



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Brasília (DF), 4 de abril de 2017.

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

Excelentíssimo Senhor Senador Tasso Jereissati, Presidente da Comissão de Assuntos Econômicos.

Excelentíssimo Senhor Senador Garibaldi Alves Filho, Vice-Presidente da Comissão de Assuntos Econômicos.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

Retorno 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 para trazer nossa avaliação sobre as condições atuais e prospectivas do cenário internacional e da economia doméstica, e para apresentar a visão do Banco Central sobre os desafios das políticas econômica e monetária.

Iniciarei falando sucintamente sobre os desenvolvimentos mais recentes da economia internacional.

O atual cenário econômico mundial é especialmente incerto. Há incertezas quando à implementação e às possíveis repercussões da política econômica dos países centrais.

Políticas expansionistas nos EUA, que se encontram próximos do pleno emprego, podem ter efeitos limitados sobre o crescimento, mas podem pressionar a inflação. Já em outras regiões, como na Europa, é mais provável que o estímulo produza efeitos positivos sobre o crescimento, com menores impactos na inflação e na política monetária. Essa assimetria

tende a fortalecer o dólar e colocar maior pressão nas taxas de juros americanas.

Esse cenário global incerto poderá ter implicações para as economias emergentes. Taxas de juros mais altas nos EUA poderão resultar em condições de financiamento menos favoráveis.

Apesar dessas incertezas, o Brasil encontra-se hoje menos vulnerável a choques externos do que no passado recente. Nosso balanço de transações correntes se reduziu a um terço do déficit registrado ao final de 2015 indo, em fevereiro, a 1,2% do PIB no acumulado em doze meses. Ao mesmo tempo, os investimentos diretos atingiram 4,6% do PIB, quase quatro vezes o déficit.

O nosso estoque de reservas internacionais ultrapassa US\$ 370 bilhões, aproximadamente 20% do PIB, e funciona como um seguro. E temos um regime de câmbio flutuante que funciona como nossa primeira linha de defesa contra choques externos.

Mas o crescimento global tem ganho impulso: a produção nas economias avançadas cresce em maior ritmo e a desaceleração das economias emergentes parece ter atingido um vale, com sinais de retomada em várias regiões.

Assim, a despeito das incertezas sobre o cenário externo, não podemos descartar a possibilidade de realização de um cenário global mais benigno para o crescimento, com elevação dos preços das *commodities*, o que beneficiaria alguns países emergentes, inclusive o Brasil.

No cenário doméstico, o Brasil se encontra em um momento de estabilização da economia e de recuperação dos fundamentos econômicos.

A atual política econômica doméstica mudou de direção, embarcando numa agenda de reformas e ajustes que busca fortalecer os fundamentos da economia, colocando a dinâmica das contas públicas em ordem, reduzindo a inflação e ancorando as expectativas. Era necessário reverter o quadro de crise, com recessão profunda, diversas distorções, inflação alta e expectativas desancoradas. Essa mudança de direção já começa a mostrar resultados positivos.

Vários indicadores de confiança têm se elevado e a percepção de risco da economia brasileira tem diminuído. O risco país, medido pelo CDS, caiu de aproximadamente 500 p.b. no início de 2016 para abaixo da metade desse valor atualmente. Isso evidencia maior confiança dos investidores no país e na recuperação da atividade econômica, frutos das reformas e ajustes, e do foco no combate à inflação.

O trabalho do governo e do Banco Central nos últimos meses também tem sido efetivo em conter a inflação e ancorar as expectativas. A inflação brasileira caiu de 10,7% em dezembro de 2015 para 4,8% em fevereiro de 2017. As expectativas para a inflação ao final de 2017 vêm declinando consistentemente e se encontram em 4,1%. Para 2018 as expectativas para a inflação dos analistas permanecem ancoradas em torno de 4,5%, a meta para o ano. Além disso, as projeções do Copom no cenário com taxas de juros e câmbio da pesquisa Focus recuaram para em torno de 4,0% em 2017 e mantiveram-se em 4,5% para 2018.

Portanto, a evidência empírica novamente corrobora a importância da atuação da política monetária, e da política econômica de forma geral, para o controle da inflação e das expectativas inflacionárias.

Essa evidência também corrobora a necessidade de a política monetária primeiro ancorar as expectativas de inflação para depois iniciar o processo

de flexibilização monetária. E não tentar o contrário, com resultados duvidosos.

