pode estar próximo.

Mas, antes que um novo ciclo de crescimento sustentável possa se iniciar, questões de curto e médio prazos ainda precisam ser equacionadas.

O crescimento da economia americana está se consolidando após vários anos de instabilidade. A melhora dos fundamentos econômicos, principalmente o ajuste do setor imobiliário e a redução da alavancagem do setor privado, dá suporte a um nível de crescimento um pouco mais vigoroso. O processo de normalização das condições monetárias e financeiras já se iniciou nos Estados Unidos. Mas há ainda um longo e desconhecido caminho a se percorrer, o qual precisa ser trilhado com cautela e flexibilidade, para evitar que essa recuperação seja interrompida.

A Área do Euro também dá algum sinal de recuperação. Os países mais afetados pela crise estão realizando fortes ajustes estruturais, o que deve ensejar o aumento de competitividade e a melhora nas perspectivas de crescimento dessas economias.

O bloco conseguiu avanços importantes em várias questões cruciais para a sobrevivência da união monetária, inclusive na questão da regulação e supervisão bancária, embora

ainda reste muito trabalho a ser feito. Enfim, a Área do Euro deverá crescer em 2014, após 2 anos de recessão, embora seja um crescimento tímido, heterogêneo entre os países do bloco e permaneça ainda o receio de deflação.

A economia japonesa passa por renovado otimismo com as políticas de crescimento adotadas no ano passado. No entanto, a situação do país talvez seja a mais complexa e desafiadora, pois os problemas de crescimento e de deflação antecedem em muito a crise econômica e estão, de certa forma, cristalizados na macroeconomia do país.

As economias emergentes seguem com crescimento mais elevado que as avançadas, mas muitos países vêm apresentando desaceleração, o que, de certa forma, deve ser visto com naturalidade.

A China consolida um ritmo de crescimento no patamar de 7% a 7,5% ao ano. É um crescimento inferior à média observada nos últimos quatorze ou quinze anos, mas que representa, hoje, contribuição maior para a economia mundial.

A maioria das economias da América Latina continua com boas perspectivas de crescimento, apesar da desaceleração nos últimos anos.

Alguns países da região têm sido afetados pela redução do ritmo de crescimento e redirecionamento da demanda na China e suas implicações sobre o preço das commodities. Não obstante, os termos de troca, em geral, continuam em patamares historicamente elevados.

Mas o principal destaque da América Latina de hoje é que, em contraste com o observado em décadas passadas, quando a região sempre esteve vulnerável a episódios de volatilidade nos mercados internacionais, atualmente, a maior parte dos países apresenta fundamentos econômicos e financeiros sólidos e melhores condições de assegurar a estabilidade.

Em síntese, a economia mundial ainda está em transição, mas há sinais de que sua recuperação esteja se consolidando e de que a crise financeira de 2008, aos poucos, vai ficando para trás.

III. A “NOVA NORMALIDADE”

No entanto, superado o período de transição, para onde vai a economia mundial? Qual será a sua “Nova Normalidade”?

Esse é um tema que tem dominado os foros internacionais de bancos centrais dos quais participo.

Trata-se ainda de discussão sobre o futuro, sobre como será a economia mundial após esse período de transição que estamos vivenciando agora e sobre as suas implicações para a condução das políticas monetárias e para os próprios bancos centrais.

O debate está intenso. Já há alguns consensos, entre eles o de que a estabilidade de preços no longo prazo continua sendo o principal objetivo dos bancos centrais. E que a estabilidade financeira é condição necessária para a estabilidade macroeconômica¹, e que por isso deve ser considerada explícita ou implicitamente como parte do mandato dos bancos centrais.²

No entanto, ainda há várias questões em aberto.

A principal pergunta é se a "Nova Normalidade" representa retorno ao padrão pré-crise ou novo ponto de equilíbrio?

Questiona-se, por exemplo, qual será a nova relação de equilíbrio entre as principais variáveis macroeconômicas, como crescimento, inflação e desemprego. Há teses que atribuem o lento processo de normalização dessas variáveis aos efeitos persistentes da crise ou mesmo das políticas adotadas nesse período.³ Outras teses apontam para mudanças estruturais profundas nas economias avançadas.⁴

Questiona-se também quais instrumentos não convencionais de política monetária, em especial, o *forward guidance* e a utilização dos balanços dos bancos centrais,⁵ continuarão a fazer parte do ferramental dos bancos centrais na "Nova Normalidade".

O *forward guidance*, por exemplo, foi e está sendo importante para ancorar as expectativas quanto à trajetória futura da taxa de política monetária.⁶

A utilização dos balanços dos bancos centrais, por sua vez, foi importante para comprimir os prêmios de alongamento (*term premia*).

