Notas da 205ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

21 e 22 de fevereiro de 2017



Data: 21 e 22/2/2017

Local: Sala de reuniões do 21º andar (21/2) e do 20º andar (22/2) do Edifício-Sede do Banco Central do

Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 10h02 (21/2), 14h34 (21/2) e 14h00 (22/2) Horário de término: 11h39 (21/2), 17h39 (21/2) e 18h20 (22/2)

Presentes:

Membros do Copom

Ilan Goldfajn – Presidente Anthero de Moraes Meirelles Carlos Viana de Carvalho Isaac Sidney Menezes Ferreira Luiz Edson Feltrim Otávio Ribeiro Damaso Reinaldo Le Grazie Sidnei Corrêa Marques Tiago Couto Berriel

Chefes de Departamento (presentes em 21/2)

André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 22/2)
Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais
Flávio Túlio Vilela – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Gilneu Francisco Astolfi Vivan – Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro
João Barata Ribeiro Blanco Barroso – Departamento de Assuntos Internacionais
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Renato Jansson Rosek – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 21/2)

Gustavo Ênio Falcão Freire - Assessor de Imprensa

Eugênio Pacceli Ribeiro – Chefe de Gabinete da Diretoria de Política Econômica

Leonardo Martins Nogueira – Chefe de Gabinete da Diretoria de Política Monetária

Enrico Bezerra Ximenes de Vasconcelos – Secretário do Comitê de Estabilidade Financeira e Consultor da Diretoria

Luis Gustavo Mansur Siqueira – Chefe de Gabinete da Diretoria de Relacionamento Institucional e Cidadania (presente apenas na sessão vespertina)

Adalberto Felinto da Cruz Junior – Secretário Executivo

Arnildo da Silva Correa – Chefe Adjunto da Assessoria Econômica da Presidência

Ricardo Eyer Harris – Chefe de Gabinete substituto da Diretoria de Regulação

Wagner Thomaz de Aquino Guerra Junior – Chefe de Gabinete da Diretoria de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos (presente apenas na sessão vespertina)

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. Material suplementar a estas Notas, com indicadores da conjuntura econômica, está disponível no sítio do Banco Central do Brasil (http://www.bcb.gov.br?COPOMMATSUP205).

A) Atualização da conjuntura econômica e do cenário básico do Copom¹

- 1. O conjunto dos indicadores de atividade econômica divulgados desde a última reunião do Copom mostra alguns sinais mistos, mas compatíveis com estabilização da economia no curto prazo. A evidência sugere uma retomada gradual da atividade econômica ao longo de 2017.
- 2. A economia segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego.
- 3. No âmbito externo, o cenário ainda é bastante incerto. Entretanto, até o momento, a atividade econômica global mais forte e o consequente impacto positivo nos preços de *commodities* têm mitigado os efeitos sobre a economia brasileira de revisões de política econômica em algumas economias centrais, notadamente nos Estados Unidos. Há, também, incerteza sobre os rumos da economia chinesa.
- 4. Voltando à economia doméstica, a inflação apresenta dinâmica favorável, com sinais de menor persistência no processo inflacionário. O processo de desinflação é mais difundido e indica desinflação nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Isso aumenta a confiança na sua continuidade. Houve ainda uma retomada na desinflação dos preços de alimentos, que constitui choque de oferta favorável. As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus para 2017 recuaram para em torno de 4,4% e as expectativas para 2018 e horizontes mais distantes permanecem ancoradas, em torno de 4,5%.
- 5. Para a trajetória de preços administrados por contrato e monitorados, que compõem as projeções condicionais para a inflação produzidas pelo Copom, projeta-se variação de 5,8% em 2017 e 5,3% em 2018.
- 6. O cenário de mercado supõe, entre outras hipóteses, que as taxas de juros e câmbio seguirão as trajetórias apuradas pela pesquisa Focus. Em particular, supõe taxas de câmbio de R\$3,30/US\$ e

- R\$3,40/US\$ ao final de 2017 e de 2018, respectivamente, e taxas de juros de 9,50% ao ano (a.a.) e 9,00% a.a. ao final dos mesmos períodos.
- 7. Sob essas hipóteses, a projeção de inflação do Copom para 2017 recuou em relação à divulgada nas Notas da reunião do Copom em janeiro (204ª reunião), para em torno de 4,2%. A projeção para 2018 nesse cenário manteve-se ao redor de 4,5%.
- 8. As projeções no cenário com taxas de juros e câmbio inalteradas (por todo o horizonte de projeção) em 13,00% a.a. e R\$3,10/US\$, respectivamente, encontram-se em torno de 3,8% para 2017 e 3,3% para 2018².

