



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**São Paulo, 06 de março de 2017.**

**Apontamentos do Presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn,  
durante o evento 2017 Prêmio Scopus – Homenagem a Ilan  
Goldfajn, promovido pela Universidade Hebraica de Jerusalém.**

## Introdução e participação na comunidade judaica

- Prezados senhores **Dori Goren**, Cônsul Geral de Israel no Brasil; **Jayme Blay**, Presidente da Sociedade Brasileira de Amigos da Universidade Hebraica de Jerusalém; **Fernando Lottenberg**, Presidente da Confederação Israelita do Brasil (CONIB); e **Bruno Laskovsky**, Presidente da Federação Israelita do Estado de São Paulo (FISESP).
- Demais autoridades e personalidades presentes.
- Senhoras e senhores, boa noite.
- Eu gostaria de começar agradecendo à Universidade Hebraica de Jerusalém por me dedicar o Prêmio Scopus. É uma grande honra figurar ao lado de pessoas tão destacadas que já receberam esse prêmio em outras ocasiões.
- Quero falar hoje do desafio que estamos vivendo no Brasil, do trabalho no BC e a experiência de Israel no combate à inflação.

## O cenário internacional

- O atual cenário econômico mundial é especialmente incerto, mas num contexto de estabilização da economia e de recuperação gradual da atividade econômica.
  - Há incertezas quanto à implementação e possíveis repercussões externas da política econômica do novo governo nos Estados Unidos.
  - É mais provável que em outras regiões, como a Europa, o estímulo global produza efeitos positivos no crescimento, com menores impactos para a política monetária.
  - Essa assimetria tende a fortalecer o dólar e colocar maior pressão nas taxas de juros americanas.
- Esse cenário global incerto poderá ter implicações para as economias emergentes.

- Taxas de juros mais altas nos EUA resultarão em condições de financiamento menos favoráveis para as economias emergentes.
- O Brasil está menos vulnerável a choques externos. O nosso balanço de pagamentos está numa situação confortável. O balanço de transações correntes apresentou em 2016 um déficit de 1,3% do PIB, enquanto investimentos diretos registraram 4,4% do PIB (desses são 3% de participação de capital e 1,4% em empréstimos intercompanhias).
- 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 evitar volatilidade excessiva no mercado de câmbio.
- Nosso estoque de reservas internacionais ultrapassa US\$ 370 bilhões, aproximadamente 20% do PIB. Esse colchão funciona como um seguro em momentos turbulentos do mercado.
- O estoque de *swaps* cambiais foi reduzido de U\$108 bilhões para U\$22 bilhões atualmente. Esse montante menor traz mais conforto. O que não significa que não possamos voltar a diminuir o tamanho do estoque de *swaps* cambiais no futuro.
- A despeito das incertezas sobre o cenário externo, tanto os EUA quanto outras economias avançadas vêm se recuperando.
  - Não podemos descartar a possibilidade de realização de um cenário global mais benigno para o crescimento.
  - Nesse cenário, os preços das *commodities* podem continuar se elevando, contribuindo para acelerar a recuperação econômica das economias exportadoras de petróleo.

## **O diagnóstico da crise brasileira**

- Esse cenário externo incerto encontra o Brasil em momento de estabilização da economia e de recuperação dos fundamentos econômicos.
- A partir de 2011, o Brasil sofreu um revés equivalente a um choque de oferta.

- O mesmo choque que nos levou à atual recessão desencadeou também a alta da inflação.
- Como consequência, o Brasil experimentou a maior recessão de sua história. O PIB caiu 7,4% nos últimos sete trimestres e o desemprego atingiu 12 milhões de brasileiros.
- Há um processo de desalavancagem pública e privada. Ainda estamos sofrendo as consequências desse processo.
- A recessão que sofremos hoje é consequência dos excessos do passado, como o crescimento insustentável das despesas públicas e privadas, o excesso de políticas anticíclicas e a manutenção de preços administrados artificialmente baixos.

