



BANCO CENTRAL DO BRASIL

São Paulo (SP), 7 de abril de 2016.

Pronunciamento do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil, no encerramento do “Itaú Macro Vision 2016”.

Como sabemos, o país atravessa um momento desafiador, caracterizado por uma combinação atípica de instabilidade política e desafios econômicos que tem minado a confiança de empresários e de consumidores e, por conseguinte, dificultado a recuperação da economia.

Aliado a isso, o ambiente internacional apresenta um nível de complexidade mais alto que o padrão histórico, tanto proveniente de países emergentes quanto de economias avançadas.

Essa combinação de riscos internos e externos é transitória e, portanto, é importante não desconsiderarmos os ajustes já realizados.

Nesse sentido, permitam-me trazer a esse debate a minha visão sobre as condições atuais e as perspectivas das economias internacional e doméstica e do Sistema Financeiro Nacional.

Ainda que a volatilidade nos mercados tenha sido reduzida em relação ao pico experimentado no início do ano, o nível de incerteza global permanece elevado.

Entre os fatores que permeiam o atual nível de incertezas, destaco dúvidas em relação a quatro elementos-chave: primeiro, o ritmo da desaceleração da atividade econômica na China e a evolução do renminbi; segundo, as trajetórias futuras dos preços das *commodities*, especialmente petróleo; terceiro, o ritmo de crescimento da economia norte-americana e os próximos passos na condução de sua política monetária; e, por último, os programas de estímulo monetário na Europa e no Japão.

Em relação a esse último fator, questionamentos quanto à conveniência e à efetividade do avanço desses programas de estímulo monetário ecoam com maior intensidade recentemente. Isso ocorre na medida em que, primeiro, não aparecem os efeitos previamente esperados dos estímulos já oferecidos sobre a atividade econômica e, segundo, aumentam os temores em relação aos riscos para a estabilidade financeira global, advindos da abundante liquidez

fornecida por esses programas e de seus impactos, em particular, na rentabilidade no sistema bancário.

As economias emergentes têm sido beneficiadas pela perspectiva de um ritmo mais suave do ciclo de aperto monetário nos EUA, pois ganharam mais tempo para se adaptarem a um contexto de condições financeiras mais apertadas.

Ressalto, entretanto, que essa janela de oportunidade não deve ser desperdiçada. Devemos avançar na adoção de ajustes e de reformas que nos permitam enfrentar o eventual aumento da propensão à canalização de capitais para os Estados Unidos, tão logo a autoridade monetária daquele país intensifique o ritmo de normalização das condições monetárias.

Por outro lado, importantes economias emergentes têm se ressentido da debilidade da demanda agregada global e dos baixos preços das *commodities*, em particular aquelas cuja atividade econômica é significativamente dependente do comércio internacional.

Em resumo, o que ainda se vislumbra para este ano é um menor dinamismo para a economia global e a manutenção de níveis mais elevados de volatilidade e de incerteza.

No ambiente doméstico, o Brasil está passando por importantes ajustes macroeconômicos, que se processam, naturalmente, em velocidades e em intensidades distintas.

Embora os ajustes representem um custo imediato, eles são fundamentais para a correção de desequilíbrios econômicos que, de outra forma, continuariam a minar nossa capacidade de retomar o crescimento.

Em relação ao ajuste externo, encerramos o ano de 2015 com uma expressiva redução no *deficit* em transações correntes do balanço de pagamentos, de US\$104 bilhões em 2014 para cerca de US\$59 bilhões, e nossas projeções apontam para aproximadamente US\$25 bilhões ao final de 2016.

De um saldo comercial deficitário em 2014, passamos a um *superavit* da ordem de US\$18 bilhões em 2015, apesar do recuo de cerca de 11% em nossos termos de troca no mesmo período, a maior queda anual desde 1999. Projetamos, ainda, que o saldo da balança comercial atinja um *superavit* em torno de US\$40 bilhões em 2016.

