Notas da 208ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

25 e 26 de julho de 2017



Data: 25 e 26/7/2017

Local: Salas de reuniões do 21º e 8º andares (25/7) e do 20º andar (26/7) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início e término das sessões: 25/7: 10h02 - 12h01; 14h30 - 17h08

26/7: 14h00 - 18h00

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 responsáveis por apresentações técnicas (presentes em 25/7)

André Barbosa Coutinho Marques – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (presente apenas na sessão vespertina)

André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 26/7)

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais

Flávio Túlio Vilela – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

João Barata Ribeiro Blanco Barroso – Departamento de Assuntos Internacionais

João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 25/7)

Adalberto Felinto da Cruz Junior – Secretário Executivo

Edson Broxado de Franca Teixeira – Chefe-Adjunto do Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro

Eugênio Pacceli Ribeiro – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Econômica

Fabio Araujo – Chefe da Assessoria Econômica ao Presidente

Fernando Alberto Sampaio Rocha – Chefe-Adjunto do Departamento Econômico

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

João André Calvino Marques Pereira – Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação

Leonardo Martins Nogueira – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Monetária

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

Maurício Costa de Moura – Chefe de Gabinete do Presidente

Wagner Thomaz de Aquino Guerra Junior – Chefe de Gabinete do Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos

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.

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 permanece compatível com estabilização da economia brasileira no curto prazo e recuperação gradual. O recente aumento de incerteza quanto ao ritmo de implementação de reformas e ajustes na economia impactou negativamente índices de confiança dos agentes econômicos. No entanto, a informação disponível sugere que o impacto dessa queda de confiança na atividade tem sido, até o momento, limitado.
- 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. 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. Isso contribui para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes. Além disso, houve arrefecimento na possibilidade de mudanças de política econômica em alguns países centrais.
- 4. O comportamento da inflação permanece favorável com desinflação difundida, inclusive nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. 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.
- 5. As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus recuaram para em torno de 3,3% para 2017 e para 4,2% para 2018 e encontram-se em torno de 4,25% para 2019 e 4,0% para 2020.
- 6. Para a trajetória de preços administrados, que compõe as projeções condicionais para a inflação produzidas pelo Copom, projeta-se variação de 6,6% em 2017 e 5,3% em 2018.
- 7. O cenário com trajetórias para as taxas de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus supõe, entre outras hipóteses, taxas de câmbio de R\$3,30/US\$ e R\$3,43/US\$ ao final de 2017 e de 2018,

respectivamente, e taxas de juros de 8,00% ao ano (a.a.) ao final dos dois períodos.

8. Sob essas hipóteses, as projeções de inflação do Copom recuaram para em torno de 3,6% para 2017 e 4,3% para 2018.

B) Riscos em torno do cenário básico para a inflação

- 9. A incerteza sobre a velocidade do processo de reformas e ajustes na economia (principalmente das fiscais e creditícias) permanece como fator de risco principal.
- 10. No cenário externo, apesar de favorável no momento, permanecem os riscos associados ao processo de normalização da política monetária em economias centrais, a mudanças de política econômica em algumas economias centrais, e à possível redução do apetite ao risco por ativos de economias emergentes.
- 11. 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.
- 12. A retomada da economia pode ser mais (ou menos) demorada e gradual do que a antecipada.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

- 13. Os membros do Comitê debateram a evolução da atividade econômica à luz das informações disponíveis. Todos concordaram que o processo de estabilização da economia parece ter se consolidado. Avaliaram também que, apesar de uma recuperação gradual ser o mais provável, o ritmo de retomada da atividade econômica ainda permanece incerto.
- 14. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê destacaram a evolução favorável recente da economia global, com recuperação gradual da atividade, sem que isso venha pressionando as condições financeiras nas economias avançadas. Debateram a permanência de

A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em maio (207ª reunião).

riscos associados ao processo de normalização da política monetária em economias centrais e aos rumos da economia chinesa, com possíveis impactos sobre o apetite ao risco por ativos de economias emergentes. Ressaltaram que a economia brasileira apresenta hoje maior capacidade de absorver eventual revés no cenário internacional, devido à sua situação mais robusta de balanço de pagamentos e ao progresso no processo desinflacionário e na ancoragem das expectativas.