Com expectativas ancoradas, o Banco Central iniciou no final do ano passado um processo de flexibilização monetária sustentável que já acumula uma queda de 200 p.b. na taxa Selic até o momento. E há expectativa, por parte dos analistas de mercado, de flexibilização adicional no futuro.

Nesse cenário de expectativas de inflação ancoradas, o Banco Central pode se concentrar em evitar efeitos secundários de ajuste de preços relativos que possam ocorrer ao longo do tempo, e não tentar combater seus efeitos primários. Em outras palavras, a política monetária permite que choques ocorram e mudem os preços relativos, mas evita que esses choques se propaguem através da inércia e indexação para outros preços.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

A economia brasileira tem mostrado sinais compatíveis com a estabilização da economia nesse início de ano. A evidência sugere uma retomada gradual da atividade econômica ao longo de 2017, e um crescimento mais vigoroso em 2018.

Os dados mais recentes do Caged mostram que em fevereiro a economia brasileira gerou 36 mil postos de trabalho formais. Esse foi o primeiro resultado positivo após uma sequência de 22 meses, desde março de 2015, de queda no emprego.

A política monetária contribuirá para a retomada econômica, complementada com outros esforços do governo.

A recuperação sustentada da economia requer que continuemos os esforços de ajustes e reformas que estamos empreendendo no Brasil, como as reformas macroeconômicas, em especial as fiscais, como a reforma da previdência.

Para além das medidas fiscais, são necessárias reformas microeconômicas relacionadas a ganhos de eficiência, flexibilização da economia e melhora do ambiente de negócios. Precisamos avançar nessa ampla agenda de reformas estruturais para impulsionar a produtividade e o crescimento de longo prazo. Nesse aspecto, o Banco Central tem um papel importante relacionado à solidez e eficiência do sistema financeiro e ao custo do crédito, do que falarei mais à frente.

Também é importante a realização de investimentos em infraestrutura, por meio de concessões e de outros mecanismos. O investimento em infraestrutura tem papel relevante na busca por maior produtividade. Esses investimentos têm efeito multiplicador porque, ao reduzirem custos e riscos das atividades produtivas, aumentam o retorno esperado e tornam novos projetos mais atrativos.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

Gostaria de dedicar um momento para falar sobre as taxas de juros no Brasil, focando não apenas na condução da política monetária, mas também na relação entre os juros estruturais da economia e as reformas que acabo de mencionar.

A política monetária determina a taxa de juros básica da economia focada nas expectativas e projeções de inflação, na atividade econômica e nos seus fatores de risco.

No momento, a taxa de juros básica (Selic) está num processo de queda, em face das expectativas de inflação ancoradas em torno da meta, da inflação em queda, e do alto grau de ociosidade na economia.

As taxas de juros reais, que são obtidas subtraindo dos juros nominais a inflação, também estão em queda. Várias medidas confirmam esse fato. A taxa real *ex-ante*, isto é, a taxa de juros prefixada para 12 meses menos a inflação esperada também em 12 meses, chegou a quase 9% em setembro de 2015. Permaneceu relativamente estável ao longo de 2016, em torno de 7%, e desde dezembro de 2016 vem declinando, alcançando 5,1% atualmente. Quando usamos a trajetória Selic do Focus, ou os juros inferidos dos títulos públicos indexados ao IPCA, também observamos declínio da taxa *ex-ante* para patamares próximos de 5%.

Há décadas que a taxa de juros real da economia brasileira tem flutuado, mas mostrando uma clara tendência de queda. Essa taxa caiu de pouco mais de 20% durante os anos noventa para próximo de 10% durante a década passada, atingindo uma média de 5% nos últimos anos.

Em outras palavras, a taxa de juros real da economia brasileira ainda está em processo de convergência. A continuidade da queda da taxa de juros ao longo do tempo dependerá de avanços que levem à diminuição da taxa estrutural de juros da economia.

A taxa de juros estrutural depende de fatores como crescimento da produtividade, das perspectivas para a política fiscal, da qualidade do ambiente contratual e de negócios, da eficiência na alocação de recursos via sistema financeiro e da qualidade das políticas econômicas.

Assim, o redirecionamento da política econômica pelo governo, com a aprovação e implementação de ajustes e reformas que estamos empreendendo, entre elas a reforma da previdência e a modernização da remuneração do BNDES, podem produzir queda da taxa de juros estrutural da economia brasileira.

