



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Brasília (DF), 19 de julho de 2017.

Apontamentos do presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn

Encontro com investidores institucionais do Bradesco

Introdução

Bom dia a todos. Gostaria de cumprimentar todos os participantes dessa mesa redonda, em especial ao diretor do Bradesco BBI, Sr. Leandro Miranda, e aos moderadores de nossa conversa, os economistas Fernando Honorato e Dalton Gardimam.

Em minha fala, vou tecer breves comentários sobre o atual cenário internacional e doméstico, e os desafios que têm se apresentado à condução da política monetária no atual contexto.

O cenário internacional

- O cenário externo tem se mostrado favorável, na medida em que a atividade econômica global mais forte tem mitigado os efeitos de possíveis mudanças de política econômica nos países centrais.
 - Persistem as incertezas quanto à implementação e a possíveis repercussões externas da política econômica do novo governo nos Estados Unidos, na área do comércio internacional, de estímulos fiscais, desregulamentação financeira e outros.
 - Há incertezas sobre a China, a evolução dos preços de *commodities* e o apetite ao risco por ativos de economias emergentes.
- A despeito das incertezas sobre o cenário externo, tanto os EUA quanto outras economias centrais vêm retomando o crescimento.

O Brasil está menos vulnerável a choques externos

- Os desenvolvimentos das últimas semanas aumentaram a incerteza percebida pelos agentes econômicos quanto à velocidade de adoção das reformas e de ajustes na economia brasileira.
- Entretanto, a economia brasileira apresenta hoje uma maior capacidade de absorver eventual revés, devido à situação mais robusta de seu balanço de pagamentos e ao progresso no processo desinflacionário e na ancoragem das expectativas
 - O balanço de pagamentos está numa situação confortável. O déficit do balanço de transações correntes, de 1,1% do PIB nos 12 meses encerrados

em abril, é financiado por um saldo de investimentos diretos que alcançou 4,5% do PIB no mesmo período, ou seja: superior a quatro vezes o déficit.

- Além disso, o regime de câmbio flutuante é a primeira linha de defesa contra choques externos. Isso não impede o BC de usar os instrumentos à sua disposição para garantir o bom funcionamento e suavizar choques no mercado de câmbio.
- O estoque de reservas internacionais ultrapassa US\$ 375 bilhões, aproximadamente 20% do PIB. Esse colchão funciona como um seguro em momentos turbulentos do mercado.
- O estoque de swaps cambiais foi reduzido de US\$108 bilhões no início de 2016 para cerca de US\$ 28 bilhões atualmente, trazendo mais espaço para atuações do BC.
- Com inflação baixa e expectativas de inflação ancoradas, o BC pode se concentrar em evitar possíveis efeitos secundários de ajustes de preços relativos que possam ocorrer ao longo do tempo, não reagindo aos efeitos primários desses choques. Isso se aplica tanto ao choque de oferta favorável nos preços de alimentos, ocorrido no início deste ano, quanto a choques adversos.

O cenário econômico doméstico

- A política econômica doméstica mudou de direção há um ano e as reformas implementadas nesse curto período mostraram resultados positivos, por isso a importância de se continuar no caminho correto.
 - No campo da avaliação de risco do Brasil, o CDS caiu de aproximadamente 500 bps, no início de 2016, para abaixo da metade desse valor atualmente.
- O andamento da reforma fiscal em curso tem sido favorável e sua continuidade (principalmente o encaminhamento da reforma da Previdência) será relevante para o bom desempenho futuro da economia brasileira.
- Após dois anos de recessão, dados recentes corroboram o cenário de estabilização e perspectiva de retomada gradual da economia.
 - No primeiro trimestre deste ano, em comparação aos três meses anteriores, a economia brasileira cresceu 1%. Uma parte desse

crescimento deve-se ao bom desempenho da atividade agrícola. Mas tanto a indústria como o setor de serviços mostraram sinais de estabilização. O setor externo tem contribuído para essa retomada, com o crescimento das exportações, de 4,8%, superando o crescimento das importações, de 1,8%.

