



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Rio de Janeiro-RJ, 25 de maio de 2018.

XX Seminário Anual de Metas para a Inflação

Discurso de Abertura

Presidente Ilan Goldfajn

Senhoras e senhores, bom dia.

É com grande satisfação que recebemos todos os participantes e convidados neste XX Seminário de Metas para Inflação promovido pelo Banco Central do Brasil, em parceria com o Banco Interamericano de Desenvolvimento, e organizado por nosso Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep).

Gostaria de agradecer a presença de todos os presentes e, em particular, dos apresentadores e debatedores vindos tanto da academia quanto de outros bancos centrais e organismos internacionais, por se dispuserem a participar deste fórum onde compartilharemos conhecimentos e experiências. Esse intercâmbio é importante para que as experiências diante de novos desafios possam ser transformadas em conhecimento, e para que novas ideias sejam confrontadas com a vivência de cada um de nós.

Agradeço também a todos os servidores do Banco Central que trabalharam com afinco para o sucesso deste evento.

Esse é um seminário que acontece anualmente desde o ano de adoção do regime de metas para a inflação como arcabouço de política monetária no Brasil, e já se tornou tradicional no calendário de debates brasileiro. Esse ano estamos realizando a sua vigésima edição, algo que nos dá muito orgulho e traz alegrias.

Ao longo dessas duas décadas, houve grandes desafios, mas também muito se avançou no Brasil e no exterior na condução da política monetária. Para contar um pouco dessa história, sob a perspectiva do Brasil, teremos hoje à tarde um painel comemorativo especial que reunirá à mesa seis ex-diretores de política econômica do Banco Central. Será uma excelente oportunidade para ouvir o relato de suas experiências, dos desafios por eles enfrentados, do aprendizado obtido ao longo de suas empreitadas, e também para conhecer suas visões sobre os desafios e oportunidades futuras.

Eu também ocupei anteriormente essa posição de Diretor de Política Econômica, mas estou certo que as experiências que os meus colegas Sergio Werlang, Afonso Bevilaqua, Eduardo Loyo, Mário Mesquita, Carlos Hamilton e Luiz Pereira têm a compartilhar são tão interessantes que minha ausência à mesa não será sentida.

Brincadeiras à parte, tenho certeza que os relatos de meus ex-colegas de Banco Central nos revelarão muito trabalho, revezes e dificuldades, pois assim o é a tarefa daqueles que se ocupam da função de tomadores de decisão. Mas, nesse caso específico, são também o registro de parte dos avanços institucionais experimentados pelo nosso país ao longo das últimas duas décadas.

Senhoras e senhores, o período recente também tem sido cheio de desafios. Tivemos um dos maiores declínios da atividade com inflação alta em 2015 e 2016. A inflação atingiu quase 11% em 2015 e o PIB contraiu quase 8 p.p. em dois anos. Nesse contexto, mesmo ante uma recessão, se a política monetária não fosse capaz de ancorar as expectativas de inflação em torno do centro da meta, a inflação permaneceria elevada.

Por isso, a reconquista do controle das expectativas de inflação se tornou prioridade do Banco Central. A condução firme da política monetária, aliada à mudança na direção da política econômica de forma geral, foi decisiva para reduzir as expectativas de inflação e para colocar a inflação em trajetória de queda.

Como resultado desse trabalho, desde o ano passado temos observado a redução da inflação, a queda das taxas de juros e a recuperação gradual da economia.

A inflação acumulada em 12 meses foi reduzida para 2,8% em abril deste ano, após uma queda que chegou a mais de 8 p.p. quando comparada a seu pico. Portanto, uma queda significativa. As expectativas de inflação para 2018 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,5% e as expectativas para 2019 e 2020 situam-se em torno de 4,0%.

A mudança na direção da política econômica, redução da inflação, a ancoragem das expectativas, a queda nas taxas de juros e a melhoria das condições no mercado de crédito têm propiciado a recuperação da economia. Após dois anos de recessão, a economia brasileira cresceu 1,0% em 2017, o dobro do que era esperado no início daquele ano. Para 2018 e 2019 os analistas de mercado trabalham com a perspectiva de crescimento de 2,5% e 3,0%, respectivamente. Os últimos indicadores de atividade econômica mostram arrefecimento, num contexto de recuperação consistente, mas gradual, da economia brasileira.

Quanto à condução da política monetária, em sua última reunião, o Copom decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 6,50% a.a., que permaneceu em seu mínimo histórico após o recuo de 775 pontos base desde outubro de 2016.

Desde a reunião de março do Copom, o cenário externo tornou-se mais desafiador e apresentou volatilidade. A evolução dos riscos, em grande parte associados à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas, produziu ajustes nos mercados financeiros internacionais. Como resultado, houve redução do apetite ao risco em relação a economias emergentes.

