



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Brasília (DF), 03 de agosto de 2017.

Apontamentos do presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn

**Quarta Conferência Anual sobre
Macroeconomia e Estratégia no Brasil**

Goldman Sachs

Introdução

Boa tarde a todos. Muito obrigado pelo convite. É sempre bom ter a oportunidade de falar para todos sobre nossa visão da conjuntura da economia brasileira (e internacional) e sobre a Agenda BC+ que estamos promovendo.

O cenário econômico

Atividade

- Após dois anos de recessão, dados recentes confirmam o cenário de estabilização da economia. E há perspectivas de retomada gradual da atividade econômica.
- Evidências sobre a recuperação e o seu ritmo poderão ficar mais claras ao longo dos próximos meses, mas já há sinais recentes:
 - No primeiro trimestre deste ano, em comparação aos três meses anteriores, a economia brasileira cresceu 1%. É uma taxa de crescimento forte, refletindo o desempenho muito bom da atividade agrícola. Lembro que não apenas esse setor, mas também a indústria e o setor de serviços mostraram sinais de recuperação. E o setor externo tem contribuído para essa retomada, com o crescimento das exportações, de 4,8%, superando o crescimento das importações, de 1,8%.
 - Após o bom desempenho do primeiro trimestre, os dados do segundo trimestre mostraram recuperação gradual. A população ocupada cresceu 0,6% no segundo trimestre e houve criação líquida de postos de emprego no mercado formal no primeiro semestre. A produção industrial tem oscilado entre dados positivos e negativos, mas cresceu 1,2% no semestre e teve dois trimestres consecutivos de crescimento, o que não ocorria desde 2014. Além disso dados de alta frequência mostram recuperação gradual como os indicadores de vendas do comércio.
 - É importante observar os dados de atividade nos próximos meses para verificar se esse cenário de recuperação irá se consolidar.
- Nos últimos tempos, o aumento de incerteza percebida pelos agentes econômicos impactou negativamente os índices de confiança. Entretanto, a informação disponível sugere que o impacto da queda de confiança na atividade

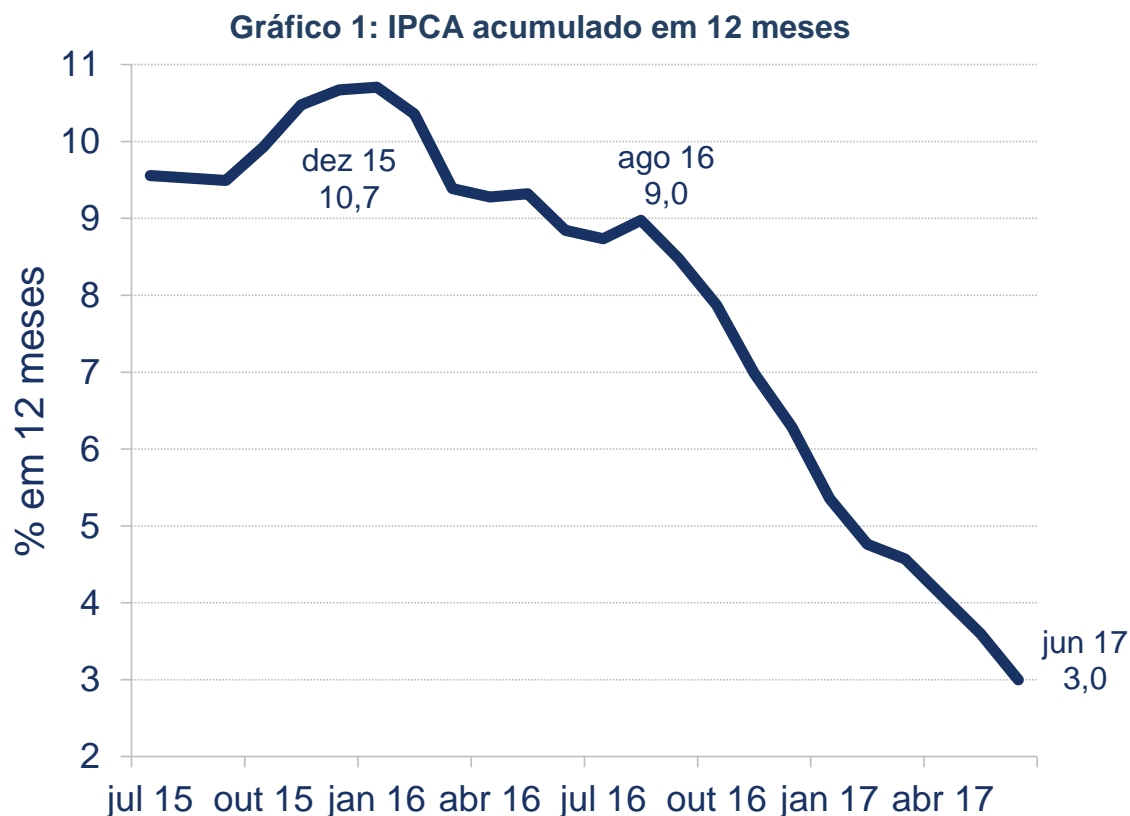
tem sido, até o momento, limitado, permanecendo compatível com o cenário básico do BCB, que é a estabilização e a recuperação gradual da economia brasileira.

