

Ata da Reunião do

Comitê de Política Monetária — Copom

31 de outubro e 1º de novembro de 2023





31 de outubro e 1º de novembro

Data: 31 de outubro e 1º de novembro de 2023

Local: Salas de reuniões do 8° andar $(31/10 \text{ e } 1^{\circ}/11 - \text{manhã})$ e do 20° andar $(1^{\circ}/11 - \text{tarde})$

do Edifício-sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horários de início 31 de outubro: 10h08 - 11h55; 14h33 - 17h40

e término: 1º de novembro: 10h35 – 11h48: 14h38 – 18h30

Presentes:

Membros do Copom Roberto de Oliveira Campos Neto – Presidente

Ailton de Aguino Santos Carolina de Assis Barros Diogo Abry Guillen

Fernanda Magalhães Rumenos Guardado

Gabriel Muricca Galípolo Maurício Costa de Moura Otávio Ribeiro Damaso Renato Dias de Brito Gomes

Chefes de Alan da Silva Andrade Mendes – Departamento de Reservas Internacionais

Departamento André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente na tarde de 1º/11) responsáveis por André de Oliveira Amante – Departamento de Operações de Mercado Aberto apresentações técnicas Fabia Aparecida de Carvalho – Departamento de Assuntos Internacionais

(presentes em 31/10 e na Ricardo Sabbadini – Departamento Econômico

manhã de 1º/11): Rogério Antônio Lucca – Dep. de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

(presentes em 31/10 e na

Demais participantes André Luiz Caccavo Miguel – Chefe do Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro

Arnildo da Silva Correa – Chefe da Assessoria Econômica ao Presidente

manhã de 1º/11): Cristiano de Oliveira Lopes Cozer – Procurador-Geral

Edson Broxado de França Teixeira — Chefe de Gabinete do Diretor de Fiscalização Eduardo José Araújo Lima – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Econômica

Euler Pereira Goncalves de Mello – Chefe Adjunto do Departamento de Estudos e Pesauisas Fernando Alberto G. Sampaio de Cavalcante Rocha – Chefe do Departamento de Estatísticas Isabela Ribeiro Damaso Maia – Chefe da Gerência de Sustentabilidade e de Relacionamento com Investidores Internacionais de Portfólio (presente em 31/10)

Julio Cesar Costa Pinto – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Monetária Laura Soledad Cutruffo Comparini – Chefe Adjunta do Departamento Econômico

Leonardo Martins Nogueira – Secretário Executivo

Luís Guilherme Siciliano Pontes – Chefe Adjunto do Departamento de Reservas Internacionais (presente em 31/10)

Marcelo Antonio Thomaz de Aragão – Chefe Adjunto do Dep. de Assuntos Internacionais

Mariane Santiago de Souza – Chefe de Gabinete do Presidente

Mauro Zanatta – Assessor de Imprensa

Olavo Lins Romano Pereira – Chefe Adjunto do Departamento de Assuntos Internacionais

Ricardo Eyer Harris – Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação

Ricardo Franco Moura – Chefe do Departamento de Regulação Prudencial e Cambial

Os membros do Copom analisaram a evolução recente e as perspectivas para a economia brasileira e para a economia internacional, no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional para a inflação.

258^a Reunião COPOM

31 de outubro e 1º de novembro



A) Atualização da conjuntura econômica e do cenário do Copom¹

- 1. O ambiente externo mostra-se adverso, em função da elevação das taxas de juros de prazos mais longos nos Estados Unidos, da resiliência dos núcleos de inflação em níveis ainda elevados em diversos países e de novas tensões geopolíticas.
- 2. Os bancos centrais das principais economias permanecem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas em um ambiente marcado por pressões nos mercados de trabalho. O Comitê avalia que o cenário exige atenção e cautela por parte de países emergentes.
- 3. No âmbito doméstico, o conjunto de indicadores recentes de atividade econômica segue consistente com o cenário de desaceleração esperado pelo Comitê. Nota-se uma desaceleração nos dados de atividade referentes a agosto, em particular em serviços. Por outro lado, o mercado de trabalho segue aquecido, mas apresenta alguma moderação na margem.
- 4. A inflação ao consumidor segue a trajetória esperada de desinflação, com uma composição benigna, exibindo desaceleração tanto na inflação de serviços quanto nos núcleos de inflação. Os indicadores que agregam os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, que possuem maior inércia inflacionária, apresentaram menor inflação, mas mantêm-se acima da meta. As expectativas de inflação para 2023, 2024 e 2025 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 4,6%, 3,9% e 3,5%, respectivamente.

