



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Brasília, 24 de março de 2015.

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

Exmo. Sr. Presidente da Comissão de Assuntos Econômicos,
Senador Delcídio do Amaral,

Exmo. Sr. Vice-Presidente desta Comissão, Senador Raimundo
Lira,

Exmas. Sras. Senadoras e Exmos. Srs. Senadores,

É sempre uma grande honra retornar a esta Casa e a esta Comissão para prestar esclarecimentos a V. Exas. 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, implementação e perspectivas da política monetária.

O meu pronunciamento de hoje está dividido em três partes.

Primeiro, farei breve exposição da nossa visão sobre o cenário externo. A principal mensagem é que a economia global continua em recuperação gradual, impulsionada pelos Estados Unidos, o que, combinado com a divergência de política monetária das principais áreas econômicas, tem contribuído para o fortalecimento do dólar norte-americano perante várias moedas.

Na segunda parte falarei sobre a economia brasileira, que está passando por ajuste importante e necessário, que fará de 2015 um

ano de transição e sobretudo, de construção de bases mais sólidas para a retomada do crescimento econômico sustentável à frente.

Por fim, irei me dedicar à condução da política monetária, que está e continuará vigilante para assegurar que os efeitos dos ajustes de preços ora em curso sobre a inflação fiquem circunscritos ao curto prazo e para que o IPCA convirja para o centro da meta de 4,5% em 2016.

Excelentíssimas Senadoras e Excelentíssimos Senadores

A economia global continua em recuperação, ampliando gradualmente a sua taxa de expansão, mas ainda de forma bastante desigual.

Os Estados Unidos consolidam-se como o principal motor da atividade econômica global no momento. O consumo naquele país tem se expandido e registrou em 2014 a maior contribuição ao produto interno bruto dos últimos anos. O mercado de trabalho tem mostrado consistente recuperação e fortalecimento, e já há sinais iniciais de aumento de salários. A inflação continua comportada, abaixo da meta informal. Mas o conjunto de indicadores positivos, principalmente do mercado de trabalho, dá suporte a uma eventual elevação dos juros básicos pelo banco central daquele país, o *Federal Reserve*, que quando ocorrer tende a ser gradual na nossa visão.

Na Europa, por sua vez, o nível de atividade econômica continua fraco e desigual, mas indicadores recentes sugerem um cenário um pouco melhor do que a expectativa apontava há alguns meses. A Grécia continua sendo um desafio para a União Europeia, mas o potencial de contágio econômico e financeiro parece ser menor agora do que o observado em 2011. Por outro lado, o início do programa de expansão monetária do Banco Central Europeu contribui para afastar o risco de deflação persistente e para melhorar o nível de atividade nos próximos trimestres, o que tem sido favorecido também pela queda dos preços das commodities, principalmente do petróleo.

A China mantém em curso o processo de desaceleração gradual do seu ritmo de crescimento, fortalecendo a percepção de uma mudança controlada de modelo de desenvolvimento econômico.

Por fim, as economias emergentes em geral têm apresentado perda de dinamismo. Há vários fatores que explicam essa tendência, que tem sido observada já há alguns anos. Dentre eles destacam-se o processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos, que teve início em 2013, e a queda dos preços das commodities.

A propósito, os preços das commodities apresentam uma nítida tendência de retração desde o primeiro semestre de 2011, quando atingiram o pico do pós-crise financeira global. O processo começou

com a queda dos preços das commodities agrícolas e metálicas. E a partir de meados de 2014 o preço do petróleo também começou a cair fortemente. Em síntese, os preços dos três grupos de commodities – agrícolas, metálicas e o petróleo – retraíram-se entre 40 e 60% em relação ao pico observado nos últimos anos¹, no pós crise financeira global. E isso tem impactado o desempenho de várias economias emergentes que, em geral, são exportadoras de algum tipo de commodity.

Em síntese, como mencionei há pouco, a economia global está em recuperação, mas essa tem sido desigual. Mas desigual também tem sido a condução das respectivas políticas monetárias.

Por um lado, nos Estados Unidos o processo de normalização das condições monetárias está em fase avançada. Por outro, na Zona do Euro e no Japão, os respectivos bancos centrais estão ampliando seus estímulos monetários o que pode, em parte, contribuir para suavizar os impactos decorrentes do processo de normalização das condições monetárias globais e, em particular, nos Estados Unidos.