## **O cenário econômico doméstico: a política econômica na direção certa**

- **A política econômica doméstica deste governo mudou de direção e as reformas implementadas nesse curto período já mostram resultados positivos.**
  - Diversas reformas e ajustes na economia brasileira aumentaram a confiança e reduziram a percepção de risco da economia brasileira.
  - No campo da avaliação de risco do Brasil, observa-se avanço muito significativo. O CDS caiu de aproximadamente 500 bp no início de 2016 para cerca de 220 bp atualmente. Somente este ano, o CDS foi reduzido em 60 bp, o que evidencia maior confiança dos investidores externos na capacidade de solvência do país, fruto das reformas e do foco no combate à inflação e na recuperação da atividade econômica.
  - O andamento da reforma fiscal em curso (principalmente a aprovação da PEC dos gastos e o encaminhamento da reforma da Previdência) tem sido favorável e será decisivo para o bom desempenho futuro da economia brasileira.
  - O trabalho do governo e do BC nos últimos meses tem sido efetivo em conter a inflação e ancorar as expectativas.

- A inflação caiu de 10,7% em dezembro de 2015 para 5,3% em janeiro de 2017. As expectativas para a inflação ao final de 2017 vêm declinando consistentemente e se encontram em 4,4%. Para 2018 e horizontes mais longos, as expectativas para a inflação dos analistas permanecem ancoradas em 4,5%, meta atual.
- Não só as expectativas, mas as projeções do Copom, no cenário de mercado, recuaram para em torno de 4,2% em 2017 e mantiveram-se ao redor de 4,5% para 2018. Esse cenário embute hipótese de trajetória da Selic que alcança 9,5% e 9% ao final de 2017 e de 2018, respectivamente.
- A evidência empírica tem novamente corroborado a importância da atuação da política monetária, e da política econômica de forma geral, para o controle da inflação. É importante ancorar as expectativas antes de iniciar o ciclo de flexibilização monetária.

## **A recuperação do crescimento econômico e o papel da política monetária.**

- Nossa avaliação é que a economia tem mostrado sinais mistos, mas compatíveis com a estabilização da economia no curto prazo. A evidência sugere uma retomada gradual da atividade econômica ao longo de 2017, mas que pode ser mais (ou menos) demorada do que a antecipada.
- A política monetária deve contribuir para a retomada econômica, complementada por outros esforços do governo.
- O crescimento econômico sustentável depende de níveis crescentes de produtividade.
- Por isso, é imprescindível a continuidade de vários esforços, como os que estamos empreendendo no Brasil.
  - Em primeiro lugar, a aprovação das reformas macroeconômicas, em especial, as fiscais, como a reforma da previdência, são essenciais.
  - O mesmo se aplica às reformas microeconômicas relacionadas a ganhos de eficiência, maior flexibilidade da economia e melhora do ambiente de negócios.

- Em segundo lugar, é importante a realização de investimentos em infraestrutura, através das concessões e de outros mecanismos.

## **Política monetária, taxa de juros real e estrutural da economia**

- A política monetária determina a taxa de juros básica da economia focada nas expectativas e projeções de inflação, na atividade econômica e nos seus fatores de risco.
- No momento, a taxa básica (Selic) está num 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. Várias medidas confirmam esse fato.
  - i. 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/2015. Permaneceu relativamente estável ao longo de 2016, em torno de 7% a.a., e desde dezembro/2016 vem declinando, alcançando 5,5% a.a. atualmente.
  - ii. Quando usamos a trajetória Selic do Focus para os próximos 12 meses (ao invés dos juros prefixados para esse prazo) para calcular os atuais juros reais encontramos valores entre 5 - 5,5% de juros reais.
  - iii. Quando inferem-se os juros reais dos títulos NTN-Bs (aqueles indexados ao IPCA) negociados no mercado, também houve declínio para patamares atuais entre 5 - 5,5%.
- É importante enfatizar que a medida de juros reais *ex-ante* (para frente) é a medida mais apropriada, pois é a que influencia as decisões econômicas. A medida de juros real *ex-post* (taxa Selic menos inflação, as duas acumuladas nos últimos 12 meses) é a taxa realizada do passado e, portanto, não influencia as decisões presentes que dependem do futuro. Essa medida é muito afetada por choques do passado, por exemplo, por surpresas inflacionárias. Um choque inflacionário tende a mostrar um juro

real menor, enquanto uma surpresa desinflacionária tende a mostrar um juro real maior.<sup>1</sup>

