Ata da 225ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

17 e 18 de setembro de 2019



Data: 17 e 18/9/2019

Local: Salas de reuniões do 8º andar (17/9) e do 20º andar (18/9) do Edifício-Sede do Banco Central do

Brasil – Brasília – DF

Horário de início e de término das sessões: 17/9: 10h06 – 12h42; 14h36 – 18h43

18/9: 14h00 - 18h06

Presentes:

Membros do Copom

Roberto Oliveira Campos Neto – Presidente Bruno Serra Fernandes Carlos Viana de Carvalho Carolina de Assis Barros Fernanda Feitosa Nechio João Manoel Pinho de Mello Maurício Costa de Moura Otávio Ribeiro Damaso Paulo Sérgio Neves de Souza

Chefes de Departamento responsáveis por apresentações técnicas (presentes em 17/9)

Alan da Silva Andrade Mendes – Departamento das Reservas Internacionais André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 18/9) André de Oliveira Amante – Departamento de Operações do Mercado Aberto Flávio Túlio Vilela – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos João Barata Ribeiro Blanco Barroso – Departamento de Assuntos Internacionais Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 17/9)

Adalberto Felinto da Cruz Junior – Secretário Executivo

Carlos Eduardo de Almeida – Assessor Sênior no Gabinete do Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução

Eduardo José Araújo Lima – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Econômica

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

Fabia Aparecida de Carvalho – Chefe Adjunta do Departamento de Estudos e Pesquisas

Fabio Araujo – Chefe da Assessoria Econômica ao Presidente

Fernando Alberto Sampaio Rocha – Chefe do Departamento de Estatísticas

Gilneu Francisco Astolfi Vivan – Chefe do Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro

Leonardo Martins Nogueira – Chefe de Gabinete do Presidente

Márcio Antônio Estrela – Chefe de Gabinete do Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos Mauro Zanatta – Assessor de Imprensa

Paulo Marcelo Cavalcanti Muniz – Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação

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

Rogério Antônio Lucca – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Monetária

Sílvio Michael de Azevedo Costa – Chefe Adjunto do Departamento de Assuntos Internacionais

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. Indicadores de atividade econômica divulgados desde a reunião anterior do Copom sugerem retomada do processo de recuperação da economia brasileira. O cenário do Copom supõe que essa retomada ocorrerá em ritmo gradual.
- 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 cenário externo, a provisão de estímulos monetários adicionais nas principais economias, em contexto de desaceleração econômica e de inflação abaixo das metas, tem sido capaz de produzir ambiente relativamente favorável para economias emergentes. Entretanto, o cenário segue incerto, e os riscos associados a uma desaceleração mais intensa da economia global permanecem.
- 4. Diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis confortáveis, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.
- 5. As expectativas de inflação para 2019, 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,5%, 3,8%, 3,75% e 3,5%, respectivamente.
- 6. No cenário com trajetórias para a taxa de juros e de câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções do Copom situam-se em torno de 3,3% para 2019 e 3,6% para 2020. Esse cenário supõe, entre outras hipóteses, trajetória de taxa Selic que encerra 2019 em 5,00% a.a. e permanece nesse patamar até o final de 2020. Também supõe trajetória de taxa de câmbio que termina 2019 em R\$3,90/US\$ e permanece nesse patamar até o final de 2020. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 3,5% para 2019 e 4,5% para 2020.
- 7. No cenário com taxa Selic constante em 6,00% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$4,05/US\$², as projeções condicionais para a inflação situam-se em torno de 3,4% para 2019 e 3,6% para 2020. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 3,6% para 2019 e 4,6% para 2020.

8. No cenário com taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante a R\$4,05/US\$, as projeções condicionais para a inflação situam-se ao redor de 3,4% para 2019 e 3,8% para 2020. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 3,6% para 2019 e 4,6% para 2020.

B) Riscos em torno do cenário básico para a inflação

- 9. O cenário básico do Copom para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções.
- 10. Por um lado, (i) o nível de ociosidade elevado pode continuar produzindo trajetória prospectiva abaixo do esperado.
- 11. Por outro lado, (ii) uma eventual frustração em relação à continuidade das reformas e à perseverança nos ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. O risco (ii) se intensifica no caso de (iii) deterioração do cenário externo para economias emergentes.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

- 12. Os membros do Copom avaliaram a evolução da atividade econômica à luz dos indicadores e informações disponíveis. Concluíram que os dados divulgados desde sua reunião anterior sugerem retomada do processo de recuperação da economia brasileira. Após crescimento acima do esperado no segundo trimestre, o Comitê estima que o Produto Interno Bruto (PIB) deva apresentar ligeiro crescimento no terceiro trimestre. Os trimestres seguintes devem apresentar alguma aceleração, que deve ser reforçada pelos estímulos decorrentes da liberação de recursos do FGTS e PIS-PASEP – com impacto, em especial, no último trimestre de 2019. O cenário básico do Copom supõe que o ritmo de crescimento subjacente da economia, que exclui os efeitos de estímulos temporários, será gradual.
- 13. Os membros do Copom avaliaram também a evolução de indicadores de condições financeiras. Concluíram que essas permaneceram em níveis favoráveis, não obstante alguma volatilidade desde a

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em julho (224ª reunião).

Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio R\$/US\$ observada nos cinco dias úteis encerrados na sexta-feira anterior à reunião do Copom.

reunião anterior do Copom, em decorrência de movimentos nos mercados internacionais e de impactos pontuais da crise na Argentina. O ambiente com condições financeiras favoráveis resulta da ampliação do grau de estímulo monetário, do ambiente externo relativamente favorável para economias emergentes e das perspectivas de melhoria dos fundamentos da economia brasileira, como resultado da agenda de reformas e ajustes necessários na economia. Essa distensão das condições financeiras vem se refletindo de maneira mais nítida na dinâmica dos mercados de crédito e de capitais.

- 14. Os membros do Copom debateram, também, fatores que poderiam influenciar a atividade econômica, no contexto dos profundos ajustes necessários na economia brasileira, especialmente os de natureza fiscal. Em contexto de espaço fiscal limitado, enfatizaram a importância da continuidade do processo de reformas e ajustes que gerem sustentabilidade da trajetória fiscal futura. Ao reduzirem incertezas fundamentais sobre a economia brasileira, essas reformas tendem a estimular o investimento privado. Esse potencial expansionista deve contrabalançar impactos de ajustes fiscais correntes sobre a atividade econômica, além de mitigar os riscos de episódios de forte elevação de prêmios de risco.
- 15. O Copom reiterou o entendimento de que uma aceleração do ritmo de retomada da economia para patamares mais robustos dependerá, também, de outras iniciativas que visam ao aumento de produtividade, ganhos de eficiência, maior flexibilidade da economia e melhoria do ambiente de negócios. Esses esforços são fundamentais para a retomada da atividade econômica e da trajetória de desenvolvimento da economia brasileira. Iniciativas na agenda estrutural do Banco Central (Agenda BC#) contribuem para esse processo.
- 16. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Copom avaliaram o cenário como relativamente favorável para economias emergentes. Por um lado, bancos centrais de diversas economias, incluindo algumas centrais, têm provido estímulos monetários adicionais, o que contribui para afrouxamento das condições financeiras globais. Por outro lado, os membros do Copom avaliam que os riscos associados a uma desaceleração da economia global permanecem e que incertezas sobre políticas econômicas e de natureza geopolítica – notadamente as disputas comerciais e tensões geopolíticas – podem contribuir para um crescimento global ainda menor. As incertezas no cenário externo implicam riscos para ativos cuja precificação dependa sobremaneira de um cenário com taxas de juros globais baixas e manutenção do ritmo de crescimento econômico recente. Nesse contexto, os membros do Copom voltaram a destacar a capacidade que a economia brasileira apresenta de absorver revés no cenário internacional, devido ao seu

balanço de pagamentos robusto, à ancoragem das expectativas de inflação e à perspectiva de continuidade das reformas estruturais e de recuperação econômica.