Nos últimos anos, o regime de câmbio flutuante, conforme esperado, atuou como primeira linha de defesa frente à deterioração de nossos termos de troca e o real experimentou significativa desvalorização.

Os ganhos de competitividade derivados do ajuste da taxa de câmbio para a economia nacional são, a meu ver, indiscutíveis. A título de exemplo, destaco três desenvolvimentos positivos relevantes: primeiro, o custo unitário do trabalho na indústria, em dólares, caiu mais de 30% desde o pico de 2014; segundo, em fevereiro, a quantidade exportada avançou mais de 11% no acumulado em doze meses; e, terceiro, a substituição de importações avança e ganha intensidade, especialmente nos setores de bens intermediários e de bens de consumo duráveis.

A despeito das incertezas geradas por fatores econômicos e não-econômicos em 2015, a combinação do ajuste relativo dos preços domésticos em relação aos internacionais e a perspectiva de recuperação econômica no médio prazo mantiveram a atratividade da economia brasileira. Naquele ano, o investimento direto no país foi da ordem de US\$75 bilhões, mais que suficiente para financiar o *deficit* em transações correntes, fato que não ocorria desde 2012. Para 2016, o investimento direto no país deverá financiar o *deficit* em transações correntes com maior folga ainda.

Essa dinâmica favorável das contas externas e da competitividade da indústria, após o choque adverso nos nossos termos de troca, reforça a importância do regime de câmbio flutuante. Entretanto, para que a taxa de câmbio possa flutuar sem causar desequilíbrios, é necessário que a economia doméstica esteja preparada para isso.

Em um passado relativamente recente, depreciações cambiais geravam severos impactos macroeconômicos. Atualmente, esses movimentos não

desencadeiam desequilíbrios patrimoniais ou instabilidade financeira porque a economia não se encontra mais excessivamente exposta ao risco cambial.

Uma das razões para essa mudança foi a alteração na composição dos passivos do balanço de pagamentos, que hoje são constituídos, em sua maioria, por investimentos diretos, mais estáveis diante de choques na economia.

Além disso, destaco a atuação firme do Banco Central para essa evolução estrutural positiva na exposição do país a riscos externos.

Em primeiro lugar, o Banco Central não somente acumulou um importante colchão de reservas internacionais, mas também atuou de maneira consistente para a preservação desse mecanismo de proteção de nossa economia.

Em segundo lugar, e aliado à manutenção de nossas reservas internacionais, o Banco Central adotou um programa de *swaps* cambiais voltado à manutenção da estabilidade financeira interna. Com previsibilidade, regras claras e liquidação em reais, que não envolve o consumo das reservas, nosso programa de *swap* permitiu às empresas e aos investidores atravessarem com segurança o período de volatilidade cambial e de acentuada depreciação do real.

Combinados a outras formas de atuação no câmbio, tais como leilões de linha, o Banco Central tem acompanhado os desenvolvimentos nesse mercado e agido, sempre que necessário, para manter sua funcionalidade, sem jamais afrontar o regime de câmbio flutuante.

Como resultado desses avanços, os agentes econômicos domésticos e globais avaliam de forma mais favorável a solidez de nossa economia frente a choques externos ou domésticos, removendo, assim, uma fonte de instabilidade que tantos efeitos negativos nos trouxe no passado.

O ajuste no setor externo e seus efeitos sobre a economia brasileira não se restringem a 2015. Do lado real da economia, veremos que os setores mais expostos à concorrência internacional continuarão a se beneficiar em 2016,

impulsionando, em alguma medida, sua cadeia de fornecedores e outros setores econômicos.

Em síntese, o ajuste no setor externo está se processando com rapidez e de forma intensa, beneficiando a produção e a competitividade de importantes setores da economia brasileira. Além disso, esse processo de ajuste pavimenta o caminho para a atração de investimentos estrangeiros, favorecendo a expansão do produto mais à frente, e contribuirá para que a retomada do crescimento econômico ocorra sem desequilíbrios nas contas externas.