B) Cenários e análise de riscos

- 5. No cenário de referência, a trajetória para a taxa de juros é extraída da pesquisa Focus e a taxa de câmbio parte de USD/BRL 5,00², evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC). O preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura pelos próximos seis meses e passa a aumentar 2% ao ano posteriormente. Além disso, adotase a hipótese de bandeira tarifária "verde" em dezembro de 2023, de 2024 e de 2025. Nesse cenário, as projeções de inflação do Copom situam-se em 4,7% para 2023, 3,6% para 2024 e 3,2% para 2025. As projeções para a inflação de preços administrados são de 9,3% para 2023, 5,0% para 2024 e 3,6% para 2025.
- 6. O Comitê avalia que a conjuntura internacional se mostra adversa. Passado o primeiro movimento de desinflação decorrente da normalização das cadeias produtivas, dos efeitos iniciais dos apertos de política monetária e do arrefecimento das pressões sobre commodities, o Comitê se deteve sobre as fontes de desinflação para os próximos trimestres. Em um contexto geopolítico incerto, com um mercado de trabalho aquecido e um hiato do produto apertado nas economias avançadas, o Comitê avalia que a estratégia de aperto monetário prolongado tem sido fundamental para conter a inflação mundial, facilitando o controle inflacionário dos países em ergentes. Por outro lado, o aperto monetário global pode trazer pressões sobre o câmbio e impactar o preço dos ativos domésticos, contribuindo para um processo desinflacionário interno mais lento no curto prazo.
- 7. Os riscos em torno do cenário global cresceram. A elevação das taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos restringe as condições financeiras, mas ainda é incerta a defasagem e a magnitude desse impacto sobre a atividade econômica norteamericana, que segue resiliente. Face à elevação das taxas de juros de longo prazo observada, o Comitê discutiu, inicialmente, as possíveis razões desse fenômeno. Em sua

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em setembro (257ª reunião).

² Valor foi obtido pelo procedimento de arredondar a cotação média da taxa de câmbio USD/BRL observada nos dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom, conforme anunciado no Relatório de Inflação de setembro de 2023.

31 de outubro e 1º de novembro



discussão, o Comitê deu maior ênfase às perspectivas fiscais, em particular nos Estados Unidos, enfatizando seus impactos sobre as condições financeiras globais. Também se discutiu como a resiliência da economia norte-americana impactará a duração do aperto necessária para a convergência da inflação nos Estados Unidos. Na visão de alguns, o cenário atual é carregado de incerteza e a combinação do aperto substancial das condições financeiras com a resiliência da atividade pode tornar mais difícil o atingimento de um pouso suave.