Quando estive nesta Comissão pela última vez, mencionei que estávamos preparando ações concretas com vistas à eficiência do sistema financeiro.

O Banco Central tem atuado nessa direção por meio da agenda de trabalho BC+. Anunciada em dezembro, a agenda possui medidas organizadas em quatro pilares que buscam: (i) aumentar a cidadania financeira, (ii) aprimorar o arcabouço legal que rege a atuação do BC, (iii) aumentar a eficiência do sistema financeiro, e (iv) reduzir o custo de crédito.

Em particular, a agenda BC+ prevê várias ações para a redução sustentável do *spread* bancário, o que propicia condições para tornar o crédito mais barato. Entre essas ações estão: incentivar a adimplência e a agregação de garantias, diminuir os custos administrativos, aumentar a concorrência no SFN e diminuir subsídios cruzados.

Alguns exemplos recentes dessas medidas são:

- Implementação de critérios de segmentação e proporcionalidade da regulação prudencial, o que aumenta a concorrência.
- Simplificação das regras do compulsório. O BC adotou medidas que simplificam e harmonizam as regras e os procedimentos relacionados aos recolhimentos compulsórios com o objetivo de reduzir custos de observância.

- Melhoraria das garantias do sistema. Está em fase de consulta pública a regulamentação da Letra Imobiliária Garantida (versão brasileira dos *covered bonds*) que será mais um instrumento de captação de recursos voltados para projetos de longo prazo no mercado imobiliário.
- Uso mais eficiente e barato do cartão de crédito. Recentemente adotamos medidas que melhoram a concorrência, como a universalização do acesso, a legalização da prática de diferenciação dos preços – a depender do meio de pagamento utilizado – e a limitação do período máximo para o uso de crédito rotativo, que permitirá queda dos juros para o bom pagador.
- E a recém anunciada modernização da remuneração do BNDES, criando a Taxa de Longo Prazo (TLP) para contratos novos, composta pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e por taxa de juros real prefixada, equivalente ao rendimento real das Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B).

Essa última medida, a criação da TLP, terá como principais efeitos a ampliação da previsibilidade e segurança dos contratos, permitindo ao BNDES reforçar sua atuação de forma integrada ao mercado de capitais, o fomento ao financiamento privado de longo prazo, e a contribuição para o equilíbrio fiscal, reduzindo subsídios do Tesouro ao BNDES.

Para além dos aspectos de eficiência do sistema financeiro e custo do crédito, o Banco Central tem dado atenção especial a questões de cidadania financeira. A agenda BC+ inclui várias ações nessa área que visam aumentar o nível de educação financeira da população, aperfeiçoar os mecanismos de solução de conflitos entre os cidadãos e o sistema

financeiro, adotar sistema de acompanhamento *online* de demandas dos cidadãos, entre outras ações.

Excelentíssimas Senhoras Senadoras e Excelentíssimos Senhores Senadores,

O caminho que trilhamos nos últimos meses não foi fácil. Mas enfatizo que as várias reformas e ajustes encaminhados aumentaram a confiança e reduziram a percepção de risco na economia brasileira. Também demos um passo importante que foi reduzir a inflação e ancorar as expectativas inflacionárias. O Brasil encontra-se hoje menos vulnerável e apresenta maior capacidade de absorver eventual revés no cenário internacional.

Para que esse quadro favorável não se reverta, precisamos continuar avançando nas reformas. A ênfase deve ser na aprovação das mudanças estruturais capazes de criar as condições para a melhora da dinâmica da economia no longo prazo, como é o caso da reforma da previdência. Só assim teremos crescimento econômico sustentável, continuidade da queda das taxas de juros estruturais da economia e inflação baixa e estável.

Reafirmo as palavras que usei quando estive nesta Comissão no mês de outubro: “Quanto mais olharmos para frente e para o coletivo, mais recompensadores serão os resultados”.

Do lado do Banco Central, continuaremos a trabalhar com persistência e serenidade. Estamos certos que, em complementação a outros esforços do governo, a flexibilização da política monetária contribuirá para a retomada do crescimento. Quanto mais perseverarmos nas reformas e ajustes, mais rápida será a recuperação econômica, com geração de emprego e renda para os brasileiros.

Essas foram minhas considerações iniciais.

Coloco-me à disposição de Vossas Excelências para prestar as informações que considerarem necessárias.