- 17. Os membros do Copom discutiram as projeções recentes para a inflação e os níveis de diversas medidas de inflação subjacente. Avaliaram que estas últimas encontram-se em níveis confortáveis. As projeções de curto prazo indicam que a inflação acumulada em doze meses deve recuar nos próximos meses e retornar, ao final do ano, para níveis próximos aos observados até agosto. Essa trajetória de curto prazo reflete, dentre outros fatores, comportamento benigno de alguns componentes mais voláteis da inflação e dinâmica da inflação importada, cujos vetores altistas têm sido moderados pela trajetória de preços externos. No horizonte relevante para a política monetária, os cenários com taxas de juros constantes em 6,00% a.a. produzem inflação abaixo da meta para 2020. O mesmo ocorre no cenário com trajetórias para taxas de juros e de câmbio extraídas da pesquisa Focus. Nesse cenário, os condicionantes têm efeitos opostos sobre a inflação para 2020. De um lado, o estímulo monetário adicional advindo de taxas de juros mais baixas contribui para a elevação da inflação ao longo do horizonte relevante. Do outro lado, o cenário considera apreciação cambial no curto prazo, que constitui vetor na direção oposta. O efeito dessa trajetória de apreciação cambial fica mais claro quando se considera o cenário híbrido com trajetória de juros da pesquisa Focus e hipótese agnóstica de taxa de câmbio constante, que produz projeção ligeiramente abaixo da meta em 2020. As projeções condicionais para a inflação em 2020 nos diversos cenários também são impactadas pela propagação da inflação corrente mais baixa.
- 18. Os membros do Copom debateram então a evolução, desde sua reunião anterior, dos fatores destacados em seu balanço de riscos em torno do cenário básico para inflação. Todos enfatizaram a importância de continuidade da agenda de reformas e de perseverança nos ajustes necessários na economia brasileira. Avaliaram também que, não obstante o cenário externo ter se mantido relativamente favorável para a condução da política monetária em economias emergentes, o risco de cenários adversos para ativos de risco parece ter se intensificado.
- 19. O Copom avalia que a conjuntura econômica com expectativas de inflação ancoradas, medidas de inflação subjacente em níveis confortáveis, cenários com projeções para a inflação abaixo ou ligeiramente abaixo da meta para 2020 e elevado grau de ociosidade na economia prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural. Os membros do Copom avaliam que as atuais taxas de juros reais *ex-ante* têm efeito estimulativo sobre a economia.

- 20. A taxa de juros estrutural é um ponto de referência para a condução da política monetária. Quando essa política produz uma taxa de juros real (ex-ante) aquém da taxa estrutural, ela provê estímulos para a atividade econômica e contribui para um aumento da inflação. Como a taxa estrutural não é observável e a atividade econômica e a inflação dependem de diversos outros fatores, estimativas dessa taxa envolvem elevado grau de incerteza e são continuamente reavaliadas pelo Comitê. Em cada reunião, o Copom avalia se a taxa Selic está em nível adequado, tendo em vista todos os fatores que influenciam a evolução das projeções e expectativas de inflação, do balanço de riscos e da atividade econômica. Em conjuntura como a descrita acima, isso envolve avaliar se o grau de estímulo monetário está adequado. Cabe destacar que a provisão de estímulo monetário requer ambiente com expectativas de inflação ancoradas.
- 21. O Comitê reitera sua visão de que a continuidade do processo de reformas e a perseverança nos ajustes necessários na economia brasileira são essenciais para a queda da taxa de juros estrutural, para o funcionamento pleno da política monetária e para a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressalta ainda que a percepção de continuidade da agenda de reformas afeta as expectativas e projeções macroeconômicas correntes. Em particular, o Comitê julga que avanços concretos nessa agenda são fundamentais para consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva.
- 22. Na sequência, os membros do Copom avaliaram a decisão de política monetária adequada, tendo em vista a evolução do cenário básico e do balanço de riscos desde sua reunião em julho (224ª reunião). Todos concluíram pela redução da taxa Selic para 5,50% a.a.
- 23. O Copom debateu, então, a conveniência de oferecer alguma perspectiva sobre possíveis cenários para a política monetária. Decidiu comunicar sua avaliação de que a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo monetário. Tendo em vista sua preferência por explicitar condicionalidades sobre a evolução da política monetária, o que melhor transmite a racionalidade econômica que guia suas decisões, o Copom julgou ser fundamental reiterar que a comunicação dessa avaliação não restringe sua próxima decisão e enfatizar que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação.

- Copom decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros para 5,50% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e balanço de riscos para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui o ano-calendário de 2020.
- 25. O Copom reitera que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.
- 26. O Copom avalia que o processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira tem avançado, mas enfatiza que perseverar nesse processo é essencial para a queda da taxa de juros estrutural e para a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressalta ainda que a percepção de continuidade da agenda de reformas afeta as expectativas e projeções macroeconômicas correntes. Em particular, o Comitê julga que avanços concretos nessa agenda são fundamentais para consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva.
- 27. Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos prescreve ajuste no grau de estímulo monetário, com redução da taxa Selic em 0,50 ponto percentual. O Comitê avalia que a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo. O Copom reitera que a comunicação dessa avaliação não restringe sua próxima decisão e enfatiza que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação.
- 28. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Roberto Oliveira Campos Neto (Presidente), Bruno Serra Fernandes, Carlos Viana de Carvalho, Carolina de Assis Barros, Fernanda Feitosa Nechio, João Manoel Pinho de Mello, Maurício Costa de Moura, Otávio Ribeiro Damaso e Paulo Sérgio Neves de Souza.

D) Decisão de política monetária

24. Considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o