- O trabalho do governo e do BC nos últimos meses tem sido efetivo em conter a inflação e ancorar as expectativas.
 - O comportamento da inflação permanece favorável. O processo de desinflação se difundiu e houve consolidação da desinflação nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. A desinflação dos preços de alimentos constitui choque de oferta favorável.
 - A inflação acumulada em 12 meses caiu de 10,7% em dezembro de 2015 para 3,6% em maio desse ano.
 - As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em 3,6% para 2017, 4,3% para 2018 e em torno de 4,25% para horizontes mais distantes.
 - Não apenas as expectativas de mercado, mas também as projeções do Copom vêm recuando. No cenário com trajetórias para as taxas de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções do Copom na sua última reunião encontravam-se em torno de 4,0% em 2017 e ao redor de 4,6% para 2018. Esse cenário supõe trajetória de juros que alcança 8,5% a.a. ao final de 2017 e de 2018.
 - Nesse cenário, a perspectiva para a inflação deve evoluir de maneira favorável ao longo deste e dos próximos anos, no cenário que supõe evolução das taxas de juros e câmbio conforme expectativas apuradas pela pesquisa Focus. Para 2017, espera-se que a inflação acumulada em 12 meses permaneça abaixo da meta de 4,5% ao longo do ano, atingindo valor mínimo no terceiro trimestre do ano e elevando-se nos últimos meses para valores ainda abaixo da meta. Parte dessa diferença (em relação à meta) pode ser atribuída aos efeitos primários do choque favorável nos preços de alimentos. Nesse mesmo cenário, a trajetória de inflação deve atingir 4,6% em 2018.
 - Em junho, haverá impacto de reajustes de preços administrados, como a redução dos preços de combustíveis e a volta da bandeira verde aos preços de energia. Estima-se que esses reajustes devam reduzir a inflação pelo IPCA

de junho em aproximadamente 0,3 ponto percentual. Essas oscilações pontuais não têm implicação relevante para a condução da política monetária.

Riscos atuais para o cenário

- É necessário acompanhar possíveis impactos do aumento de incerteza recente sobre a trajetória prospectiva da inflação.
 - Por um lado, a manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia podem ter impacto negativo sobre a atividade econômica e, portanto, desinflacionário. Por outro lado, o impacto da incerteza sobre a formação de preços e sobre as estimativas da taxa de juros estrutural pode ter impacto oposto. Existe também a possibilidade que os efeitos acima se anulem e a trajetória prospectiva seja equivalente a trajetória vigente anteriormente.
 - De forma geral, as projeções condicionais do Copom hoje envolvem maior grau de incerteza.
- Enfatizo os seguintes riscos para o cenário básico:
 1. O fator de risco principal é o aumento de incerteza sobre a velocidade do processo de reformas e de ajustes na economia. Isso se dá tanto pela maior probabilidade de cenários que dificultem esse processo quanto pela dificuldade de avaliação dos efeitos desses cenários sobre os determinantes da inflação. Entre esses determinantes, destacam-se a atividade econômica, as expectativas de inflação, as estimativas da taxa de juros estrutural e os preços de ativos financeiros relevantes. Há outros riscos em torno do cenário básico:
 2. O cenário externo, apesar de favorável no momento, apresenta considerável grau de incerteza e pode dificultar o processo de desinflação.
 3. A desinflação dos preços de alimentos e de preços industriais pode ter efeitos secundários na inflação. Notadamente, pode contribuir para quedas adicionais das expectativas de inflação e da inflação em outros setores da economia.
 4. A atividade econômica dá sinais de estabilização no curto prazo e perspectiva de recuperação, mas a retomada da economia pode ser mais (ou menos) demorada e gradual do que a antecipada. A manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de

reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade econômica.

Política monetária no atual contexto

- Não há relação direta e mecânica entre o aumento de incerteza e a política monetária.
- A flexibilidade do regime de metas para a inflação permite adequar a política monetária aos possíveis cenários prospectivos.
- O Banco Central tem comunicado a racionalidade econômica que guia suas decisões, explicitando as condicionalidades que determinam a evolução da política monetária. Isso contribui para aumentar a transparência e melhorar a comunicação do Copom.
- Com expectativas de inflação ancoradas, projeções de inflação em torno da meta para 2018 e um pouco abaixo da meta para 2017, e elevado grau de ociosidade na economia, o cenário prescreve a continuidade do ciclo de distensão da política monetária, já considerando os atuais riscos em torno do cenário e as estimativas de extensão do ciclo.
- A extensão do ciclo de flexibilização monetária dependerá da evolução da atividade econômica, dos fatores de risco mencionados acima e das projeções e expectativas de inflação para 2018 e 2019, mas também das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira. O aumento recente da incerteza associada à evolução do processo de reformas e de ajustes necessários na economia brasileira dificulta a queda mais célere das estimativas da taxa de juros estrutural e as torna mais incertas. Essas estimativas naturalmente envolvem incerteza e poderão ser reavaliadas ao longo do tempo.
- Em sua última reunião, o Copom decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros em um ponto percentual, para 10,25%, e entendeu que uma redução moderada do ritmo de flexibilização monetária em relação ao ritmo adotado deve se mostrar adequada em sua próxima reunião. Naturalmente, o ritmo de flexibilização continuará dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos, de possíveis reavaliações da estimativa da extensão do ciclo e das projeções e expectativas de inflação.

