



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Brasília (DF), 14 de setembro de 2017.

Discurso do presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn

Melhores da Dinheiro - 2017

Senhoras e senhores,

É sempre uma honra participar de um evento dessa importância, que premia o mérito dos empresários mais destacados no cenário nacional.

Hoje, temos aqui um seleto conjunto de representantes que contribuem para a criação da riqueza que proporcionará o desenvolvimento de nossa sociedade. Esse valioso exemplo, que nos fornecem os empresários premiados esta noite, deve ser louvado. Cumprimento as senhoras e os senhores aqui presentes e saúdo todos os empresários brasileiros.

Agradeço o convite feito por Caco Alzugaray e cumprimento as autoridades presentes, em especial o Ministro de Estado da Fazenda Henrique Meirelles.

Aproveitarei essa oportunidade para fazer uma avaliação sobre os cenários econômicos internacional e doméstico, e para apresentar a visão do Banco Central sobre os desafios das políticas econômica e monetária.

Quero iniciar com uma descrição geral do cenário econômico.

Apesar do ambiente de elevada volatilidade interna enfrentado pelo país desde a última edição desse prêmio, quando também tive a honra de fazer o discurso de abertura, nossa situação econômica apresentou avanços, e estou certo de que temos motivos para comemorar.

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. Além disso, 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 do terceiro trimestre continuam apontando para uma recuperação gradual. Em julho o índice de atividade econômica do Banco Central (IBC-Br) cresceu 0,41% na medida dessazonalizada. Houve também no mês a criação de 36 mil vagas e a produção industrial cresceu 0,8% ante o mês anterior, resultados positivos pelo quarto mês consecutivo para esses dois indicadores.

É importante observar os dados de atividade nos próximos meses para que possamos verificar o ritmo de recuperação econômica que se desenha.

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 ajuda a explicar essa recuperação via consumo. Esse é um movimento calcado em bases mais sólidas que no passado, pois baseia-se num aumento provavelmente permanente de renda e na redução do endividamento das famílias ocorrido nos últimos dois anos.

Dessa forma, após dois anos de recessão causada pelos excessos cometidos no passado, a recuperação da economia deve-se também à reorientação da política econômica e à determinação da política monetária na queda da inflação.

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 longo prazo. Os esforços do governo na área de infraestrutura e na privatização são alicerces importantes para esse crescimento sustentável.

A retomada gradual da atividade ocorre num contexto de alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego.

O cenário externo tem se mostrado favorável, na medida em que a atividade econômica global vem se recuperando sem pressionar as condições financeiras nas economias avançadas. Isso contribui para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes, proporcionando um ambiente mais sereno nos mercados de ativos brasileiros.

A inflação tem mostrado queda substancial desde o último trimestre do ano passado. Tal queda tem vários motivos, inclusive a ociosidade dos fatores. Mas vale 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. De fato, a inflação acumulada em 12 meses caiu modestamente de 10,7% em dezembro de 2015 para 9,0% em agosto de 2016. A persistência de inflação alta, num contexto de recessão, suscitou vários pedidos para adotar uma meta ajustada acima da meta oficial de 4,5% para 2017. O BCB tomou o caminho de perseguir a meta original, que parecia mais difícil, com o argumento que era um objetivo crível.

A queda da inflação este ano, atingindo 2,5% em agosto, mostra que o objetivo não somente era crível, mas bem possível, desde que as expectativas de inflação fossem ancoradas. A estratégia da política monetária de ancorar antes de flexibilizar pode ter contribuído para mudar o binômio inflação/recessão para desinflação/recuperação.

Há evidências apresentadas na literatura econômica – em trabalhos como Bryan, Meyer & Parker (2015), Correa, Petrassi & Santos (2016) e Meier (2010) – que ajudam a racionalizar essa mudança no cenário. Inicialmente, num ambiente de incerteza e expectativas elevadas de inflação à frente, firmas evitam baixar seus preços (ou o ritmo de sua elevação) mesmo num contexto recessivo, devido ao risco de seus custos subirem rapidamente, o que as levaria a prejuízos que ameaçariam a viabilidade dos negócios, principalmente no caso de pequenas e médias empresas.

Com isso, o risco de perdas no preço domina o receio de queda na quantidade vendida. Vende-se menos, mas sem se reduzir o ritmo de alta dos preços. Como consequência macroeconômica, esse comportamento defensivo aprofunda a recessão sem que haja 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, podem ter mitigado a necessidade desses mecanismos defensivos e, assim, permitido a queda da inflação observada nos últimos meses.

De forma geral, o comportamento da inflação permanece bastante favorável, com diversas medidas de inflação subjacente em níveis baixos, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

As projeções do Copom indicam uma inflação sob controle. Sob cenário com trajetórias para as taxas de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções do Copom recuaram para em torno de 3,3% para 2017 e elevaram-se para aproximadamente 4,4% para 2018. Esse cenário supõe trajetória de juros que encerra 2017 em 7,25%, cai para 7,0% no início de 2018 e eleva-se para 7,5% ao final do ano.

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 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 8,25% 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 conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.

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.

Diante desse cenário, o atual processo de flexibilização monetária tem levado à queda das taxas de juros reais (juros nominais menos inflação), que se encontra em 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 Pré-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.

- 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 2,9%.
- 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, no intervalo de 2,9% a 3,3%, 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 para frente. Uma que a taxa de juros estrutural decline ao longo do tempo. A outra é que o juro básico suba ou, ainda, uma combinação das duas.

Nesse sentido, a fim de 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. Assim, cabe ressaltar que o processo de reformas, como as recentes aprovações de medidas na área creditícia e de ajustes necessários na economia brasileira, contribui para a queda da sua taxa de juros estrutural.

Seguindo a agenda de reformas, o BC tem atuado em várias frentes dentro da sua agenda de trabalho BC+, que tem por objetivos reduzir a taxa estrutural de juros da economia, 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.

Alguns avanços importantes ocorreram na Agenda BC+. Alguns exemplos são:

1. **Aprovação da MP 775 que melhorar as garantias.** 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 MP 777 que modernizar a taxa de remuneração do BNDES.** A nova TLP, recentemente aprovada no Congresso, 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. Vale lembrar que haverá convergência em cinco anos da atual TJLP para a nova TLP, e que 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

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. **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).
4. **Melhorar a informação disponível do sistema para reduzir o *spread* bancário.** Também faz parte da agenda do governo (e do BC+) revitalizar o cadastro positivo por meio de novo arcabouço legal com o objetivo de fomentar o uso desse mecanismo, criando condições para maior concessão de crédito de qualidade aos consumidores. As alterações propostas incluem: participação automática no cadastro, com a possibilidade de se solicitar a exclusão; 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 (água, luz, telefone etc.).

Senhoras e Senhores,

- A economia brasileira vive um período de desinflação e recuperação econômica, fruto da reorientação de política econômica ocorrida no ano passado e da determinação da política monetária.
- O cenário internacional encontra-se benigno, não podemos contar com sua perpetuação.
- Nesse sentido, quero ressaltar que a continuidade dos ajustes e reformas 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 e boa noite a todos.