Cenário internacional

- O cenário internacional benigno tem contribuído para um ambiente mais sereno nos mercados de ativos brasileiros.
- De fato, o cenário externo tem se mostrado favorável, na medida em que a atividade econômica global tem se recuperado gradualmente sem pressionar as condições financeiras nas economias avançadas.
- O arrefecimento de possíveis mudanças de política econômica em alguns países centrais também contribui para a redução das incertezas.
- Esse ambiente tem colaborado para a manutenção do apetite ao risco por ativos de economias emergentes.

Inflação

- Os dados mensais têm mostrado uma queda substancial da inflação desde o último trimestre do ano passado.
- A queda da inflação recente tem vários motivos, inclusive a ociosidade dos fatores. Mas é interessante observar que, apesar de a recessão ter se iniciado há mais de dois anos, a inflação resistiu à queda até o terceiro trimestre do ano passado.
- Em 2015 houve choque de incerteza e correção de preços administrados. A reação da economia nos últimos dois anos mais se assemelhava àquela promovida por um choque de oferta, com queda de atividade convivendo com alta de inflação. A ideia de que uma demanda fraca e uma ociosidade dos fatores (emprego, capital) se refletissem em uma inflação menor não se materializou até o final do ano passado.
- De fato, a inflação acumulada em 12 meses caiu modestamente de 10,7% em dezembro de 2015 para 9,0% em agosto de 2016, e apenas acelerou a queda substancialmente neste ano, atingindo 3,0% em junho (veja Gráfico 1).