- 8. O Comitê debateu os múltiplos canais de transmissão da taxa de juros norteamericana para a economia brasileira, discutindo os efeitos via diferencial de juros, prêmio a termo na curva de juros, demanda externa, câmbio, taxa neutra de juros, preco das commodities, entre outros. Enfatizou-se, em primeiro lugar, o impacto da necessidade de atração de recursos para financiar uma dívida mais alta nos países desenvolvidos. Em tal ambiente, com taxas de juros de dívidas soberanas mais elevadas em economias centrais, nota-se um impacto em outros mercados, tanto de dívida soberana de emergentes quanto de crédito privado, cujo impacto final será tão maior quanto maior for o tempo de juros mais elevados, podendo levar a realocações no processo de rolagem de dívidas. Outro canal, com efeito direto sobre a inflação, se dá via taxa de câmbio. Em tal discussão, ressaltou-se que, apesar da gravidade dos acontecimentos, como o conflito no Oriente Médio e o movimento substancial nos precos de ativos internacionais, a taxa de câmbio e o preco do petróleo tiveram variações até o momento moderadas. Por fim, ao incorporar os múltiplos canais de transmissão em um ambiente de major incerteza, o Comitê avalia que é apropriado adotar uma postura de major cautela diante dos riscos envolvidos.
- 9. No que se refere à atividade econômica doméstica, o Comitê segue antecipando uma desaceleração da atividade econômica ao longo do segundo semestre, após as surpresas no crescimento observadas no primeiro semestre. Em consonância com esse entendimento, os dados divulgados no período mais recente sugerem uma perda de dinamismo no setor de serviços após um crescimento maior do que o esperado ao longo do primeiro semestre. O Comitê notou que, na indústria, segue um cenário de estabilidade, com os setores mais sensíveis ao crédito tendo uma desaceleração mais marcada. Além disso, também se observa um aumento de estoque em vários setores. Portanto, os dados de atividade divulgados desde a última reunião corroboram o cenário delineado pelo Copom.
- 10. O Comitê reforçou a visão de que o esmorecimento no esforço de reformas estruturais e disciplina fiscal, o aumento de crédito direcionado e as incertezas sobre a estabilização da dívida pública têm o potencial de elevar a taxa de juros neutra da economia, com impactos deletérios sobre a potência da política monetária e, consequentemente, sobre o custo de desinflação em termos de atividade.
- 11. Em sua análise do mercado de trabalho, o Comitê debateu, inicialmente, os desenvolvimentos no nível de ocupação. Prossegue a trajetória de queda da taxa de desocupação, embora dados recentes também reflitam queda da taxa de participação. Os dados referentes à contratação no emprego formal se mantêm em níveis elevados e compatíveis com um mercado de trabalho bastante dinâmico. Parte da discussão então se deteve sobre os rendimentos e a renda dos trabalhadores, que sugerem alguma aceleração de ganhos reais no período mais recente. O Comitê considerou que esse desenvolvimento pode refletir questões temporárias e segue avaliando que não há evidência de pressões salariais elevadas nas negociações trabalhistas, mas julgou que é importante seguir monitorando com bastante atenção as diferentes variáveis do mercado de trabalho. A redução recente da inflação acumulada em doze meses dificulta a avaliação dos ganhos reais em um ambiente com rigidez de salários, fazendo com que diferentes pesquisas e análises apresentem conclusões distintas sobre a variação real de salários na margem. O Comitê seguirá atento à dinâmicas de rendimentos das

31 de outubro e 1º de novembro



diversas pesquisas para melhor avaliar o grau de ociosidade no mercado de trabalho e seus potenciais impactos sobre a inflação de serviços.

