



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Brasília (DF), 22 de fevereiro de 2016.

Discurso do Diretor de Política Econômica, Altamir Lopes, no evento "Brazil Macro and Political Conference", promovido pelo JP Morgan, em São Paulo.

Senhoras e senhores, boa tarde.

É uma grande satisfação participar deste evento. Agradeço pelo convite e registro a relevante contribuição que este fórum certamente trará para o entendimento das economias nacional e global.

Agradeço também a oportunidade de compartilhar com as senhoras e os senhores a visão do Banco Central do Brasil sobre as condições das economias internacional e doméstica, em especial sobre as políticas que temos adotado para fortalecer nossos fundamentos e garantir, mais à frente, a retomada da atividade econômica. Posteriormente, falarei sobre a importância da solidez do sistema financeiro no contexto dos ajustes macroeconômicos ora em curso.

Senhoras e senhores,

A economia global mostra tendência de maior moderação no seu ritmo de crescimento. As perspectivas recentes indicam modesta recuperação da atividade nas economias maduras, enquanto importantes economias emergentes experimentam período de transição, em contexto de crescente preocupação com a economia chinesa e com os riscos que os desdobramentos dessa transição podem causar.

A moderação no ritmo de crescimento da economia chinesa, e as incertezas quanto à transição para um modelo de maior consumo e menos dependente de investimentos e exportações, têm afetado a economia mundial e, em especial, o mercado de *commodities*.

Adicionalmente, os baixos patamares observados recentemente para o preço do petróleo vêm afetando países produtores e empresas do setor, trazendo preocupações para os mercados financeiros internacionais e novos riscos para a estabilidade financeira global.

A política monetária expansionista na maioria das economias maduras e na China, a expectativa de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos de forma mais gradual que o previamente esperado, bem como o risco de materialização de cenário deflacionário em economias maduras e de uma maior moderação da atividade econômica norte-americana, vêm determinando as condições financeiras internacionais.

Essa conjunção de incertezas, que propicia ambiente de estresse nos mercados cambial e acionário, mostra-se desafiadora para as economias emergentes.

Em relação ao cenário doméstico, a economia brasileira continua passando por importantes e necessários ajustes nas áreas externa, fiscal e monetária, que estabelecerão bases mais sólidas para a retomada do crescimento econômico sustentável.

Antes, porém, de discorrer sobre esses pontos, um aspecto importante a ser ressaltado é o descasamento temporal dos efeitos desses ajustes. Em geral, os custos desses ajustes são percebidos pela sociedade antes que seus benefícios se materializem, o que pode causar incompreensão, ou mesmo questionamento, em relação às medidas necessárias à sua consecução.

Ressalto que uma eventual postergação dos ajustes adiaria o início da recuperação econômica, ampliando a incerteza, a perda de confiança, adiando investimentos, aprofundando a queda da atividade e tornando o próprio ajuste mais prolongado e custoso. No limite, os fundamentos da economia brasileira poderiam ser comprometidos.

Relativamente ao ajuste externo, a redução dos preços internacionais das *commodities* tem levado à piora dos nossos termos de troca. De fato, a relação entre preços de exportação e de importação tem caído desde 2011, sendo 11% apenas em 2015.

Como é de se esperar em um regime de câmbio flutuante, a depreciação cambial tem respondido à deterioração dos termos de troca, atuando como primeira linha de defesa contra choques externos.

Nesse cenário, os preços de diversas *commodities*, quando medidos em moeda nacional, têm aumentado, contribuindo para atenuar os efeitos negativos de choques adversos dos preços internacionais.

O ajuste do setor externo da economia brasileira tem sido intenso e consistente. A balança comercial tem apresentado *superavit* crescente, enquanto o saldo das transações correntes se reduziu de maneira significativa em 2015 e foi integralmente financiado pelo ingresso de investimentos diretos. Em termos absolutos, o *deficit* em transações correntes atingiu US\$58,9 bilhões em 2015, uma diminuição de 43% relativamente a 2014. Do ponto de vista das contas nacionais, com o aumento da quantidade exportada e redução da quantidade importada, o setor externo voltou a apresentar, após dez anos, contribuição positiva para o crescimento do PIB.

