



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Brasília (DF), 16 de outubro de 2017.

Apontamento do Presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn

**Café da Manhã
da
Câmara Ítalo-Brasileira de Comércio, Indústria e Agricultura
(ITALCAM)**



Introdução

- É um prazer ter a oportunidade de trazer minha avaliação sobre as condições, atuais e prospectivas, do cenário internacional e da economia doméstica, e de apresentar a visão do Banco Central sobre os desafios das políticas econômica e monetária.

Panorama da economia

- De maneira geral, ao longo de minha fala, gostaria de enfatizar três elementos do momento atual da economia brasileira: a redução da inflação, a queda das taxas de juros e a recuperação da economia.
- Em relação à economia internacional, o cenário tem se mostrado favorável para as economias emergentes de maneira geral, e para o Brasil em particular, na medida em que a atividade econômica global vem se recuperando sem pressionar as condições financeiras nos países avançados. Isso contribui para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes, proporcionando um ambiente mais sereno nos mercados de ativos brasileiros.
- O Brasil está menos vulnerável a choques externos:
 - Nosso balanço de pagamentos está numa situação confortável. Em agosto, o déficit de transações correntes em 12 meses chegou a 0,7% do PIB, enquanto o investimento estrangeiro direto chegou a 4,2% do PIB, seis vezes o déficit.
 - A balança comercial acumula superávit de US\$ 53 bilhões até agosto deste ano, um crescimento de 47% sobre o mesmo período do ano passado.
 - Nosso estoque de reservas internacionais ultrapassa os US\$ 380 bilhões, aproximadamente 20% do PIB.
 - A avaliação de risco do Brasil melhorou de forma significativa, sendo que o CDS caiu de aproximadamente 500 bps no início de 2016 para em torno de 190 atualmente.



Inflação

- A inflação foi reduzida de 10,7% ao final de 2015 para 2,5% em setembro de 2017, na medida acumulada em 12 meses. Essa dinâmica tem vários fatores.
- A ociosidade na economia desempenhou papel desinflacionário na medida em que a demanda era limitada frente à oferta disponível, como é típico de períodos recessivos. No entanto, não podemos dimensionar exageradamente esse fator. A recessão durou mais de dois anos, mas a inflação manteve-se elevada até o terceiro trimestre do ano passado. De fato, a inflação acumulada em 12 meses ainda se encontrava em 9,0% em agosto de 2016.
- A persistência da inflação alta, num contexto de recessão, suscitou vários pedidos para que se adotasse uma meta ajustada acima da meta oficial de 4,5% para 2017. O Banco Central tomou o caminho de perseguir a meta original, mais desafiadora, com o argumento que esse era um objetivo crível.
- A queda da inflação este ano mostra que o objetivo era de fato crível, desde que as expectativas de inflação fossem ancoradas. Num ambiente de incertezas e expectativas de inflação elevadas, as firmas continuavam a reajustar seus preços para evitar possível queda das margens de lucro para território negativo. Esse comportamento defensivo aprofundava a recessão sem que houvesse queda na inflação.
- A condução firme da política monetária, aliada à mudança na direção da política econômica de forma geral, foi decisiva para mitigar esse comportamento defensivo, reduzindo as expectativas de inflação e colocando a inflação em trajetória de queda.
- Acreditamos que a inflação não apresentaria a queda observada caso o Banco Central não atuasse de maneira firme para domar as expectativas inflacionárias, apoiado pela política econômica de forma geral. A dosagem da política monetária se mostrou, até o momento, adequada, com atuais expectativas de crescimento para 2017 e 2018 maiores que as esperadas no final do ano passado.
- É natural, em função dos choques, se esperar que, num regime de metas bem implementado, a inflação flutue em torno do objetivo, estando, por vezes, acima ou abaixo da meta



estabelecida. O importante é que as expectativas para a inflação nos anos seguintes estejam ancoradas na meta.

A condução da política monetária no contexto atual

- Em face das expectativas de inflação ancoradas em torno da meta, da inflação em queda, e do alto grau de ociosidade na economia, a taxa Selic recuou 600 pontos-base desde outubro de 2016 e há expectativa, por parte dos agentes de mercado, de quedas adicionais à frente.
- O cenário básico para a inflação não se alterou de forma material desde a última reunião do Copom e o Relatório de Inflação divulgado pelo Banco Central no dia 21 de setembro.
- Para a próxima reunião, caso o cenário básico evolua conforme esperado, e em razão do estágio do ciclo de flexibilização, o Comitê vê, neste momento, como adequada uma redução moderada na magnitude de flexibilização monetária. Além disso, nas mesmas condições, o Comitê antevê encerramento gradual do ciclo. Não obstante as perspectivas acima, o Copom ressalta que o processo 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.
- O cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções:
 1. Por um lado, a combinação de (i) possíveis efeitos secundários do contínuo choque favorável nos preços de alimentos e da inflação de bens industriais em níveis correntes baixos e da (ii) possível propagação, por mecanismos inerciais, do nível baixo de inflação corrente, inclusive dos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, pode produzir trajetória de inflação prospectiva abaixo do esperado.
 2. Por outro lado, (iii) 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 (iv) reversão do corrente cenário externo favorável para economias emergentes.