- Esse foi o caso no Brasil nos últimos anos. A taxa de juros real *ex-post* atingiu seu mínimo no começo de 2016, em torno de 2% real, exatamente quando a inflação ultrapassou 10% em 12 meses. A partir de então, com a inflação em 12 meses recuando significativamente, a taxa real *ex-post* tem se elevado para entre 8 - 9%.
- Ao longo do ciclo monetário, é normal essa medida de taxa de juros real *ex-post* subir quando o combate à inflação é bem sucedido, para depois cair gradualmente na medida em que os juros cedem. Com a estabilização da inflação em torno da meta, as duas medidas *ex-ante* e *ex-post* devem convergir para o mesmo valor.
- Esse patamar atual de taxa de juros real é baixo do ponto de vista histórico. A taxa de juros real na economia brasileira oscilou nas últimas décadas, mas com clara tendência de queda. De taxas reais acima de 20% na década de 90, para em torno de 10% na década passada e chegando à uma média de 5% real desde então (considerando o período insustentável de juros reais de 2% no governo anterior).
- A taxa de juros real da economia brasileira ainda está em processo de convergência. A possível queda da taxa de juros ao longo do tempo dependerá de avanços que levem à diminuição da taxa estrutural de juros da economia.
- A taxa de juros estrutural depende de fatores como crescimento da produtividade da economia, perspectivas para a política fiscal, qualidade do ambiente contratual e de negócios, eficiência na alocação de recursos via sistema financeiro e qualidade das políticas econômicas.

---

<sup>1</sup> Há ainda os que calculam a taxa de juros real como a Selic corrente (e não a taxa prefixada ou esperada em 12 meses) menos a inflação futura (essa sim, utiliza a taxa esperada em 12 meses). Essa medida que combina taxa Selic corrente com inflação futura não é a taxa *ex-ante* pois não reflete a taxa de juros que de fato será apropriada caso se permaneça com a aplicação (ou com a dívida) por 12 meses. Também não é a taxa real *ex-post* pois essa requer usar a taxa Selic acumulada em 12 meses para refletir o que de fato foi ganho (ou pago).

- Suas estimativas invariavelmente envolvem elevado grau de incerteza. Por essa razão, avaliações sobre a taxa de juros estrutural da economia necessariamente envolvem julgamento.
  - O redirecionamento da política econômica pelo governo, com aprovação e implementação das reformas fiscais, notadamente a reforma da previdência, além de outras reformas e ajustes necessários na economia, podem produzir queda da taxa de juros estrutural da economia brasileira.
  - É importante continuar reavaliando as estimativas da taxa estrutural de juros da economia ao longo do tempo. Mudanças nas estimativas da taxa de juros estruturais ocorrem de forma menos frequentes, embora mais estruturais para a política monetária.
- Um sistema financeiro mais eficiente e com mais crédito livre tende a contribuir para aumentar a potência da política monetária, reduzindo a necessidade de movimentos mais bruscos da taxa de juros ao longo do ciclo monetário.
    - O BC tem atuado nessa direção na 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 redução sustentável do custo do crédito**

- O processo de flexibilização da política monetária, junto com medidas de caráter estrutural, devem contribuir para a queda do custo de crédito.
- A redução estrutural e sustentável do custo do crédito envolve um conjunto de reformas microeconômicas para o aumento da eficiência e da produtividade da economia.
  - 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 subsídios cruzados.