Mas o movimento que tem chamado mais atenção é o fortalecimento do dólar norte-americano, que tem ocorrido contra várias moedas, alcançando o maior patamar dos últimos doze anos. O dólar index, que mede a valorização do dólar norte-americano contra as seis principais moedas, valorizou-se vinte e um por cento

¹ Sub-índices do S&P GSCI para metais industriais e commodities agrícolas e *benchmark* Brent para petróleo.

somente nos últimos doze meses². A valorização do dólar contra o Euro, nesse mesmo período, foi superior a vinte por cento. Ou seja, a valorização do dólar é um fenômeno global, que tem implicações inclusive para os Estados Unidos, uma vez que parte do seu crescimento depende da economia global e uma valorização da sua moeda pode suprimir um pouco o seu ímpeto de expansão.

Excelentíssimas Senadoras e Excelentíssimos Senadores

Vou me ater agora ao cenário doméstico.

A economia brasileira passa por ajuste – importante e necessário.

Por isso, 2015 será um ano de transição, de construção de bases mais sólidas para a retomada do crescimento econômico sustentável à frente.

Essa transição se reflete no ritmo de atividade esperado pelos agentes econômicos para o ano corrente, uma vez que o nível de confiança dos consumidores e dos empresários está em patamar baixo.

² O índice mede o desempenho do dólar em relação a uma cesta de moedas que inclui o Euro, o Iene, a Libra, o Dólar canadense, a Coroa sueca e o Franco suíço.

A expectativa é que haja expansão do setor agropecuário e crescimento modesto do setor de serviços. Mas retração do setor industrial.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve crescer de forma moderada, em linha com a distensão esperada para o mercado de trabalho, e a desaceleração da expansão dos rendimentos e do crédito. O investimento, por sua vez, deve retrair-se, influenciado, principalmente, pela ocorrência de eventos não econômicos. Por fim, espera-se contribuição positiva do setor externo, com a expansão do volume exportado e alguma contração do volume das importações.

Pelo lado da oferta da economia, a projeção é de que a safra de grãos cresça 3,5% em 2015, com expansão de 21,6% da produção de trigo, 9,8% da produção de soja e 4,4% de feijão, mesmo diante um cenário de clima adverso.

No setor industrial, o desempenho não é homogêneo. O segmento extrativo deve registrar expansão em 2015, com aumento da produção de minério de ferro e de petróleo. Porém, espera-se retração no segmento de transformação.

Em síntese, a expectativa é de um desempenho fraco no primeiro semestre deste ano, com ligeira melhora a partir da segunda metade e um desempenho mais favorável em 2016, como consequência dos ganhos de competitividade decorrentes da depreciação cambial e da melhora da confiança dos agentes.

Essa trajetória que descrevi caracteriza o período corrente como de transição.

Em relação ao mercado de crédito, temos observado desaceleração gradual do seu ritmo de expansão ao longo dos últimos anos.

Como Vossas Excelências bem sabem, o Brasil há pouco mais de dez anos possuía um mercado de crédito muito abaixo da dimensão do nosso país. O número de brasileiros que acessavam esse mercado era restrito, e o volume de crédito estava relativamente estagnado, em torno de 25% do produto interno bruto (PIB), patamar inferior ao observado em várias economias emergentes à época, e muito distante da registrada em economias avançadas com mercados mais profundos.

A combinação de vários fatores macro e micro econômicos, dentre eles o aumento do emprego e da renda, e a ampliação da capilaridade do sistema financeiro, inclusive com o fortalecimento do cooperativismo de crédito, favoreceu o processo de inclusão financeira e o desenvolvimento do mercado de crédito nos últimos anos.

Com isso, o volume de crédito rompeu uma certa estagnação, e se expandiu de forma gradual e sustentável até o patamar que se encontra hoje, em torno de 58% do PIB.