Senhoras e Senhores,

Um segundo ajuste, crucial e imprescindível, é o fiscal. Crucial, por um lado, para sustentar as conquistas econômicas e sociais das últimas décadas. Imprescindível, por outro, porque não há caminho alternativo para a recuperação da confiança das famílias e dos empresários e para a retomada do crescimento econômico sustentável.

Por mais intensos e bem-sucedidos que possam ser, o ajuste do setor externo e o ajuste monetário, esses não substituem o fiscal.

Esse ajuste demanda medidas de curto, médio e longo prazos para garantir uma trajetória de resultados primários que leve à estabilização e à posterior redução do endividamento público em relação ao PIB.

Um resultado fiscal consistente, além de aumentar a confiança dos agentes na recuperação econômica, contribui para a ancoragem das expectativas de inflação.

Por isso, além de procurar os meios para a obtenção de resultados de curto prazo, amplamente afetados pela contração das receitas tributárias e pela rigidez da estrutura de gastos, é importante perseverar na busca por soluções de natureza estrutural para o presente desequilíbrio fiscal.

No que diz respeito ao ajuste monetário, a inflação em 2015 foi intensa e negativamente afetada pelo fortalecimento do dólar norte-americano e pelo realinhamento dos preços administrados em relação aos preços livres da nossa economia.

Essa mudança nos preços relativos se mostrou mais prolongada e mais profunda que a inicialmente prevista, perdurando durante todo o ano de 2015, mas não se limitando a ele, em função do processo de recomposição de receitas tributárias observado nos níveis federal e estadual no início deste ano, o que nos levou aos patamares de inflação observados recentemente e repercutiu sobre o horizonte de convergência da inflação para a meta.

Nessa conjuntura de forte mudança de preços relativos, combinada com a presença de mecanismos inerciais no processo de formação de preços na economia brasileira, o Banco Central vem atuando para conter a propagação desses aumentos para os demais preços da economia, de modo a evitar a transmissão dos níveis mais elevados de inflação corrente para períodos mais distantes.

No entanto, enquanto os efeitos da mudança de preços relativos na inflação ocorreram de forma rápida, os resultados da atuação do Banco Central ocorrem gradativamente e os efeitos da política monetária sobre a formação de preços demoram mais tempo para se materializar.

Contudo, na nossa visão, de agora em diante, os efeitos desinflacionários da política monetária tendem a preponderar sobre os efeitos de segunda ordem da mudança de preços relativos ocorrida majoritariamente em 2015 e início de 2016.

Após uma inflação mensal elevada em janeiro, causada principalmente por aumentos significativos nos preços de alimentos *in natura* e de transporte público, o mês de fevereiro representou o início do declínio da inflação acumulada em 12 meses, corroborado pela variação do IPCA-15 de março. Nos próximos meses, outros importantes fatores levarão à manutenção da tendência de declínio da inflação.

Primeiro, espera-se uma maior convergência entre a variação de preços administrados e de preços livres para 2016. Vários itens dos preços administrados que pressionaram a inflação de forma significativa em 2015 devem apresentar comportamento moderado este ano. Depois de a maior parte do ajuste ter sido realizada no ano passado, a razão entre os preços administrados e os preços livres está mais alinhada, em patamar próximo ao do final da década passada.

Segundo, o hiato do produto, mais desinflacionário do que anteriormente previsto, deverá reduzir a pressão sobre os preços em 2016, limitando a propagação da inflação para horizontes mais distantes. O ajuste das condições da economia real tem sido significativo e contribuirá para a redução da inflação. No mesmo sentido, a distensão no mercado de trabalho tem se intensificado, servindo para conter as pressões de custos na economia.

Entretanto, a experiência histórica e a literatura econômica mostram que a transmissão das condições do lado real da economia para os preços ocorre com defasagens, embora de forma cumulativa no tempo. Por esse motivo, é importante que os desdobramentos da gestão da política monetária sejam avaliados sob uma ótica prospectiva.