➤ Alguns exemplos recentes dessas medidas são:

1. Implementação de critérios de segmentação e proporcionalidade da regulação prudencial, o que aumenta a concorrência entre instituições financeiras.
2. Simplificação das regras do compulsório. O BC adotou medidas que simplificam e harmonizam as regras e os procedimentos relacionados aos recolhimentos compulsórios com o objetivo de reduzir custos de observância das instituições financeiras.
3. Melhorar as garantias do sistema. Está em fase de consulta pública a regulamentação da Letra Imobiliária Garantida (versão brasileira dos *covered bonds*) que será mais um instrumento de captação de recursos voltados para projetos de longo prazo no mercado imobiliário.
4. Tornar o uso do cartão de crédito mais eficiente e barato. Recentemente adotamos 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.

## **A experiência de Israel**

- Gostaria de usar aqui a experiência de Israel para fazer um paralelo com o caso atual brasileiro, como apontado em recente artigo do Mário Mesquita. Em Israel aconteceu algo semelhante ao que ocorre nesse momento no Brasil.
  - Israel sofria de uma inflação alta e o combate à inflação englobou um período recessivo.
  - A inflação em Israel caiu do nível de 10% em 1999 para algo em torno de 2% (centro da meta) a partir de 2005. Para isso foi necessário, pelo menos, as seguintes políticas.
- Comprometimento do governo com a redução do déficit público.

- Manutenção de uma política monetária focada em atingir a meta mesmo durante um período recessivo. Houve recuperação da credibilidade do Banco Central.
- No final, Israel conseguiu debelar a inflação alta. Convive hoje com inflação na meta ou muito próximo dela.
- A economia também saiu da recessão e voltou a crescer a partir de 2003.
- Interessante que foi nesse episódio que a taxa de juros convergiu para patamares internacionais. A taxa de juros caiu de 13,5% em 1999 para em torno de 4% em 2005. Com a crise financeira internacional a taxa de juros ficou abaixo de 1%, e permaneceu em torno desse patamar a partir de então.

## **Outras sinergias**

- Além dessa experiência desinflacionária comum entre o Brasil e Israel, gostaria de mencionar uma lição mútua que deve ser observada: a promoção de políticas indutoras de inovação resulta em aumento de produtividade e crescimento econômico.
- Brasil e Israel também poderão avançar em uma frutífera parceria na área de educação financeira. Existem boas perspectivas para o desenvolvimento de aplicativos, por exemplo, semelhantes a algumas experiências bem sucedidas no Canadá. Israel tem um acordo na área de tecnologia com o BID que poderá ser um bom ponto de partida para essa iniciativa.

## **Comentários Finais**

- O atual cenário econômico mundial é especialmente incerto, mas num contexto de avanços na recuperação dos fundamentos da economia brasileira e de recuperação da confiança.
- No Brasil, várias reformas e ajustes aumentaram a confiança e reduziram a percepção de risco. A continuidade nessa direção, em especial com a aprovação da reforma da Previdência, será decisiva para a sustentabilidade da desinflação e da queda da taxa de juros estrutural da economia.

- A flexibilização da política monetária no Brasil (queda da taxa Selic) deve contribuir para a retomada do crescimento, complementada por outros esforços do governo. Quanto mais perseverarmos nas reformas e ajustes, mais rápida será a recuperação econômica, com geração de emprego e renda para os brasileiros.
- A evidência empírica tem novamente corroborado a importância da atuação da política monetária, e da política econômica de forma geral, para o controle da inflação. É importante ancorar as expectativas antes de iniciar o ciclo de flexibilização monetária. Não só as expectativas, mas também as previsões de inflação do Banco Central, têm recuado de forma relevante para em torno da meta de 4,5% ou ligeiramente mais baixas.
- As taxas de juros reais também recuaram de valores próximos a 9% a.a. em 2015 para 5,0 - 5,5% atualmente.
- A experiência de Israel demonstra que uma política econômica focada nos ajustes e reformas, e uma política monetária focada na busca das metas de inflação levam a um resultado perene: crescimento sustentável com inflação baixa e estável, num ambiente de juros mais baixos.

-----