- 12. A desaceleração na concessão de crédito está em linha com a postura de política monetária. Observa-se uma maior desaceleração na concessão de crédito à pessoa jurídica, aliada a uma recomposição envolvendo relativamente menos crédito via setor bancário e mais via mercado de capitais. Prossegue uma heterogeneidade marcada entre os setores produtivos tanto nas taxas de juros de concessão quanto nos próprios volumes concedidos. Por sua vez, a concessão à pessoa física exibe menor desaceleração e uma recomposição favorecendo as modalidades de baixo custo. Em que pesem as condições monetárias restritivas, enfatizou-se que já se observa a transmissão do ciclo de política monetária esperada pelo mercado para as taxas correntes de novas concessões.
- 13. O Comitê vinha avaliando que a incerteza fiscal se detinha sobre a execução das metas que haviam sido apresentadas, mas nota que, no período mais recente, cresceu a incerteza em torno da própria meta estabelecida para o resultado fiscal, o que levou a um aumento do prêmio de risco. Tendo em conta a importância da execução das metas fiscais já estabelecidas para a ancoragem das expectativas de inflação e, consequentemente, para a condução da política monetária, o Comitê reafirma a importância da firme persecução dessas metas.
- 14. O Comitê julgou que prossegue a evolução benigna do cenário corrente de inflação, em consonância com o que já era esperado. Como antecipado, esgotam-se algumas fontes de desinflação que contribuíram para o primeiro estágio da desinflação. Em particular, nota-se uma menor pressão baixista dos preços de atacado de bens industriais, que até recentemente ainda se normalizavam com o fim dos gargalos nas cadeias produtivas. De forma análoga, os preços de *commodities* agrícolas internacionais e os preços domésticos de alimentos, que também contribuíram para a desinflação ao longo de 2023, já não sugerem pressões baixistas tão pronunciadas nos próximos trimestres. Além disso, os componentes relativos a bens industriais e preços administrados podem apresentar um comportamento menos benigno do que era anteriormente esperado, em função do movimento recente da taxa de câmbio e do preço das *commodities* internacionais. O Comitê segue avaliando que a volatilidade inerente aos componentes ligados a alimentos e bens industriais sugere a possibilidade de reversões abruptas, recomendando cautela.
- 15. Para o cenário prospectivo, o Comitê debateu em maior profundidade os determinantes da inflação de serviços. Também foram mencionados os riscos, parcialmente incorporados no cenário de referência, derivados do fenômeno climático do *El Niño*, assim como os referentes à evolução do preço internacional do petróleo. Ressaltou-se a incerteza com relação ao *El Niño* no que tange à sua magnitude, ao período em que o fenômeno teria maior impacto e aos efeitos individuais sobre diferentes produtos alimentícios. O Comitê manteve sua hipótese de incorporar um impacto relativamente pequeno do *El Niño* em suas projeções de inflação de alimentos, mas alguns membros enfatizaram os impactos inflacionários no caso de ocorrência de um fenômeno *El Niño* mais extremo. Ao fim, concluiu-se unanimemente pela necessidade de uma política monetária contracionista e cautelosa, de modo a reforçar a dinâmica desinflacionária.
- 16. As expectativas de inflação seguem desancoradas e são um fator de preocupação. O Comitê avalia que a redução das expectativas requer uma atuação firme da autoridade monetária, bem como o contínuo fortalecimento da credibilidade e da reputação tanto das instituições como dos arcabouços fiscal e monetário que compõem a política econômica brasileira.
- 17. O Comitê ressalta que, em seus cenários para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Entre os riscos de alta para o cenário inflacionário e as

31 de outubro e 1º de novembro



expectativas de inflação, destacam-se (i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; e (ii) uma maior resiliência na inflação de serviços do que a projetada em função de um hiato do produto mais apertado. Entre os riscos de baixa, ressaltam-se (i) uma desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada; e (ii) os impactos do aperto monetário sincronizado sobre a desinflação global se mostrarem mais fortes do que o esperado. O Comitê avalia que a conjuntura, em particular devido ao cenário internacional, é mais incerta do que o usual e exige cautela na condução da política monetária.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