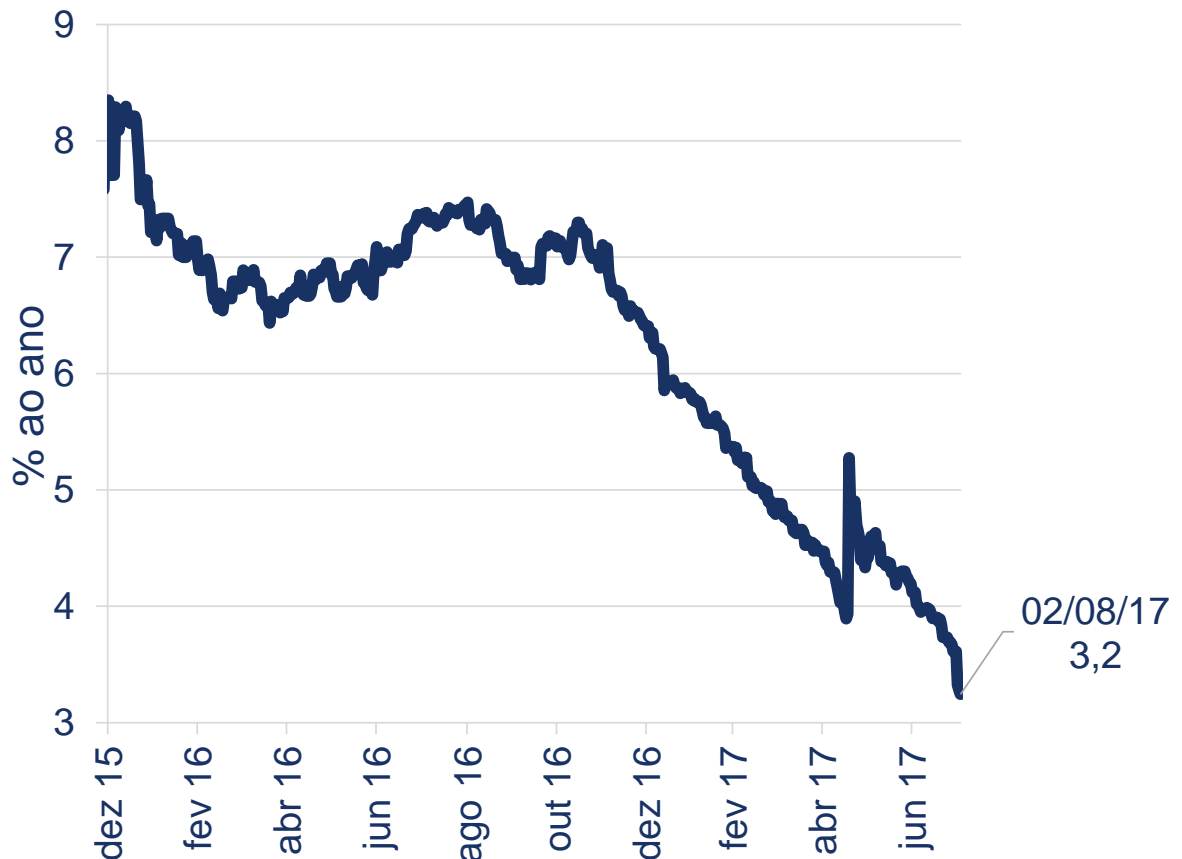
- Uma racionalização para esse fenômeno baseia-se nos mecanismos de defesa dos formadores de preço em um ambiente dominado pela incerteza futura, inclusive sobre a inflação nos próximos anos. Nesse ambiente, evita-se baixar os preços devido ao risco de os custos subirem mais rápido e levarem a prejuízos que ameacem a viabilidade dos negócios, principalmente de pequenas e médias empresas. O risco da perdas no preço domina o receio de queda na quantidade vendida. Vende-se menos, mas sem se reduzir a alta dos preços. A consequência macroeconômica desse comportamento defensivo leva a recessão a se aprofundar, sem queda na inflação.
- Nesse sentido, a mudança de direção da política econômica de forma geral, bem como o trabalho de reduzir as expectativas de inflação (hoje ancoradas nas metas), podem ter reduzido a necessidade desses mecanismos defensivos e permitido a queda da inflação dos últimos meses.
- De fato, nos últimos meses o trabalho tem sido efetivo em conter a inflação e ancorar as expectativas.

- As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus recuaram para em torno de 3,4% para 2017 e para 4,2% para 2018 e encontram-se em torno de 4,25% para 2019 e 4,0% para 2020.
- Não apenas as expectativas de mercado, mas também as projeções do Copom, vêm recuando. No cenário que supõe evolução das taxas de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções para a inflação acumulada em doze meses atingem valor mínimo no terceiro trimestre do ano corrente e elevam-se nos últimos meses do ano para em torno de 3,6% em dezembro. Parte dessa diferença em relação à meta de 4,5% para 2017 pode ser atribuída aos efeitos primários do choque favorável nos preços de alimentos. Esse cenário supõe trajetória de juros que alcança 8,0% ao final de 2017 e 2018. Nesse cenário, a trajetória da inflação atinge 4,3% em 2018.
- De forma geral, o comportamento da inflação permanece favorável. O processo de desinflação se difundiu, se consolidando nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Assim, até o momento, os efeitos de curto prazo do aumento de incerteza quanto ao ritmo de implementação de reformas e ajustes na economia não se mostram inflacionários nem desinflacionários.
- Com relação ao aumento recente de PIS/Confins sobre preços de combustíveis, estima-se impacto total na inflação medida pelo IPCA de aproximadamente 0,45 ponto percentual, distribuído entre os meses de julho e agosto, com maior concentração em agosto. Parte desse impacto já estava contemplada nas projeções condicionais do Copom.
- Também o impacto da mudança da bandeira tarifária de energia elétrica de verde para amarela sobre a inflação do mês de julho medida pelo IPCA, cuja estimativa é de aproximadamente 0,15 ponto percentual, foi considerado.
- Essas oscilações pontuais – em particular dos reajustes de preços de combustíveis e de energia elétrica, que têm sido mais voláteis – não têm, entretanto, implicação relevante para a condução da política monetária