¹ Ver Tombini (2012).

² Bayoumi et al (2014), que faz uma revisão da discussão sobre a "Nova Normalidade" no que concerne à política monetária e aos bancos centrais, identifica como consenso que o principal objetivo dos bancos centrais continua sendo a estabilidade de preços. Mishkin (2013) afirma que os bancos centrais devem sim adotar políticas visando a estabilidade financeira. Smets (2013), por sua vez, considera que a estabilidade financeira deve fazer parte dos mandatos dos bancos centrais, mas argumenta que a estabilidade de preços continua sendo a prioridade das autoridades monetárias.

³ Reinhart & Rogoff (2009) argumenta que recuperações de recessões com crises financeiras costumam ser mais lentas, enquanto Taylor (2014) defende que o baixo crescimento é consequência de políticas monetárias excessivamente discricionárias.

⁴ Summers (2013) e Krugman (2013), por exemplo, argumentam que há um problema de deficiência estrutural de demanda global, ressuscitando a tese da "estagnação secular" de Hansen (1939).

⁵ Ver Caruana (2012), Meaning & Zhu (2011) e Stein (2012) para uma discussão sobre a política de utilização dos balanços dos bancos centrais.

⁶ Yellen (2011) e Filardo & Hoffman (2014) apresentam evidências da efetividade do uso do *forward guidance*.

Com a combinação desses dois instrumentos, os bancos centrais conseguiram influenciar a inclinação da curva de juros, conferindo maior efetividade à política monetária, mesmo nesse período excepcional. Assim, contribuíram para evitar o mal maior: recessão prolongada ou mesmo depressão nessas economias, o que teria evidentes consequências para a economia mundial.

No entanto, retomando a pergunta: na “Nova Normalidade”, esses instrumentos farão ou não parte do ferramental dos bancos centrais?

Em minha opinião, o *forward guidance* pode representar mais uma etapa no processo de aperfeiçoamento da comunicação dos bancos centrais, ao sinalizar com mais clareza a expectativa da trajetória da taxa de política. Ou melhor, como disse o Professor Charles Goodhart ontem, reduzir a incerteza em relação à função de reação dos bancos centrais.

Em relação à utilização do balanço do banco central, eu, particularmente, sou um pouco mais cético, pois identifico alguns riscos. O principal deles o risco financeiro que esse instrumento impõe ao balanço.

Enfim, há ainda muito a se aprender sobre esses novos instrumentos. Como mencionei, eles cumpriram importante papel para evitar o mal maior. Mas agora estamos no processo de transição, com a recuperação da economia mundial e a normalização das condições monetárias, e isso implica em repensar o papel desses instrumentos.

IV. O ARCABOUÇO DE POLÍTICAS FINANCEIRA E MONETÁRIA NO BRASIL

Senhoras e senhores

O debate sobre a “Nova Normalidade” tem se concentrado principalmente em suas implicações para as economias avançadas. No entanto, há também importantes consequências para as economias emergentes.

Nesse contexto, gostaria de ressaltar que, o Brasil, possui um arcabouço de políticas monetária e financeira que foi testado no período pré-crise, na crise e, mais recentemente, no início da normalização das condições monetárias nos Estados Unidos (*tapering*).

Trata-se, portanto, de um arcabouço sólido, eficiente e com flexibilidade para enfrentarmos esse período de transição agora e também durante a “Nova Normalidade” da economia mundial, qualquer que seja a sua configuração.

Um importante pilar desse arcabouço é o nosso regime de metas para a inflação, que tem sido um instrumento adequado para a condução da política monetária. Isso se deve à sua simplicidade, fácil aferição e transparência.

O regime de metas para a inflação é um compromisso claro com a estabilidade de preços, mas detém flexibilidade suficiente para absorver choques econômicos, minimizando desvios abruptos do produto em relação ao seu potencial.

E foi isso que pudemos observar nesses últimos quinze anos. A inflação foi mantida sob controle, a despeito da ocorrência de choques de todas as naturezas e dimensões.

Outro importante pilar é o nosso regime de câmbio flutuante, primeira linha de defesa contra choques externos. Naturalmente, em um contexto de ingressos generosos de capitais estrangeiros, como observamos no período pré-crise, a política de câmbio flutuante é complementada por intervenções esterilizadas, com o objetivo de suavizar o movimento da taxa de câmbio sem interferir na sua tendência.

No entanto, em períodos de ingresso excepcionalmente intenso e vultoso de capitais estrangeiros, que pode colocar em risco a estabilidade econômica e financeira, como observamos entre 2010 e 2012, recorremos às medidas macroprudenciais.⁷

A política de acumulação de reservas também é um pilar desse nosso arcabouço, com aquisições de divisas quando as condições de mercado são favoráveis.