- A conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.
- O atual processo de flexibilização monetária tem levado à queda das taxas de juros reais (juros nominais menos inflação), que se encontram em valores próximos aos mínimos históricos, estimadas usando várias medidas:
 1. A taxa real *ex-ante*, medida pela taxa de juros prefixada para 12 meses (do mercado de swap Pré-DI) menos a inflação esperada também em 12 meses, alcança 3,0% a.a. atualmente.
 2. A trajetória Selic do Focus (em vez de juros prefixados) menos inflação esperada, ambas para os próximos 12 meses, gera juros reais de 3,0%.
 3. Finalmente, os juros reais dos títulos NTN-Bs indexados ao IPCA de 12 meses encontram-se em torno de 2,9%.
- O patamar atual de taxa de juros real, próximo a 3%, é baixo do ponto de vista histórico brasileiro e tende a estimular a economia. A taxa de juros real *ex-ante* encontra-se abaixo da taxa estrutural, o que significa que há duas hipóteses pela frente: uma, que a taxa de juros estrutural decline ao longo do tempo; outra, que o juro básico suba. Ou, ainda, uma combinação das duas.
- Cabe ressaltar que o processo de reformas (como as recentes aprovações da reforma trabalhista, da reforma educacional e do teto constitucional de gastos, as mudanças no setor de óleo e gás, os anúncios de privatização, e a reforma das taxas subsidiadas do BNDES) contribuiu para a queda da taxa de juros estrutural. Para garantir que a tendência de queda das taxas de juros reais seja sustentável, é necessário continuar os esforços de reduzir a taxa de juros estrutural. Para isso, temos que perseverar no caminho dos ajustes e reformas.

Recuperação da atividade econômica

- Nosso mercado de crédito também apresenta melhorias. O volume de crédito às famílias vem aumentando e suas taxas de juros estão sendo paulatinamente reduzidas.



- Em agosto, houve aumento de 0,7% no volume mensal de crédito a pessoas físicas, que totalizou R\$ 1,6 trilhões, enquanto a taxa média de juros situou-se em 35,6% a.a., apresentando redução de 6,6 p.p. em doze meses.
- As taxas de inadimplência estão baixas do ponto de vista histórico e permaneceram estáveis pelo terceiro mês consecutivo.
- O endividamento das famílias, como percentual da renda anual, caiu de 27% em setembro de 2015 para 23% em julho de 2017, e o comprometimento de renda com o serviço da dívida diminuiu 2 p.p. no mesmo período, atingindo 18,3% em julho de 2017.
- A redução da inflação, a ancoragem das expectativas, a queda nas taxas de juros e a melhoria nas condições no mercado de crédito têm propiciado a recuperação da economia.
- Após dois anos de recessão, o conjunto recente dos indicadores de atividade econômica mostra sinais compatíveis com a recuperação gradual da economia brasileira.
 - Depois de um crescimento de 1% no primeiro trimestre deste ano, em comparação aos três meses anteriores, a economia brasileira teve um crescimento adicional de 0,2% no segundo trimestre.
 - O consumo avançou 1,4% no segundo trimestre, seu primeiro resultado positivo desde o quarto trimestre de 2014.
 - O setor externo continua contribuindo para a retomada, com as exportações avançando 0,5% e as importações recuando 3,5%.
- Em sequência ao bom desempenho no primeiro semestre, os dados mais recentes continuam apontando para uma recuperação gradual:
 - Em julho, o índice de atividade econômica do Banco Central (IBC-Br) cresceu 0,4%, na medida dessazonalizada.
 - A taxa de desemprego medida pela PNAD-M caiu para 12,6% em agosto, após atingir o pico de 13,7% em março de 2017.