A 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 500 pontos-base nos últimos meses e há expectativa de quedas adicionais à frente.
- Em sua última reunião, o Copom decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros em um ponto percentual, para 9,25% a.a., sem viés. A convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui o ano-calendário de 2018, é compatível com o processo de flexibilização monetária.
- A manutenção desse ritmo de queda da taxa de juros, na próxima reunião do Copom, dependerá da permanência das condições descritas no cenário básico e de estimativas da extensão do ciclo.
- 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.
- O processo de flexibilização monetária tem levado à queda das taxas de juros reais (juros nominais menos inflação), apresentando valores próximos aos mínimos históricos. Várias medidas confirmam esse fato:
 - A taxa real ex-ante, medida pela taxa de juros prefixada para 12 meses (do mercado de swap DI) menos a 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 3,2% a.a. atualmente (Veja Gráfico 2).
 - Quando usamos a trajetória Selic do Focus (em vez de juros prefixados) para os próximos 12 meses para calcular os atuais juros reais, encontramos o valor de 3,5%.
 - Quando inferidos os juros reais dos títulos NTN-Bs indexados ao IPCA de 12 meses, houve declínio para o patamar atual de 3,3%.
- O patamar atual de taxa de juros real próximo de 3,5% (no intervalo de 3,2% – 3,5%, acima) é baixo do ponto de vista histórico no Brasil. Esse patamar tende a estimular a economia.

Gráfico 2: Taxa de juros real ex-ante – Swap-DI 360



- De fato, as taxas de juros reais históricas no Brasil eram 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.
- Há substancial incerteza nas estimativas da taxa estrutural da economia, que precisam ser continuamente reavaliadas.
- É necessário continuar os esforços de reduzir a taxa de juros estrutural da economia. Nesse sentido, a aprovação e a implementação das reformas, notadamente as de natureza fiscal e creditícia, e de ajustes na economia brasileira que mantenham as contas públicas em equilíbrio, são fundamentais para a sustentabilidade da desinflação e para o funcionamento pleno da política monetária.
- A extensão do ciclo de flexibilização monetária dependerá de fatores conjunturais e das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira. A evolução do processo de reformas e ajustes necessários na economia (principalmente das fiscais e creditícias) é importante para a queda das estimativas da taxa de juros

estrutural. Essas estimativas continuarão a ser reavaliadas pelo Copom ao longo do tempo.

Riscos atuais para o cenário

Há riscos para o cenário básico:

1. A incerteza sobre a velocidade do processo de reformas e ajustes na economia (principalmente das fiscais e creditícias) permanece como fator de risco principal.
2. No cenário externo, apesar de favorável no momento, permanecem os riscos associados ao processo de normalização da política monetária em economias centrais, às mudanças de política econômica em algumas economias centrais, e à possível redução do apetite ao risco por ativos de economias emergentes.
3. Há riscos que podem reduzir a inflação. A acentuada desinflação dos preços de alimentos e de preços industriais pode ter efeitos secundários (isto é, além do impacto direto) na inflação. Notadamente, essa desinflação pode contribuir para quedas adicionais das expectativas de inflação e da inflação em outros setores da economia.
4. Como mencionamos acima, há que se monitorar o ritmo de recuperação da economia, que pode ser mais (ou menos) demorado e gradual do que o antecipado.