Os ganhos de competitividade externa, decorrentes da depreciação do real, são evidenciados, por exemplo, na redução de quase 40% no custo unitário do trabalho na indústria, em dólares, desde o pico registrado em meados de 2014. A taxa de câmbio mais depreciada deverá estimular a substituição de importações, com reflexos positivos não só para a balança comercial, mas também para a atividade econômica. Evidências setoriais já podem ser vistas em alguns segmentos da indústria de transformação, como metalurgia e celulose. Relativamente às exportações, além da reação quase que imediata do setor de básicos e semi-manufaturados, espera-se melhor desempenho das manufaturas, setor cujas respostas são usualmente mais defasadas.

Outro efeito da depreciação da taxa de câmbio é tornar a economia doméstica mais atrativa aos investidores estrangeiros. A propósito, a economia brasileira continua atraindo montantes significativos de capitais internacionais, mesmo em período de contração da atividade econômica. Os investimentos diretos no

país somaram US\$75 bilhões em 2015, recursos suficientes para cobrir com folga o *deficit* em transações correntes.

Destaco, nesse ponto, uma diferença fundamental no ciclo econômico atual, em relação ao que ocorreu em outros períodos. Enquanto no passado uma depreciação cambial gerava importantes desequilíbrios macroeconômicos, atualmente a depreciação do real não tem sido fator causador de desequilíbrios patrimoniais e de instabilidade financeira.

A principal razão para a menor exposição do país a riscos cambiais foi a mudança estrutural do balanço de pagamentos – cujo passivo passou a ser composto majoritariamente por investimentos diretos –, e a acumulação de reservas internacionais, fatores que levaram o setor público brasileiro à condição de credor líquido em moeda estrangeira desde 2007.

Assim, são inequívocos os benefícios desse ajuste para a economia brasileira. Como vimos, beneficia o crescimento da produção em importantes setores econômicos, atrai investimentos estrangeiros – fonte perene de financiamento do balanço de pagamentos –, e contribui para a retomada do crescimento econômico, sem gerar desequilíbrios nas contas externas.

Senhoras e senhores,

Um segundo ajuste, crucial e imprescindível, é o fiscal. Nesse setor, é de suma importância recompor o colchão fiscal consumido pela implementação de políticas anticíclicas, concebidas para atenuar os efeitos contracionistas da crise.

Destaco a importância de que sejam dissipadas incertezas acerca das trajetórias das variáveis fiscais para o ano corrente, contribuindo para uma percepção mais positiva sobre a evolução e a consolidação da política fiscal no país.

Além de se ter clareza sobre os resultados de curto prazo, amplamente afetados pela contração das receitas tributárias, é importante perseverar na busca por soluções de médio e longo prazos.

O momento deve ser aproveitado para repensar as estruturas de tributos e de gastos obrigatórios do Governo Federal, bem como para promover reformas estruturais de forma a assegurar a consolidação fiscal em prazos mais longos. O debate iniciado em torno da reforma da previdência e as medidas recém-anunciadas no sentido de estabelecer limites para a expansão do gasto público constituem iniciativas importantes nesse processo.

É preciso, portanto, garantir uma trajetória de resultados primários que permita a estabilização e a posterior redução do endividamento público em relação ao PIB, medida crucial para reforçar a percepção positiva sobre o ambiente econômico, para melhorar a confiança dos agentes, e para contribuir para a ancoragem das expectativas de inflação.

Passo agora a tratar das questões atinentes à inflação e à condução da política monetária.

A inflação tem sido afetada fortemente por dois processos de recomposição de preços relativos – um representado pelo fortalecimento do dólar e outro, pelo aumento dos preços administrados, em relação aos livres. O efeito conjunto desses dois processos é a elevação da inflação no curto prazo, não obstante o fraco desempenho da atividade econômica, colocando desafios para a condução da política monetária.

Sobre os preços administrados, importa considerar, entretanto, que o expressivo ajuste ocorrido em 2015, cuja variação alcançou 18%, deverá levar a significativa redução da inflação desses preços no ano corrente.

Em 2016, portanto, observaremos maior convergência entre a variação dos preços administrados e dos preços livres, o que já se expressa nas

expectativas de mercado, ao mesmo tempo em que a inflação deverá passar a refletir melhor o estado da atividade econômica e das condições monetárias.

Por um lado, o processo de ajuste macroeconômico – intensificado por eventos não econômicos e por um contorno externo de moderação no crescimento –, contribuirá para uma dinâmica menos pressionada da inflação, ao auxiliar na quebra da resiliência de preços. Por outro, as ações de política monetária em curso restringirão a propagação dessa alta de preços para períodos mais distantes, contendo os chamados efeitos de segunda ordem sobre os demais preços da economia.

