



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**Rio de Janeiro (RJ), 22 de maio de 2015.**

**Discurso do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil  
no encerramento do XVII Seminário de Metas para a Inflação.**

Boa tarde. Gostaria de agradecer aos convidados, aos palestrantes, aos moderadores e a todos os colaboradores que atuaram neste seminário.

Tivemos um XVII Seminário de Metas de excepcional qualidade, com riquíssimos debates, graças às contribuições dos participantes, grupo este ano engrandecido com a ilustre presença da Diretora-Gerente do Fundo Monetário Internacional, Madame Christine Lagarde.

Os temas aqui debatidos refletem bem as preocupações que tenho notado nos grandes fóruns internacionais e situam-se nessa interface essencial entre pesquisa e formulação de política econômica cujo debate esse nosso Seminário de Metas tem promovido regularmente ao longo dos últimos 17 anos.

Essa interação tornou-se ainda mais crítica a partir da experiência do Banco Central do Brasil, bem como de outros bancos centrais, em lidar com os efeitos da crise financeira global iniciada em 2008-2009, a maior crise em mais de 70 anos. A globalidade e a profundidade dessa crise chamaram a atenção para a necessidade de se avançar celeremente em pesquisa em diversas áreas voltadas para melhor compreender fatores indutores de crises, instrumentos e políticas para sua prevenção e para sua mitigação de seus efeitos macrofinanceiros e, mais recentemente, formas de implementar políticas de saída da crise.

Entre esses temas, o Seminário deste ano privilegiou alguns tópicos especialmente desafiadores no contexto atual.

O mercado de trabalho é um deles, com relevantes debates, a exemplo do que ocorre em círculos acadêmicos internacionais, em vários Bancos Centrais e também entre nós aqui no Brasil. Em particular, isso ocorre por conta das profundas mudanças estruturais pelas quais o mercado de trabalho brasileiro vem passando nos últimos anos. Essas mudanças são evidenciadas pela grande incorporação de trabalhadores ao setor produtivo, com redução na taxa de desemprego; maior formalização e mudanças nas relações de trabalho; forte transição demográfica, com envelhecimento da população; mudanças nas alternativas de treinamento; aumento da educação; além de outros fatores. Essas transformações afetam as respostas deste mercado ao ciclo econômico, mas também às mudanças econômicas de caráter mais permanente.

Vários desses temas têm sido objeto de pesquisas neste Banco Central, e sugerem também uma extensa agenda de estudos e de debates para todos nós.

A maneira como se comportam as expectativas de inflação é um outro tema relevante aqui discutido.

Este é um tema especialmente complexo num momento em que os países avançados ainda estão se debruçando sobre os efeitos da mais grave crise financeira desde a Grande Depressão sobre o comportamento do consumo, da demanda por crédito, entre outras variáveis econômicas. Isso ocorre num contexto em que, de um lado, com uma recuperação gradual de suas economias, os países avançados estão procurando entender os efeitos ainda moderados dos estímulos monetários outorgados na fase aguda da crise sobre salários, inflação e expectativas. E, de outro, países emergentes, numa fase diferente do ciclo de ajustes e de recuperação, como é o caso do Brasil, precisam dedicar atenção especial para a formação de expectativas de inflação, sua relação com algumas características como inércia e indexação, e sua importância para a política monetária.

Finalmente, um terceiro tema crucial é a relação entre a política monetária e a política macroprudencial. A crise mostrou a importância de se garantir a estabilidade do sistema financeiro como um todo, com a adoção de uma abordagem macroprudencial que leve em conta os efeitos da soma de comportamentos de assunção de riscos individuais, das suas interconexões e da simultaneidade de ocorrência de eventos de risco com potenciais efeitos sistêmicos. Assim sendo, desenvolver um arcabouço apropriado para avaliar os mecanismos de transmissão dos vários instrumentos de política macroprudencial e sua interação com a política monetária tem sido fonte de reflexão dos bancos centrais e das autoridades reguladoras dos sistemas financeiros. O Banco Central do Brasil tem feito avanços no desenvolvimento de modelos aderentes à realidade brasileira, sob a perspectiva de sua missão de garantir, ao mesmo tempo, a estabilidade de preços e a estabilidade financeira.

\*\*\*\*\*

Senhoras e senhores,

Gostaria agora de apresentar um breve panorama sobre o contexto econômico, internacional e doméstico.

Primeiro, quero falar da nossa visão do cenário externo. Continuamos vendo a economia global em recuperação gradual, impulsionada pelos Estados Unidos e agora com sinais de melhora vindos da Europa. A retomada americana, combinada com a divergência de política monetária nas principais áreas econômicas, explica em grande medida a tendência de fortalecimento do dólar norte-americano perante várias moedas.