Por fim, outro fator que deverá contribuir para uma trajetória declinante da inflação nos próximos meses será um menor impacto do câmbio sobre os preços domésticos em 2016, seja por uma expectativa de menor depreciação comparativamente a 2015, seja porque o coeficiente de repasse cambial tende a ser menor em um ambiente de demanda agregada doméstica mais retraída.

A despeito dos fatores mencionados – perspectiva de menor repasse cambial para os preços, menor variação de preços administrados, maior abertura do hiato do produto e ambiente externo com tendência de menor crescimento – o balanço de riscos para a inflação permanece desafiador.

Assim, entendo que os riscos inerentes ao comportamento das expectativas e das taxas de inflação observado até recentemente, combinados com a presença de mecanismos de indexação na economia brasileira e de incertezas quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição,

não nos permitem trabalhar com a hipótese de flexibilização das condições monetárias.

De qualquer maneira, reitero que o Banco Central não se furtará, caso novos desenvolvimentos alterem o balanço de riscos da inflação, em adotar as medidas necessárias para assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas, ou seja, circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional em 2016 e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em 2017.

Na fase em que estamos, quando ocorrem simultaneamente queda da atividade econômica e inflação ainda elevada, a percepção dos agentes econômicos é naturalmente afetada pelos custos inerentes ao processo de ajustamento, por serem correntes e mais palpáveis.

No entanto, ajustes vêm se materializando e alguns fatores de dinamismo começam a ganhar tração. Como mencionado anteriormente, os setores mais expostos à competição internacional já colhem frutos e devem impulsionar a atividade em outros setores, à medida que os efeitos positivos dos ajustes se intensifiquem.

Além disso, o processo de convergência da inflação para a meta, que começa a ser refletido nas expectativas de mercado, ajudará a reduzir a incerteza e ampliará o horizonte de planejamento dos agentes, melhorando assim o ambiente macroeconômico.

Devemos lembrar que o próprio processo de realinhamento de preços relativos, a despeito dos seus efeitos de curto prazo sobre a inflação, tem aumentado a eficiência na alocação de recursos, condição necessária para a recuperação da produtividade e do crescimento sustentável.

No curso desse processo, a contribuição do Banco Central se dá não somente pela condução da política monetária, mas também por sua ação para assegurar a solidez do Sistema Financeiro Nacional.

Senhoras e Senhores,

Apesar das dificuldades econômicas, o Sistema Financeiro Nacional, continua sólido, bem capitalizado, líquido e pouco dependente de recursos externos.

O desenvolvimento do crédito se dá em níveis adequados ao momento econômico. Nesse ambiente de baixa confiança dos tomadores e de incertezas de natureza não econômica, a própria demanda por crédito se retrai.

Por outro lado, o aumento moderado dos índices de inadimplência não representa risco material para o sistema, pois as instituições contam com níveis adequados de provisionamento e o endividamento do setor privado está sendo bem gerenciado, inclusive por meio de renegociações de operações de crédito.

É com base nesse cenário que tenho afirmado que a solidez do Sistema Financeiro Nacional representa importante fundamento da economia brasileira, especialmente relevante neste momento de grandes desafios nos ambientes doméstico e internacional, e, numa análise prospectiva, referida solidez será um fator crucial para a recuperação econômica do país.

Senhoras e Senhores,

Os ajustes na economia têm sido importantes, mas ainda não completaram seu ciclo. Há muito o que fazer para o resgate da confiança da sociedade na economia brasileira.

Em qualquer contexto, mas especialmente quando vivenciamos alto nível de incertezas, a principal contribuição do Banco Central do Brasil é trabalhar para proteger o poder de compra da moeda e para assegurar a solidez do sistema financeiro, bases para o crescimento sustentável da economia.

Obrigado pela atenção.