- 15. Todos os membros do Comitê concordaram que as perspectivas para a inflação têm evoluído de maneira favorável. Os membros do Comitê analisaram a trajetória da inflação ao longo deste e dos próximos anos. Considerando o 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.
- 16. Os membros do Comitê avaliaram os impactos sobre a inflação de curto prazo do aumento recente de PIS/Confins sobre preços de combustíveis. Estimase impacto total na inflação medida pelo IPCA de aproximadamente 0,45 ponto percentual, distribuídos entre os meses de julho e agosto, mas com maior concentração em agosto. Parte desse impacto já estava contemplada nas projeções condicionais do Copom. Debateram 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. Todos concluíram que essas oscilações pontuais – em particular dos reajustes de preços de combustíveis e de energia elétrica, que têm sido mais voláteis – não têm implicação relevante para a condução da política monetária.
- 17. Os membros do Comitê avaliaram os possíveis impactos do aumento de incerteza sobre o ritmo de reformas e ajustes na economia sobre a trajetória prospectiva da inflação. Concluíram que a informação disponível sugere impactos limitados até o momento, tanto pelos canais inflacionários quanto pelos desinflacionários.
- 18. Os membros do Copom avaliaram a extensão do ciclo de flexibilização monetária, inclusive suas implicações para as taxas de juros vigentes ao longo de 2018. Essa extensão dependerá de fatores conjunturais (evolução da atividade econômica, dos

demais fatores de risco mencionados acima e das projeções e expectativas de inflação para 2018 e 2019), mas também das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira. O Comitê entende que a evolução do processo de reformas e ajustes necessários na economia (principalmente das fiscais e creditícias) é importante para a queda da taxa de juros estrutural. As estimativas dessa taxa naturalmente envolvem incerteza e continuarão a ser reavaliadas pelo Comitê ao longo do tempo.

- 19. Os membros do Comitê reafirmaram o entendimento de que, com expectativas de inflação ancoradas, projeções de inflação ligeiramente abaixo da meta para 2018 e elevado grau de ociosidade na economia, o cenário básico do Copom prescreve continuidade do ciclo de distensão da política monetária. Esse entendimento já considera os atuais riscos em torno do cenário básico e as estimativas de extensão do ciclo.
- 20. O Comitê entende que, para uma dada estimativa da extensão do ciclo, o ritmo de flexibilização depende do estágio do ciclo em que a política monetária se encontra, sem necessariamente refletir mudanças no seu cenário básico ou no balanço de riscos.
- 21. Todos os membros do Copom concordaram que, a despeito do aumento de incerteza quanto ao ritmo de implementação de reformas e ajustes na economia, a evolução da conjuntura desde sua reunião em maio (207ª reunião) mostrou-se compatível com a redução da taxa Selic para 9,25% a.a.
- 22. Assim, os membros do Comitê debateram os próximos passos na condução da política monetária. Nesse contexto, avaliaram a conveniência de uma sinalização sobre as possíveis magnitudes de flexibilização na próxima reunião. As análises sobre a conveniência de sinalização e a magnitude adequada de flexibilização envolveram considerações sobre as projeções de inflação e de atividade, as estimativas de extensão e o atual estágio do ciclo, e os riscos em torno do cenário e dessas estimativas, inclusive os associados às perspectivas de reformas e ajustes na economia.
- 23. Os membros do Comitê concordaram sobre a importância de uma sinalização, mas reiteraram sua preferência por explicitar condicionalidades sobre a evolução da política monetária, o que melhor transmite a racionalidade econômica que guia suas decisões. Isso contribui para aumentar a transparência e melhorar a comunicação do Copom.
- 24. Debateu-se a conveniência de se sinalizar flexibilização adicional de mesma magnitude da adotada nesta reunião, versus uma flexibilização

mais moderada. Concluíram por sinalizar, para a próxima reunião do Copom, uma possível flexibilização de mesma magnitude da adotada nesta reunião, mas que dependerá da permanência das condições descritas no cenário básico do Copom e de estimativas da extensão do ciclo. De forma geral, a magnitude da 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.

- 25. Os membros do Copom enfatizaram 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. O Copom entende que deve buscar identificar os efeitos primários desses realinhamentos, aos quais a política monetária não deve reagir. Essa política deve concentrar-se, então, em possíveis efeitos secundários de tais realinhamentos, que podem contribuir para mudanças nas projeções e expectativas de inflação.
- 26. Em função também do aumento da incerteza recente, todos os membros do Comitê voltaram a enfatizar que a aprovação e implementação das reformas, notadamente as de natureza fiscal e creditícia, e de ajustes na economia brasileira, são fundamentais para a sustentabilidade da desinflação, para o funcionamento pleno da política monetária e para a redução da taxa de juros estrutural da economia, com amplos benefícios para a sociedade.
- 27. Por fim, os membros do Copom destacaram a importância de outras reformas (como a recente aprovação da reforma trabalhista) 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

28. 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 em um ponto percentual, para 9,25% 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 o ano-calendário de 2018, é compatível com o processo de flexibilização monetária.

- 29. O Copom ressalta que a extensão do ciclo de flexibilização monetária dependerá de fatores conjunturais e das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira. O Comitê entende que 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 Comitê ao longo do tempo.
- 30. O Copom ressalta que a manutenção das condições econômicas, até este momento, a despeito do aumento de incerteza quanto ao ritmo de implementação de reformas e ajustes na economia, permitiu a manutenção do ritmo de flexibilização nesta reunião. Para a próxima reunião, a manutenção deste ritmo dependerá da permanência das condições descritas no cenário básico do Copom 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.
- 31. 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.