Sobre a economia brasileira, reitero que ela está passando por ajuste importante e necessário, que fará de 2015 um ano de transição e sobretudo, de construção de bases sólidas para a retomada do crescimento econômico sustentável.

Por último, irei me ater à condução da política monetária, que foi, 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 a inflação medida pelo IPCA convirja para o centro da meta de 4,5% no final de 2016.

Começando pelo ambiente internacional.

A economia global continua em recuperação, ampliando gradualmente sua taxa de expansão. Os sinais de retomada nos Estados Unidos estão sendo analisados com muita atenção neste momento. Adicionalmente, estamos agora observando alguns indicadores mais consistentes de recuperação na Zona do Euro e no Japão. Ao mesmo tempo, na China, as autoridades estão tomando ações de política econômica para garantir taxas esperadas e sustentáveis de expansão.

Um elemento importante e mais recente é a diminuição dos riscos de deflação em importantes economias. Além disso, começamos a observar uma tendência à estabilização dos preços de commodities. Em suma, o crescimento que se confirma nos EUA, a resiliência chinesa e as políticas monetárias acomodáticas no Japão e na Zona do Euro estão contribuindo para assegurar melhoras graduais na economia global.

Nesse contexto de recuperação gradual, os Estados Unidos voltaram à posição de principal motor da atividade econômica global. O consumo naquele país tem se expandido e registrou em 2014 a maior contribuição ao produto interno bruto dos últimos anos. O desempenho mais fraco do consumo no primeiro trimestre deste ano não parece representar uma inflexão nessa tendência de expansão, parecendo estar mais relacionado aos efeitos adversos decorrentes do inverno rigoroso. O mercado de trabalho, por sua vez, continua a avançar. Os pedidos de seguro desemprego, por exemplo, alcançaram os menores níveis desde abril de 2000. A inflação continua comportada, ligeiramente abaixo da meta informal. Todo esse ambiente, na nossa visão, suporta a possibilidade de uma eventual elevação dos juros básicos pelo Federal Reserve. Essa elevação já vem sendo preparada e sinalizada há bastante tempo e pode ocorrer ainda este ano.

A Europa, por sua vez, já começa a emitir sinais mais alvissareiros. 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. Nota-se que o programa de expansão monetária do Banco Central Europeu está contribuindo para afastar o risco de deflação e para melhorar as perspectivas de atividade nos próximos trimestres. É possível que o movimento de correção dos preços de certos ativos de renda fixa na Europa possa refletir a diminuição da percepção de risco de deflação, além de outros fatores técnicos.

A China está claramente atenta a sinais de desaceleração excessiva e está tomando medidas de política monetária e macroprudencial para manter em curso o processo de rotação gradual do seu modelo de crescimento, favorecendo mais o consumo e fortalecendo a percepção de uma mudança controlada em seu modelo de desenvolvimento econômico.

Por seu turno, as economias emergentes em geral têm apresentado certa perda de dinamismo. Há vários fatores que explicam essa tendência, que tem sido observada e assinalada em relatórios e estudos recentes. Entre eles destacam-se os efeitos do processo de normalização das condições monetárias, em particular, nos Estados Unidos, que teve início em 2013, e as perdas ocorridas de receitas com a queda dos preços das commodities.

No Brasil, pressentindo os riscos que esse momento poderia trazer à estabilidade financeira, nos preparamos oferecendo instrumentos de proteção contra risco cambial de forma a atender satisfatoriamente a demanda existente.

Esse programa, com regras claras e estáveis, cumpriu bem o seu papel e contribuiu para a manutenção de nossa estabilidade financeira.

Em síntese, como mencionei há pouco, a economia global está em recuperação, embora desigual. Essa desigualdade nos respectivos ciclos econômicos também tem se refletido na condução das respectivas políticas monetárias.

Por um lado, na Zona do Euro e no Japão, os bancos centrais estão ampliando seus estímulos monetários. Por outro, nos Estados Unidos o processo de normalização das condições monetárias avança. Com efeito, o movimento que tem chamado atenção no bojo da gradual recuperação da economia americana é a tendência ao fortalecimento do dólar norte-americano, relativamente a várias moedas, portanto, uma tendência global com implicações inclusive para os Estados Unidos, uma vez que parte do seu crescimento depende da economia mundial e uma valorização excessiva da sua moeda pode afetar o seu ímpeto de sua expansão.

É preciso reconhecer, entretanto, que o processo de normalização nos Estados Unidos é complexo. O aumento de juros pelo FED é provavelmente o evento de política monetária mais esperado, mais anunciado e mais preparado da história. Apesar do cuidado do FED com a comunicação desse importante evento, não há como se ter certeza sobre a reação efetiva dos mercados ao fato em si, quando ocorrer. Por isso, é possível que tenhamos de conviver com alguma volatilidade por algum tempo. No Brasil, temos que estar com a nossa economia em ordem e estabilizada para esse momento, usando a receita padrão: reforçar o arcabouço de política econômica e manter fundamentos macroeconômicos sólidos. Essa é a lição que aprendemos para evitar que o risco de uma reprecificação abrupta de nossos ativos traga consequências negativas e duradouras para o futuro crescimento do nosso país.