- Houve também a criação de 35 mil postos de trabalho formal em agosto, o quinto resultado positivo mensal consecutivo para o emprego.
- O crescimento do consumo tem sido instrumental para a retomada da economia. A rápida queda da inflação elevou o poder de compra da população e ajudou a explicar essa recuperação via consumo. Esse é um movimento calcado em bases mais sólidas do que no passado, pois baseia-se num aumento permanente de renda e na redução do endividamento das famílias ocorrido nos últimos dois anos.
- O ganho de poder de compra se evidencia claramente na parcela da população que recebe salário mínimo:
 - Em agosto de 2016, sobravam R\$ 185 após comprar uma cesta básica em São Paulo com o salário mínimo de então, de R\$ 880. Tal cesta custava R\$ 695 à época, segundo levantamento do Procon. Em agosto deste ano, sobravam R\$ 294, um aumento de 55% após descontar a inflação do período.
- Não obstante a recomposição do poder de compra e a recuperação do consumo, a retomada dos investimentos é o próximo passo esperado para gerarmos crescimento sustentável no médio e no longo prazo. Os esforços do governo na área de infraestrutura e na privatização são alicerces importantes para esse crescimento sustentável.
- Os recentes leilões de usinas hidrelétricas e concessões de petróleo foram bem-sucedidos, reforçando evidências de que a condução da política econômica já mostra resultados na recuperação da confiança.
- A queda da inflação, a redução dos juros da economia e a recuperação da atividade são resultado da reorientação da política econômica do governo e do trabalho do Banco Central.

Agenda BC+

- Seguindo a agenda de reformas, o BC tem atuado em várias frentes dentro da sua agenda de trabalho BC+, que tem por objetivos aumentar a cidadania financeira, aprimorar o arcabouço



legal que rege a atuação do BC, aumentar a eficiência do sistema financeiro e, também, reduzir o custo de crédito.

- Avanços importantes ocorreram na Agenda BC+. Alguns exemplos são:
 1. Aprovação da lei 13.476, de 2017, convertida da MP 775, que permite que as instituições financeiras registrem, em ambientes eletrônicos, os ativos financeiros (por exemplo, duplicatas) recebidos em garantia de operações de crédito. A ampliação e a regulamentação dos registros eletrônicos proporcionam maior segurança jurídica, agilidade e transparência, além de ajudar a reduzir o custo do crédito.
 2. Aprovação da lei 13.483, de 2017, convertida da MP 777, que moderniza a taxa de remuneração do BNDES. A nova TLP servirá de base para os novos empréstimos do BNDES e será uma taxa de mercado baseada no juro real da NTN-B de cinco anos. A TLP proporciona maior potência à política monetária, reforça a queda da taxa de juros estrutural da economia, incentiva o financiamento privado de longo prazo e o desenvolvimento do mercado de capitais, e dá maior agilidade na administração dos empréstimos pelo BNDES, além de ajudar a proteger os recursos do Tesouro.
 3. Medidas na área de cartão de crédito. A limitação do tempo de uso dessa modalidade de crédito, que reduziu o risco dessas operações, permitiu queda substancial da taxa de juros ofertada aos usuários que fazem seus pagamentos regularmente. A lei 13.455, de 2017, convertida da MP 764, que autoriza os estabelecimentos comerciais a praticar preços diferentes em função do instrumento de pagamento utilizado e do prazo de pagamento da transação, estimula a competição entre os diferentes meios de pagamento, beneficiando lojistas e consumidores.
 4. Atualização do marco legal disciplinar 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).



5. Melhora da informação disponível do sistema para reduzir o *spread* bancário. A revitalização do cadastro positivo por meio de novo arcabouço legal tem como objetivo fomentar o uso desse mecanismo, criando condições para maior concessão de crédito de qualidade aos consumidores. As alterações propostas incluem: a participação automática no cadastro, com a possibilidade de se solicitar a exclusão; o fim da responsabilidade solidária, fazendo com que somente a instituição que solicitar a inclusão seja responsável pela qualidade do dado inserido; e a inclusão de informações relativas à adimplência de serviços públicos (como água, luz e telefone).
6. O PL 314/17, referente à relação entre Banco Central e Tesouro Nacional, altera a forma como os lucros ou prejuízos do Banco Central são repassados ao Tesouro Nacional e dá a possibilidade de o Banco Central acolher depósitos voluntário para fins de condução da política monetária.

Conclusão

- Para finalizar, gostaria de reiterar que:
 - A economia brasileira vive um período de desinflação e recuperação econômica, fruto da reorientação da política econômica ocorrida no ano passado e da determinação da política monetária.
 - Esse cenário de recuperação se dá em um ambiente de flexibilização monetária que tem levado à queda das taxas de juros reais, atualmente em valores próximos aos mínimos históricos.
 - O cenário internacional encontra-se benigno, mas não devemos esperar que continue assim indefinidamente.
- Nesse sentido, quero ressaltar que a continuidade dos ajustes e reformas, em particular a da reforma da previdência, é importante para o equilíbrio da economia, com consequências favoráveis para a desinflação, para a queda da taxa de juros estrutural e para a recuperação sustentável da economia brasileira.



- Muito obrigado a todos.