Taxas de juros reais

- A taxa básica (Selic) está em 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 (juros nominais menos inflação) também estão em queda, apresentando valores próximos aos mínimos históricos. Várias medidas confirmam esse fato:
 - A taxa real *ex-ante*, i.e., taxa de juros prefixada para 12 meses (do mercado de swap DI) menos inflação esperada também em 12 meses, chegou a alcançar em torno de 9% a.a. em setembro de 2015. Permaneceu relativamente estável ao longo de 2016, em torno de 7%, e desde dezembro de 2016 vem declinando, alcançando 4,5% a.a. atualmente.
 - Quando usamos a trajetória Selic do Focus (em vez dos juros prefixados) para os próximos 12 meses para calcular os atuais juros reais, encontramos o valor de 4,3%.
 - Quando inferidos os juros reais dos títulos NTN-Bs (aqueles indexados ao IPCA) negociados no mercado, houve declínio para o patamar atual de 5,2%.
- O patamar atual de taxa de juros real (4,3% – 5,2%) é baixo do ponto de vista histórico. A taxa de juros real na economia brasileira oscilou nas últimas décadas, mas apresenta clara tendência de queda. As taxas reais acima de 20% na década de 90 passaram para em torno de 10% na década passada e chegaram a uma média de 5% nos últimos anos (considerando o período insustentável de juros reais de 2% no governo anterior).

A Agenda BC+

- O BC tem atuado em várias frentes dentro da sua agenda de trabalho BC+.
- A agenda possui medidas organizadas em quatro pilares que buscam: aumentar a cidadania financeira, aprimorar o arcabouço legal que rege a atuação do BC, aumentar a eficiência do sistema financeiro e reduzir o custo de crédito.
- 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 os subsídios cruzados.

- Alguns exemplos recentes dessas medidas são:
 1. **Simplificar o compulsório.** Além de uniformizar alíquotas e datas de recolhimento, eliminou-se a alíquota adicional de recolhimento.
 2. **Melhorar as garantias do sistema.** Registros Eletrônicos, previstos na MP 775/2017, proporcionam maior segurança jurídica, agilidade e transparência.
 3. **Tornar o uso do cartão de crédito mais eficiente e barato.** Recentemente foram adotadas 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. O rotativo regular caiu de 431% a.a. em março para 296% a.a. em abril, o que proporcionou a maior queda mensal da série da taxa média de juros das operações de crédito.
 4. **Modernizar a taxa de remuneração do BNDES.** A nova TLP servirá de base para os novos empréstimos do BNDES, proporcionando maior potência à política monetária, reforçando a queda da taxa de juros estrutural da economia, incentivando o financiamento privado de longo prazo e o mercado de capitais, melhorando a dinâmica das contas públicas, e dando maior agilidade na administração dos empréstimos pelo BNDES.
 5. **Atualizar o marco legal de punições do Sistema Financeiro Nacional (SFN).** A Medida Provisória 784 aperfeiçoa os instrumentos punitivos de natureza administrativa a cargo do Banco Central (BC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como: i) os valores máximos de multas (antes de R\$ 250 mil agora R\$ 2 bi ou 0,5% da receita de serviços e de produtos financeiros do infrator), ii) as demais penalidades (admoestação, inabilitação, cassação de autorização para funcionar), iii) o processo administrativo punitivo em meio eletrônico, iv) a definição de irregularidades administrativas (são 17 tipos, como, por exemplo, desviar ou se apropriar indevidamente de recursos de clientes ou de terceiros, infringir normas sobre capital e limites operacionais) e v) termos de compromisso e acordos de leniência. Os acordos finais de leniência serão sempre públicos, sem sigilo. Mesmo a proposta inicial recebida pelo BC, que a princípio não é pública, poderá ser divulgada. A medida provisória versa sobre irregularidades

administrativas e em nada altera ou interfere na capacidade de investigação e de comprovação de ilícitos penais do Ministério Público. Tampouco altera o dever legal do BC e da CVM de comunicar indícios de crime ao MPF, previsto no art. 9º da Lei Complementar nº 105, de 2001.

Comentários Finais

- O Brasil tem amortecedores robustos e, por isso, está menos vulnerável a choques internos ou externos.
- Vários ajustes e reformas aumentaram a confiança e reduziram a percepção de risco. A continuidade nessa direção, em especial com a aprovação da reforma da Previdência e de outras reformas que visam aumentar a produtividade, será importante para a sustentabilidade da desinflação e da queda da taxa de juros estrutural da economia.
- Evidência empírica tem novamente corroborado a importância da atuação da política monetária, e da política econômica de forma geral, para o controle da inflação.
- As taxas de juros nominais e reais têm declinado no Brasil. A taxa Selic recuou 400 pontos-base nos últimos meses e há expectativa de quedas adicionais à frente. As taxas de juros reais também recuaram de valores próximos a 9% a.a. em setembro de 2015 para a faixa de 4,3% a 5,2% atualmente.
- O cenário básico prescreve a continuidade do ciclo de distensão da política monetária, já considerando os atuais riscos em torno do cenário e as estimativas de extensão do ciclo. A flexibilidade do regime de metas para a inflação permite adequar a política monetária aos possíveis cenários prospectivos.