Senhoras e senhores,

Ressalto, porém, que há incertezas associadas ao balanço de riscos para a inflação.

As expectativas de mercado para a inflação em 2016 têm-se elevado desde agosto de 2015, invertendo a trajetória declinante até então. Esse movimento ascendente nas expectativas também se observa, em menor intensidade, nas projeções de mercado para prazos mais longos. A piora nas expectativas fundamenta-se, em grande parte, na inflação corrente mais elevada que o esperado. Assim, à medida que o processo desinflacionário materializar-se – esperamos desinflação de 2 p.p. já neste primeiro semestre –, as expectativas deverão estabilizar-se ou mesmo apresentar retração.

Relativamente aos riscos decorrentes da presença, na economia brasileira, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação, deve-se ressaltar que os efeitos cumulativos e defasados das ações de política monetária têm atuado para mitigar os impactos de segunda ordem sobre o processo de formação de preços.

Em relação ao repasse da depreciação cambial para os preços ao consumidor, ressalto que seu impacto ocorre mais rapidamente do que o decorrente da distensão das condições nos mercados de produto e de trabalho.

Consequentemente, apesar de o efeito inflacionário da depreciação cambial predominar no curto prazo, no horizonte temporal de médio prazo o efeito desinflacionário das condições da economia real, expresso no maior hiato do produto, tende a prevalecer. Adicionalmente, é importante notar que o câmbio passou por expressiva depreciação em 2014 e 2015 – 21% no segundo semestre de 2014 e 47% em 2015, para ser mais preciso –, deixando menor espaço para movimentos significativos de depreciação em 2016.

Assim, quanto ao ajuste na área monetária ressalto que, a despeito de perspectivas de uma menor depreciação cambial, de uma sensível diminuição no processo de ajuste de preços administrados, da abertura do hiato do produto maior do que previamente prevista e de ambiente externo com tendência mais clara de menor crescimento, todos esses fatores contribuindo para o processo de desinflação esperado para 2016, os riscos inerentes ao comportamento recente tanto das expectativas quanto das taxas observadas de inflação, e a presença de mecanismos, formais e informais, de indexação na economia brasileira, não nos permitem trabalhar com a hipótese de flexibilização das condições monetárias.

Nesse contexto, considerados todos esses aspectos, ressalto que o cumprimento do regime de metas e a convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017, não contemplam reduções da taxa básica de juros.

Senhoras e senhores.

A missão do Banco Central do Brasil compreende não somente a manutenção do poder de compra da moeda, mas também a solidez e a eficiência do Sistema Financeiro Nacional.

Nesse particular, o Banco Central realiza mapeamento completo e contínuo de todas as exposições envolvendo instituições financeiras. Nos últimos anos, ampliamos e fortalecemos nossos sistemas de registros e de monitoramento, propiciando avaliação mais abrangente, granular e tempestiva do comportamento dos agentes e dos mercados.

Assim, é possível avaliar, tempestivamente, os impactos potenciais de choques que atinjam o sistema financeiro – sejam eles de natureza econômica ou não econômica, de origem externa ou doméstica – tanto da perspectiva microprudencial como da macroprudencial. Essa avaliação é fundamental para o processo decisório de forma a evitar que eventuais estresses localizados se propaguem pelo sistema.

O Sistema Financeiro Nacional 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 será um fator crucial para a recuperação de níveis sustentáveis de crescimento mais à frente.

Senhoras e senhores,

À medida que os ajustes macroeconômicos e o ajuste patrimonial das famílias se concretizarem, alguns fatores de dinamismo tenderão a ganhar nova tração. Os ajustes macroeconômicos aumentarão a eficiência na alocação de recursos, condição necessária para o aumento da produtividade e do retorno esperado dos projetos de investimentos. Além disso, a desalavancagem das firmas e das famílias, combinada com a redução das incertezas, tanto no âmbito interno como no externo, ampliará o horizonte de planejamento dos agentes, melhorando o ambiente macroeconômico e, com isso, estimulando o investimento e o consumo.

A consolidação do processo de transformação econômica ora em curso requer determinação e perseverança de todos.

A principal contribuição do Banco Central é continuar trabalhando para proteger o poder de compra da moeda e assegurar um sistema financeiro sólido e eficiente.

Muito obrigado.