Isso permitiu a acumulação de colchão de divisa estrangeira – atualmente próximo a US\$380 bilhões –, o que se mostrou extremamente importante, principalmente em momentos de maior volatilidade nos mercados financeiros internacionais, como o observado logo após os primeiros sinais de início da normalização das condições monetárias nos Estados Unidos.

Um quarto pilar é constituído pelas nossas regulação e supervisão prudenciais, mais rigorosas do que as observadas na maioria das economias avançadas antes da crise financeira. A nossa regulação prudencial é moderna e atende integralmente ao Acordo de Basileia III. Nossa supervisão é intrusiva e conta com importantes sistemas de registros e monitoramento, permitindo uma avaliação abrangente e precisa do comportamento dos agentes e dos mercados. Possuímos um sistema financeiro sólido, com elevados níveis de capital e de provisão, baixa exposição a moedas estrangeiras e pouca dependência de recursos externos.

⁷ Ver Blanchard et al (2010) para uma discussão ampla sobre políticas macroprudencias e de controle de capitais.

Além disso, nos últimos anos, aperfeiçoamos e fortalecemos os fóruns de coordenação, no âmbito do próprio Banco Central, e de supervisores nacionais. Também ampliamos e intensificamos a nossa representação nos fóruns internacionais, contribuindo para a adoção de ações e de políticas que visam à estabilidade financeira.

Em síntese, o nosso arcabouço de políticas monetária e financeira é resiliente. Foi testado em diversas situações adversas e se mostrou sólido, eficiente e com flexibilidade suficiente para se adaptar a cada contexto. Por isso, temos tranquilidade para atravessar esse período de transição da economia mundial, bem como a sua “Nova Normalidade”, qualquer que seja a sua configuração.

V. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Senhoras e senhores

Finalizo o meu pronunciamento de hoje, agradecendo novamente a todos os expositores e coordenadores que muito contribuíram para a elevada qualidade do Décimo Sexto Seminário Anual de Metas para a Inflação promovido pelo Banco Central do Brasil, bem como parabenizando toda a equipe do Banco Central que trabalhou para a realização deste bem sucedido evento.

Boa tarde e bom final de semana a todos.

Alexandre Tombini

VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bayoumi, Tamim; Dell’Ariccia, Giovanni; Habermeier, Karl; Mancini-Griffoli, Tommaso; Valencia, Fabián & IMF Staff Team (2014). “Monetary Policy in the New Normal”, IMF Staff Discussion Note.
- Blanchard, Olivier; Giovanni Dell’Ariccia & Paolo Mauro (2010). “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position Note SPN/10/03.
- Caruana, Jaime (2012). “Why central bank balance sheets matter”, BIS Papers, no. 66.
- Filardo, Andrew and Hofmann, Boris (2014). “Forward guidance at the zero lower bound”, BIS Quarterly Review.
- Hansen, Alvin (1939). “On Economic Progress and Declining Population Growth”. The American Economic Review, volume 29.
- Krugman, Paul (2013). “Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers”. The Conscience of a Liberal. Disponível em http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?_php=true&_type=blogs&_r=0.
- Meaning, J and F Zhu (2011). “The impact of recent central bank asset purchase programmes”, BIS Quarterly Review, December, pp 73–83.
- Mishkin, Frederic S. (2013). “Exit to What?”. Geneva Reports on the World Economy, 15. International Center for Monetary and Banking Studies (CEPR).
- Reinhart, Carmen & Rogoff, Kenneth (2009). "The Aftermath of Financial Crises," American Economic Review, American Economic Association, vol. 99(2): 466-72.
- Smets, Frank (2013). “Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?”. Apresentado na conferência “Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges”, Riksbank.
- Stein, Jeremy (2012). Discurso na 3ª edição da Boston University/Boston Fed Conference on Macro-Finance Linkages. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20121130a.pdf>.
- Summers, Lawrence (2013). Discurso na 14ª edição da Annual IMF Research Conference: Crises Yesterday and Today. Disponível em <http://www.youtube.com/watch?v=KYpVzBbQIX0>.
- Taylor, John (2014). “Re-Normalize, Don’t New-Normalize Monetary Policy”, versão escrita de uma apresentação na Conference on Monetary Policy in the New Normal, FMI.
- Tombini, Alexandre (2012). “Discurso de abertura do XIV Seminário de Metas para Inflação”. Banco Central do Brasil. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/2012-05-10%20-%20Seminário%20IT%20-%20Discurso%20-%20V23%20-%20Site.pdf>.
- Yellen, Janet (2011): “Unconventional Monetary Policy and Central Bank Communications”, Discurso na University of Chicago Booth School of Business U.S. Monetary Policy Forum, New York. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20110225a.htm>.