Os membros do Comitê entendem que pode haver impactos do choque externo na economia brasileira, mas enfatizamos que é essencial entender que a política monetária não reagirá a esses impactos de forma automática, uma vez que suas implicações para a política monetária dependem da forma como o choque poderá se transmitir às expectativas, às projeções de inflação e ao balanço de riscos. Choques externos devem ser combatidos apenas no impacto secundário que poderão ter na inflação prospectiva. Portanto, não há relação mecânica entre o choque externo e a política monetária.

O cenário básico do Copom para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, (i) a possível propagação, por mecanismos inerciais, do nível baixo de inflação pode produzir trajetória prospectiva abaixo do esperado. Por outro

lado, (ii) uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. Esse risco se intensifica no caso de (iii) continuidade da reversão do cenário externo para economias emergentes. Esse último risco se intensificou desde a última reunião do Copom.

A favor da decisão de manter a taxa Selic em 6,50% a.a. pesou a mudança no balanço de riscos para a inflação em função do choque externo, que reduziu as chances de a inflação permanecer abaixo da meta no horizonte relevante por meio de possíveis impactos secundários na inflação. Isso tornou desnecessária a mitigação de risco de convergência demasiadamente lenta da inflação às metas. Pesando o cenário básico e o balanço de riscos, o Comitê concluiu que a decisão de manter a taxa de juros no atual patamar era a mais apropriada.

Para as próximas reuniões, os membros do Copom decidiram sinalizar que, com projeções de inflação confortáveis e o atual balanço de riscos, veem como adequada a manutenção da taxa de juros no patamar corrente.

O Copom reitera que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.

É preciso também enfatizar que a aprovação e implementação das reformas, notadamente as de natureza fiscal, e de ajustes na economia brasileira são fundamentais para a sustentabilidade do ambiente com inflação baixa e estável, para o funcionamento pleno da política monetária e para a redução da taxa de juros estrutural da economia, com amplos benefícios para a sociedade.

Senhoras e senhores, a evolução tanto no cenário doméstico quanto no cenário externo apresenta desafios e levanta questões importantes que serão debatidas hoje ao longo do dia. Desde a crise financeira global de 2008-2009, as economias avançadas têm convivido com baixo crescimento econômico e reduzidas taxas de juros. Em várias economias avançadas as taxas de juros têm permanecido persistentemente próximas

das mínimas históricas. Entender as causas e as implicações macroeconômicas desse declínio nas taxas de juros é uma questão relevante, inclusive em relação aos seus impactos sobre os países emergentes.

No caso do Brasil, como já mencionei anteriormente, as taxas de juros também se encontram nos mínimos históricos, embora tanto seus níveis quanto a dinâmica e os fatores que as condicionam sejam, em grande medida, diferentes dos que prevalecem nas economias maduras. De toda sorte, do ponto de vista da condução da política monetária, obter boa estimativa do nível da taxa de juros natural e entender os seus determinantes é algo crucial. Há, aqui, desafios práticos e de comunicação, uma vez que estimativas da taxa de juros neutra envolvem elevado grau de incerteza. Nesse particular, minha visão é que o limite da transparência é dado pelo conhecimento do Banco Central. O público sempre deseja que o Banco Central comunique o seu nível de taxa natural, mas é impossível comunicar com precisão algo que não se sabe com precisão.

Sobre esse tema de taxas de juros, temos a honra de receber em nosso evento o ilustre economista Marco Del Negro, que proferirá a palestra de abertura deste seminário intitulada "*Safety, Liquidity and Natural Rate of Interest*". Marco Del Negro dispensa apresentação. Mesmo assim, gostaria de ressaltar alguns pontos importantes de seu trabalho. Del Negro é vice-presidente no *Macroeconomics and Monetary Studies Function of the Research and Statistics Group* do *Federal Reserve Bank of New York*. Sua pesquisa tem foco no uso de modelos de equilíbrio geral para previsão e análise de política, tema em que tem contribuições publicadas em importantes revistas científicas, tais como *American Economic Review*, *American Economic Journal: Macroeconomics*, *Journal of Econometrics*, *Journal of Applied Econometrics* e *Review of Economic Studies*.

Outro tema importante que será discutido em nosso seminário é a *identificação, propagação e transbordamento de choques de política monetária*. Esse assunto é particularmente interessante no contexto atual de normalização da política monetária nas economias avançadas. Como já mencionei, o cenário internacional tem se tornado mais desafiador e os efeitos de movimentos nas economias avançadas sobre as

economias emergentes podem ser relevantes. A normalização nos níveis de taxas de juros em algumas economias maduras tem produzido ajustes em preços de ativos e volatilidade nas condições financeiras no mercado internacional.

Para discutir esse tema, teremos a presença de Giovanni Ricco, da *University of Warwick* e *OFCE – Sciences Po*; Matteo Iacoviello do *Federal Reserve Board*; e Samuel Mann, do *Bank of America Merrill Lynch* e *Cambridge University*; num painel mediado por Alexandre Schwartzman, ex-diretor do Banco Central.

Estou certo de que nesta edição, assim como nas anteriores desse seminário, colheremos bons frutos da troca de experiências e do debate de ideias havidos nestes três dias.

Bom trabalho a todos e bom seminário.