A Agenda BC+

- O BC tem atuado em várias frentes dentro da sua agenda de trabalho BC+. O objetivo é reduzir a taxa estrutural de juros da economia e também 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.
- Alguns exemplos recentes de medidas sendo implementadas na Agenda BC+:
 1. **Simplificar e modernizar os instrumentos de captação do Banco Central.**
Nos compulsórios, além de uniformizar alíquotas e datas de recolhimento, estão sendo avaliadas alternativas e estruturas que tragam ainda mais eficiência à gestão de liquidez do sistema. Recentemente, eliminou-se a

alíquota adicional de recolhimento. Avalia-se, também, a criação um novo instrumento, o depósito voluntário, para complementar os instrumentos disponíveis para o Banco Central.

2. **Melhorar as garantias e a informação disponível do sistema para reduzir o *spread* bancário.** Está para ser votada em plenário a MP 775/2017 sobre os Registros Eletrônicos, que proporcionam maior segurança jurídica e agilidade e transparência, além de ajudar a reduzir o custo do crédito. Também faz parte da agenda do governo (e do BC+) revitalizar o cadastro positivo através de novo arcabouço legal.
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 (para aqueles que pagaram o saldo mínimo) caiu de 14,9% ao mês em março de 2017 para 10,5% ao mês em junho deste ano, e em termos anualizados caiu quase pela metade.
4. **Modernizar a taxa de remuneração do BNDES.** A Medida Provisória 777/2017 está para ser votada no Congresso nas próximas semanas. A nova TLP, que servirá de base para os novos empréstimos do BNDES, será uma taxa de mercado baseada no juro real de uma NTN-B de cinco anos. Haverá convergência de cinco anos da atual TJLP para a nova TLP. O estoque de empréstimos atuais não será afetado pela Medida Provisória. 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 mercado de capitais, dá maior agilidade na administração dos empréstimos pelo BNDES, além de ajudar a proteger os recursos do Tesouro (cuja conta de subsídios alcançou R\$ 723 bilhões de 2007 a 2016), por meio da explicitação dos subsídios a serem considerados no processo orçamentário. A nova taxa ainda ajuda a proteger os recursos do trabalhador no FAT, permitindo a manutenção do Seguro Desemprego e do Abono Salarial. O FAT tem apresentado déficit da ordem de R\$ 18 bilhões por ano, sendo que a TLP garantirá maior rentabilidade aos recursos do fundo, lhe aportando cerca de R\$ 15 bilhões por ano.

A TLP aproxima as taxas de empréstimos de longo prazo próximas ao custo de oportunidade do Tesouro Nacional. Dessa forma, haveria menor custo fiscal nas taxas desses empréstimos, além de maior transparência e previsibilidade na concessão de possíveis subsídios nas taxas desses empréstimos. Olhando para o passado não deveria se estranhar que a TLP oscile em torno da Selic, dado que a Selic é próxima, ou um pouco abaixo, do custo de oportunidade do Tesouro. Mas o olhar para o passado é enganoso. É importante destacar, olhando para o futuro, que a melhor dinâmica fiscal com subsídios menores e mais previsíveis diminuirá o risco Brasil associado as taxas de juros no Brasil. Além disso, a maior potência da política monetária fará a economia mais estável. Em particular, a inflação e a taxa de juros básica serão menos voláteis, reduzindo risco dos juros advindos da incerteza econômica.

Com a TLP não necessariamente acabarão os subsídios, mas serão explicitados no orçamento, aumentando a transparência das contas públicas.

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).

Comentários Finais

- Até o momento, as condições econômicas se mantiveram a despeito do impacto sobre os índices de confiança do aumento de incerteza quanto ao ritmo de implementação de reformas e ajustes na economia. Isso permitiu a manutenção do ritmo de estabilização e recuperação gradual da economia, a manutenção do comportamento favorável da inflação e a continuidade do ritmo da flexibilização da política monetária.
- A economia brasileira apresenta hoje uma maior resiliência, devido à situação mais robusta de seu balanço de pagamentos e ao progresso no processo desinflacionário e na ancoragem das expectativas.
- A continuidade dos ajustes e reformas será 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.