\*\*\*\*\*

Senhoras e Senhores

Essa é a nossa leitura do quadro desafiador da economia global. Um quadro no qual devemos nos mover com serenidade e determinação. Vou passar agora ao cenário doméstico.

Neste ano, a economia brasileira passa por processo de ajuste – importante e necessário como mencionei há pouco. O ano de 2015 será um ano de transição, com vistas à construção de bases mais sólidas para a retomada do crescimento econômico sustentável à frente.

Embora contracionistas no curto prazo, à medida que os ajustes começarem a produzir seus efeitos, eliminando distorções, melhorando a alocação dos recursos na economia e aumentando os incentivos ao investimento, testemunharemos a recuperação da confiança dos consumidores e dos empresários.

A expectativa para 2015 é que haja expansão do setor agropecuário, registrando mais um recorde anual para a safra de grãos. Esperamos, por outro lado, crescimento modesto do setor de serviços, mas retração do setor industrial.

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.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve crescer de forma moderada, em linha com a distensão do mercado de trabalho e com 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.

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

Em relação ao mercado de crédito, nos anos mais recentes temos observado uma desaceleração gradual do seu ritmo de expansão para taxas de crescimento mais moderadas.

No que concerne à nossa relação com o 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 esses capitais são representados, majoritariamente, pelo ingresso de investimento estrangeiro direto.

Para o ano em curso, 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 um 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, que inclui contenção de despesas correntes e parafiscais, eliminação de subsídios, realinhamento de tarifas públicas, bem como medidas de cunho mais estrutural. A tempestividade e a consistência desse conjunto de medidas devem permitir a geração de um quadro fiscal que contribuirá para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico do país no médio e no longo prazo, fortalecendo assim a visão de maior sustentabilidade do balanço do setor público e assegurando uma trajetória favorável para a dívida pública.

Como mencionei em outras oportunidades, reitero 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.

\*\*\*\*\*

O Seminário de Metas é um momento de debates analíticos, mas também de reflexões de política econômica. Vou me ater agora à condução da política monetária e as perspectivas para a inflação no seu horizonte relevante.

Atualmente, estamos observando a continuação de dois importantes processos de ajustes de preços relativos na economia, que são independentes e tem causas diferentes, mas que tem ocorrido 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 – uma tendência global. Já mencionei há pouco a minha visão sobre esse processo e como nos preparamos e devemos continuar a nos preparar para esse movimento.

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 pressionam a inflação mensal no curto prazo, fazendo com que essa atingisse patamar elevado no primeiro trimestre do ano, acumulando variação de 3,8% naquele período. Desde o mês de abril, entretanto, observamos a inflação mensal em patamar inferior ao registrado nos três primeiros meses do ano.

Mas para atingir o nosso objetivo de colocar a inflação na marca de 4,5% no final de 2016 é imprescindível que a política monetária se mantenha vigilante, em sintonia com o conjunto da política macroeconômica.

Como tenho reiterado, cabe à política monetária o dever de conter os efeitos de segunda ordem decorrentes dos ajustes de preços relativos ora em curso. É fundamental para o sucesso do nosso processo de ajustes em 2015 e para as perspectivas de iniciar um novo ciclo de crescimento sustentável mais à frente, que esse cenário de convergência se materialize como resultado da vigilância da política monetária.

Como tenho afirmado em outras oportunidades, estamos testemunhando alguns avanços. Por exemplo, observamos recentemente, uma pequena mas contínua redução das expectativas de inflação para 2016 confirmando o que já

observávamos para os anos subsequentes – 2017, 2018 e 2019. Certamente, esses avanços estão embasados em vários fatores, em especial, no compromisso firme da política monetária com a convergência e na eliminação de incertezas que pairavam sobre o realinhamento de preços administrados.

Mas, como tenho também reiterado, os avanços alcançados no combate à inflação, a exemplo desses sinais mais favoráveis vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo, contudo, ainda não se mostram suficientes.

Por isso e por tudo o que mencionei anteriormente, faz-se necessário manter a política monetária vigilante. Com essa postura consistente com o quadro de ajustes da nossa política macroeconômica, conseguiremos assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% em dezembro de 2016, cujos benefícios, uma vez feito, deverão se estender para além do próximo ano.

Essa é a tarefa para a qual fomos mandatados pela sociedade e é o objetivo que vamos cumprir com determinação e perseverança.

Muito obrigado.

Boa tarde.