B) Riscos em torno do cenário básico para a inflação

- 9. A retomada na desinflação dos preços de alimentos constitui choque de oferta favorável, que pode ter efeitos secundários na inflação. Notadamente, pode contribuir para quedas adicionais das expectativas de inflação e da inflação em outros setores da economia.
- 10. O processo de aprovação das reformas fiscais tem sido positivo. Os próximos passos envolvem apreciação de reformas fundamentais para a sustentabilidade das contas públicas, como é o caso da reforma da previdência. Esse processo pode ser longo e envolve incertezas.
- 11. A atividade econômica dá sinais de estabilização no curto prazo, mas a recuperação da economia pode ser mais (ou menos) demorada e gradual do que a antecipada.
- 12. O alto grau de incerteza no cenário externo pode dificultar o processo de desinflação.

condicionais para a inflação nos cenários que julgar informativos de sua visão sobre a condução da política monetária. No espírito de manter elevado grau de transparência, o Copom continuará a reportar, nos Relatórios de Inflação, projeções condicionais nos quatro cenários que têm sido divulgados desde o Relatório de Inflação do terceiro trimestre de 2016.

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em janeiro (204ª reunião).

O Comitê julga que, no contexto do processo de flexibilização da política monetária em curso, essas projeções com taxa de juros inalterada são pouco informativas. Doravante, o Copom passará a divulgar nos Comunicados e Notas de suas reuniões apenas as projeções