- 18. O Copom passou então à discussão da condução da política monetária, considerando o conjunto de projeções analisado, assim como o balanço de riscos para a inflação prospectiva.
- 19. O Comitê avalia que houve um progresso desinflacionário relevante, em linha com o antecipado pelo Comitê, mas ainda há um caminho longo a percorrer para a ancoragem das expectativas e o retorno da inflação à meta, o que exige serenidade e moderação na condução da política monetária.
- 20. O cenário doméstico vem se encaminhando em linha com o que era esperado. Concluiu-se que prossegue a trajetória desinflacionária dos núcleos e da inflação de serviços, reforçando a dinâmica benigna recente da inflação. Além disso, dados recentes sugerem uma certa moderação da atividade econômica, como antecipado pelo Comitê, em particular em serviços e comércio. A desancoragem das expectativas de inflação para prazos mais longos se manteve desde a última reunião do Copom. Por fim, as projeções de inflação no horizonte relevante apresentaram alguma elevação e se encontram acima da meta. Dentre os motivos para a elevação, destacaram-se a alteração dos preços administrados projetados para 2024 e as trajetórias da atividade econômica, da capacidade ociosa e do mercado de trabalho, que sugerem um hiato do produto mais apertado, com impacto sobre a inflação de preços livres.
- 21. O cenário internacional, no entanto, tem se mostrado mais volátil e adverso. Há múltiplos mecanismos de transmissão da economia internacional para a economia doméstica, financeiros e econômicos, que devem ser incorporados na tomada de decisão. Um membro avalia que o cenário externo introduz um viés assimétrico altista no balanço de riscos para a inflação. Os demais membros avaliam que o cenário internacional afeta primordialmente o grau de incerteza relativo ao balanço de riscos. O Comitê é unânime em avaliar que o aumento da incerteza no cenário global exige cautela.
- 22. Após a análise do cenário, todos os membros concordaram que era apropriado reduzir a taxa Selic em 0,50 ponto percentual, de forma a ajustar o grau de aperto monetário prospectivo.
- 23. O Comitê analisou vários cenários prospectivos, caracterizados por diferentes trajetórias nos ambientes doméstico e internacional. Debateu-se então a estratégia e a extensão de ciclo apropriados em cada um desses cenários. Optou-se por manter a comunicação recente, que já embute a condicionalidade apropriada em um ambiente incerto, especificando o curso de ação caso se confirme o cenário esperado. Com relação aos próximos passos, os membros do Comitê concordaram unanimemente com a expectativa de cortes de 0,50 ponto percentual nas próximas reuniões e avaliaram que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário. Tal ritmo conjuga, de um lado, o firme compromisso com a reancoragem de expectativas e a dinâmica desinflacionária e, de outro, o ajuste no nível de aperto monetário em termos reais diante da dinâmica mais benigna da inflação antecipada nas projeções do cenário de referência.

31 de outubro e 1º de novembro



24. Por fim, o Comitê debateu a extensão do ciclo de ajustes na política monetária em um cenário global incerto. O Comitê percebe a necessidade de se manter uma política monetária ainda contracionista pelo horizonte relevante para que se consolide a convergência da inflação para a meta e a ancoragem das expectativas. Enfatizou-se novamente que a extensão do ciclo ao longo do tempo dependerá da evolução da dinâmica inflacionária, em especial dos componentes mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica, das expectativas de inflação, em particular as de maior prazo, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos. O Comitê mantém seu firme compromisso com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante e reforça que a extensão do ciclo refletirá o mandato legal do Banco Central.

D) Decisão de política monetária

- 25. Considerando a evolução do processo de desinflação, os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu reduzir a taxa básica de juros em 0,50 ponto percentual, para 12,25% a.a., e entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante, que inclui o ano de 2024 e o de 2025. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.
- 26. A conjuntura atual, caracterizada por um estágio do processo desinflacionário que tende a ser mais lento, expectativas de inflação com reancoragem apenas parcial e um cenário global desafiador, demanda serenidade e moderação na condução da política monetária. O Comitê reforça a necessidade de perseverar com uma política monetária contracionista até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.
- 27. Em se confirmando o cenário esperado, os membros do Comitê, unanimemente, anteveem redução de mesma magnitude nas próximas reuniões e avaliam que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário. O Comitê enfatiza que a magnitude total do ciclo de flexibilização ao longo do tempo dependerá da evolução da dinâmica inflacionária, em especial dos componentes mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica, das expectativas de inflação, em particular daquelas de maior prazo, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.
- 28. Votaram por uma redução de 0,50 ponto percentual os seguintes membros do Comitê: Roberto de Oliveira Campos Neto (presidente), Ailton de Aquino Santos, Carolina de Assis Barros, Diogo Abry Guillen, Fernanda Magalhães Rumenos Guardado, Gabriel Muricca Galípolo, Maurício Costa de Moura, Otávio Ribeiro Damaso e Renato Dias de Brito Gomes.