Como mencionei há pouco, nos anos mais recentes temos observado gradual desaceleração do ritmo de crescimento do

crédito. Essa tendência deve ser mantida em 2015. Assim como deve ser mantida a tendência de mudança gradual na composição, com redução da participação do crédito ao consumo em favor do crédito imobiliário que, no Brasil, continua relativamente baixo, inclusive quando comparado a outras economias emergentes.

Quanto ao sistema financeiro, esse está sólido, bem capitalizado e com índice de inadimplência em patamar historicamente baixo.

No que concerne agora ao setor externo, o Brasil apresenta um balanço de pagamentos equilibrado, com a economia brasileira atraindo capitais estrangeiros em montante suficiente para financiar o resultado das transações correntes. E estes capitais são representados, majoritariamente, pelo ingresso de investimento estrangeiro direto (IED).

O IED, em 2014, superou os sessenta bilhões de dólares, representando quase setenta por cento do déficit em transações correntes observado no período. O ingresso das demais modalidades de capitais manteve-se dentro da expectativa, destacando que a taxa de rolagem atingiu cento e cinquenta e três por cento no ano passado.

Para o ano em curso – 2015 - a perspectiva é de redução do déficit em transações correntes. O ingresso de capitais estrangeiros deve se manter em linha com o observado em anos anteriores, e o investimento estrangeiro direto deverá responder majoritariamente pelo financiamento das transações correntes.

A balança comercial deve voltar a apresentar superávit, influenciada pelo aumento das exportações, a despeito da retração dos preços das commodities, e pela redução das importações, dado o menor dinamismo da atividade doméstica.

Diante desse cenário, vislumbro comportamento do balanço de pagamentos dentro do padrão de normalidade neste e nos anos à frente, ressaltando que o fato da taxa de câmbio situar-se em patamar mais depreciado do que o observado nos últimos anos milita favoravelmente para a redução do déficit em transações correntes.

No âmbito da política fiscal, o Governo Federal está propondo e adotando amplo, profundo e consistente conjunto de medidas fiscais, que inclui contenção de despesas correntes e parafiscais, eliminação de subsídios, realinhamento de tarifas públicas, bem como medidas de cunho mais estrutural.

Com esse conjunto de medidas, busca-se assegurar uma trajetória favorável para a dívida pública. E a sua adoção de forma completa e inequívoca, contribuirá para que a transição seja rápida e para que os benefícios logo comecem a aparecer.

Como mencionei em outras oportunidades, entendo que o fortalecimento da política fiscal por meio de um processo consistente e crível de consolidação de receitas e despesas, rigorosamente conduzido, facilita, ao longo do tempo, a convergência da inflação para o centro da meta. Isto porque tanto a

literatura quanto as melhores práticas internacionais identificam que um desenho de política fiscal consistente e sustentável contribui para aumentar a potência da política monetária.

Excelentíssimas Senadoras e Excelentíssimos Senadores

Vou me ater agora sobre a condução da política monetária e as perspectivas para a inflação no seu horizonte relevante.

Atualmente, estamos observando a ocorrência de dois importantes processos de ajustes de preços relativos na economia, que são independentes e tem causas diversas, mas que estão ocorrendo concomitantemente.

O primeiro é o realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais, em particular devido ao fortalecimento do dólar norte-americano contra várias moedas – um fenômeno global.

O segundo é o realinhamento dos preços administrados em relação aos preços livres, iniciado em 2014 e intensificado neste início de ano. Esses ajustes de preços fazem com que a inflação corrente mensal se eleve no curto prazo como tem sido neste primeiro trimestre do ano. Já a partir de abril deveremos observar a inflação mensal em patamar bem inferior ao registrado nos três primeiros meses do ano, quando ocorreu concentração de realinhamento de preços administrados.

Nesse cenário, cabe à política monetária o dever de conter os efeitos de segunda ordem decorrentes dos ajustes de preços relativos ora em curso, assegurando as condições necessárias para garantir a convergência da inflação para o centro da meta em 2016.