C) Discussão sobre a condução da política monetária

- 13. Os membros do Comitê debateram a evolução da atividade econômica, à luz das estatísticas disponíveis. Todos concordaram que há sinais mistos, mas compatíveis com estabilização da economia no curto prazo. A avaliação prospectiva do Comitê é de que os riscos parecem mais equilibrados do que nos últimos meses de 2016. Entretanto, os desafios para a retomada da atividade econômica permanecem, e o Comitê avalia que a recuperação da economia ao longo de 2017 deverá ser gradual.
- 14. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê destacaram a continuidade das incertezas associadas a possíveis mudanças na política econômica nos EUA e aos rumos da economia chinesa. No entanto, acreditam que a economia brasileira apresenta hoje uma maior capacidade de absorver eventual revés no cenário internacional, devido ao progresso no processo desinflacionário e na ancoragem das expectativas.
- 15. Todos os membros do Comitê concordaram que as perspectivas para a inflação evoluíram de maneira favorável e, em boa parte, em linha com o esperado desde a reunião do Copom em janeiro (204ª reunião). O amplo conjunto de medidas de núcleo da inflação acompanhado pelo Copom aponta para inflação em níveis compatíveis com a meta de 4,5% para 2017 e 2018. As expectativas de inflação seguem ancoradas.
- 16. Os membros do Comitê reafirmaram o entendimento de que, com expectativas de inflação ancoradas, projeções de inflação na meta para 2018 e marginalmente abaixo da meta para 2017, e elevado grau de ociosidade na economia, o cenário básico do Copom prescreve antecipação do ciclo de distensão da política monetária.
- 17. No que tange à extensão do ciclo, i.e., à redução acumulada da taxa Selic ao cabo do processo de flexibilização monetária, a discussão centrou-se em duas dimensões distintas, ambas relevantes para sua determinação. A primeira dimensão diz respeito à taxa de juros estrutural da economia. Essa taxa 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. Suas estimativas invariavelmente envolvem elevado grau de incerteza. Por essa razão, avaliações sobre a taxa de juros estrutural da economia necessariamente envolvem julgamento. O Comitê julga que 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, pode produzir uma queda da taxa de juros estrutural da economia brasileira. Nesse contexto, o Comitê continuará reavaliando suas estimativas da taxa estrutural de juros da economia ao longo do tempo. Essa dimensão produz mudanças menos frequentes e mais estruturais para a política monetária.
- 18. A segunda dimensão diz respeito a aspectos conjunturais. O Comitê entende que suas estimativas da extensão do ciclo de flexibilização monetária em curso dependem não apenas da trajetória vislumbrada para a taxa de juros estrutural da economia, mas também da evolução da atividade econômica, dos demais fatores de risco mencionados acima, e das projeções e expectativas de inflação.
- 19. Em relação ao ritmo de flexibilização ao longo do ciclo, o Comitê entende que, para uma dada estimativa de sua extensão, uma intensificação do ritmo equivale a um maior grau de antecipação do ciclo. Alguns membros do Comitê ponderaram que essa estimativa de extensão poderá ser revisada também em função do grau de antecipação do ciclo.
- 20. Todos os membros do Copom concordaram que a evolução da conjuntura desde a reunião do Copom de janeiro era compatível com a redução da taxa Selic para 12,25% a.a.
- 21. Assim, os membros do Comitê debateram os próximos passos e manifestaram preferência por manter maior grau de liberdade quanto às decisões futuras, a serem tomadas em função da evolução do cenário básico do Copom e dos fatores de riscos apontados acima. Enfatizaram, de início, a condição fundamental de que qualquer decisão futura seja compatível com manutenção das projeções de inflação na meta nos horizontes relevantes para a condução da política monetária, e com ancoragem das expectativas de inflação. Debateram também, por um lado, como a política monetária contribuiria para o processo de estabilização e posterior retomada da atividade econômica e, por outro lado, os efeitos defasados que a política monetária pode ter sobre a inflação para o ano-calendário de 2018, cujas projeções encontram-se em torno da meta de 4,5% – tanto as apuradas pela pesquisa Focus, quanto a projeção condicional do Copom no cenário de mercado.
- 22. Os membros do Copom voltaram a enfatizar que o ambiente com expectativas de inflação ancoradas permitiria ao Comitê se concentrar em evitar possíveis efeitos secundários de ajustes de preços relativos que possam ocorrer ao longo do tempo. Isso se aplica ao choque de oferta favorável nos preços de alimentos. O Copom entende que deve buscar identificar os efeitos primários desse choque de oferta, aos quais a política monetária não deve reagir,

levando em conta as condições de demanda no setor. A política monetária deve concentrar-se, então, em possíveis efeitos secundários desse choque, que podem contribuir para quedas adicionais das expectativas de inflação e da inflação em outros setores da economia.

- 23. Todos os membros do Comitê enfatizaram que a aprovação e implementação das reformas, notadamente as de natureza fiscal, e de ajustes na economia brasileira são fundamentais para a sustentabilidade da desinflação e para a redução de sua taxa de juros estrutural, com amplos benefícios para a sociedade.
- 24. Por fim, os membros do Copom destacaram a importância de outras reformas e investimentos em infraestrutura que visam aumento de produtividade, ganhos de eficiência, maior flexibilidade da economia e melhoria do ambiente de negócios. Esses esforços são fundamentais para a estabilização e a retomada da atividade econômica e da trajetória de desenvolvimento da economia brasileira.

D) Decisão de política monetária

- 25. Considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros para 12,25% a.a., sem viés. O Comitê entende que a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2017 e, com peso gradualmente crescente, de 2018, é compatível com o processo de flexibilização monetária.
- 26. O Copom entende que a extensão do ciclo de flexibilização monetária dependerá das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira, que continuarão a ser reavaliadas pelo Comitê ao longo do tempo.
- 27. O Copom ressalta que uma possível intensificação do ritmo de flexibilização monetária dependerá da estimativa da extensão do ciclo, mas, também, da evolução da atividade econômica, dos demais fatores de risco e das projeções e expectativas de inflação.
- 28. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Ilan Goldfajn (Presidente), Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Viana de Carvalho, Isaac Sidney Menezes Ferreira, Luiz Edson Feltrim, Otávio Ribeiro Damaso, Reinaldo Le Grazie, Sidnei Corrêa Marques e Tiago Couto Berriel.