E há alguns fatores que indicam que esse objetivo é factível, dentre os quais eu destaco:

- Primeiro, que a política monetária está e continuará vigilante.
- Segundo, há um alinhamento das políticas macroeconômicas, o que contribui, como foi dito, para aumentar a potência da política monetária.
- Terceiro, o realinhamento de preços administrados é significativo e concentrado no primeiro trimestre de 2015. Com isso, reduziu-se as pressões de preços administrados à frente e, devido ao efeito da base de cálculo, irá contribuir para uma queda significativa da inflação acumulada em doze meses no início do próximo ano.
- Quarto, o mercado de trabalho já está menos tensionado e a perspectiva de aumento da taxa de participação da força de trabalho pela expansão da população economicamente ativa nos próximos trimestres, entre outros fatores, tende a moderar pressões inflacionárias à frente.

- Quinto, a despeito do fortalecimento do dólar norte-americano, alguns fatores podem mitigar o seu repasse para os preços domésticos, a saber, o comportamento recente e o cenário prospectivo dos preços das commodities, a posição cíclica em que se encontra a economia brasileira e o movimento de enfraquecimento de outras moedas, inclusive do Euro, moeda de um grande parceiro comercial do país.

Em síntese, Exmas. Sras. Senadoras e Exmos. Srs. Senadores, há um conjunto de fatores que, na nossa visão, indicam ser factível a convergência da inflação para o centro da meta em 2016. Esse é o objetivo do Copom, que manterá a política monetária vigilante para assegurar que a inflação mensal em patamar elevado fique circunscrita aos primeiros meses de 2015 e, principalmente, para assegurar a convergência da inflação acumulada em doze meses para o centro da meta em 2016.

Alguns avanços, inclusive, já observamos recentemente, com a redução das expectativas de inflação para 2016 e, principalmente, para os anos subsequentes – 2017, 2018 e 2019. Certamente, esses avanços estão embasados em vários dos fatores mencionados, em especial, o compromisso firme da política monetária com a convergência e a eliminação de incertezas que pairavam sobre o realinhamento de preços administrados.

Nada obstante o avanço mencionado, manter a política monetária vigilante neste momento é necessário para conter os efeitos de segunda ordem resultantes dos dois importantes processos em

curso de ajustes de preços relativos na economia. Só assim conseguiremos alcançar um dos pilares do regime de metas para a inflação, que é ancorar as expectativas e assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante da política monetária, cujos benefícios, uma vez feito isso, deverão extrapolar além de 2016.

Ainda sobre as políticas do Banco Central, gostaria de falar um pouco sobre o mercado de câmbio.

Ressalto que o programa de swaps cambiais que o Banco Central adota tem atingido plenamente seu objetivo.

Em funcionamento desde agosto de 2013, tem fornecido proteção aos agentes econômicos contra mudanças abruptas na taxa de câmbio.

Esta constatação está fundamentada também no monitoramento que realizamos regularmente para identificar para onde está sendo canalizada essa proteção.

Atualmente, mais de 80% do estoque de swaps está alocada com empresas não financeiras para proteger seus compromissos com o exterior ou com investidores não residentes para proteger seus ativos no país. O restante encontra-se com instituições financeiras ou fundos de investimento.

Em síntese, o programa de swap cambial tem importante papel no âmbito da estabilidade financeira e também da estabilidade da própria economia, principalmente nesse momento de normalização

das condições monetárias, em particular, nos Estados Unidos, com suas repercussões no mercado financeiro internacional.

O volume ofertado até agora, em torno de 114 bilhões de dólares equivalentes, corresponde a aproximadamente trinta por cento das reservas internacionais do país.

Dentro de parâmetros admissíveis de risco e retorno, o programa de swap cambial representa também importante instrumento de suavização dos efeitos decorrentes das oscilações da taxa de câmbio – valorizações e desvalorizações do Real – no balanço do Banco Central, uma vez que seu impacto é simétrico, mas com sinal invertido, ao das reservas internacionais. Além disso, não representa comprometimento às reservas internacionais, uma vez que os swaps cambiais são liquidados em reais.

Essa situação, portanto, não enseja de nossa parte, qualquer necessidade de reversão dessas posições. Temos as condições de renovar integralmente as operações vincendas no curto e médio prazos.

Entendemos também que o estoque de derivativos cambiais ofertados pelo Banco Central até o momento já atende de forma significativa à demanda por proteção cambial da economia.

Exmas. Sras. Senadoras e Exmos. Srs. Senadores,

Essas foram as minhas considerações iniciais.

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

Alexandre Tombini