

# **Notas da 201ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**

30 e 31 de agosto de 2016

**Data:** 30 e 31/8/2016

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (30/8) e do 20º andar (31/8) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 10h04 (30/8), 14h34 (30/8) e 14h01 (31/8)

**Horário de término:** 11h57 (30/8), 17h16 (30/8) e 18h00 (31/8)

**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 30/8)**

André Minella – Departamento de Assuntos Internacionais  
Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais  
Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 31/8)  
Flávio Túlio Vilela – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos  
Gilneu Francisco Astolfi Vivan – Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro  
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 30/8)**

Edric Martins Ueda – Assessor Sênior da Diretoria de Administração  
Gustavo Paul Kurre – Assessor de Imprensa  
João André Calvino Marques Pereira – Chefe de Gabinete da Diretoria de Regulação  
Leonardo Martins Nogueira – Chefe de Gabinete da Diretoria de Política Monetária  
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Secretário Executivo  
Maurício Costa de Moura – Chefe de Gabinete da Presidência

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 análise da evolução recente de indicadores da conjuntura econômica, está disponível no sítio do Banco Central do Brasil (<http://www.bcb.gov.br?COPOMMATSUP201>).

## A) Atualização da conjuntura econômica e do cenário básico do Copom<sup>1</sup>

1. Os indicadores divulgados desde a última reunião do Copom forneceram evidências adicionais de estabilização recente da atividade econômica. Em particular, a medida de investimento nas contas nacionais mostrou o primeiro aumento após dez trimestres seguidos de queda. Há sinais de uma possível retomada gradual da atividade econômica, como os componentes de expectativas de índices de confiança, expectativas de crescimento do PIB<sup>2</sup> para 2017 apuradas pela pesquisa Focus, e expansão da atividade industrial.

2. A economia segue operando com nível elevado de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego.

3. No âmbito externo, o cenário ainda apresenta interregno benigno para economias emergentes, refletido no comportamento dos preços de ativos. No entanto, a dinâmica da recuperação da economia global permanece frágil, com incertezas quanto ao seu crescimento e riscos deflacionários em importantes economias desenvolvidas. Além disso, manifestações recentes de membros do FOMC<sup>3</sup> sinalizaram a possibilidade de novos aumentos de juros no curto prazo, gerando incerteza sobre os efeitos de uma eventual retomada do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos.

4. Voltando à economia doméstica, índices de preços mostraram inflação acima das expectativas no curto prazo, resultado de elevações de preços de alimentos e, talvez, de maior persistência da inflação. Tais resultados contribuíram para um aumento adicional das expectativas apuradas pela pesquisa Focus para a inflação medida pelo IPCA<sup>4</sup> para o ano corrente, que se situam em torno de 7,35%. Já para 2017, as expectativas de inflação do IPCA reportadas na mesma pesquisa apresentaram recuo adicional de aproximadamente 0,15 ponto

percentual (p.p.) desde a última reunião do Copom, para em torno de 5,15%.

5. As projeções condicionais<sup>5</sup> nos cenários para a inflação produzidos pelo Copom mantiveram-se relativamente estáveis ou recuaram nos horizontes relevantes<sup>6</sup> para a condução da política monetária.

6. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 6,3% em 2016, 0,3 p.p. abaixo do valor projetado na reunião do Copom de julho. Para 2017, considera-se variação de 5,8%, 0,5 p.p. acima do valor projetado na última reunião. A revisão para 2017 deve-se primordialmente às projeções para aumento de tarifas de energia elétrica (7,7%) e ônibus urbano (6,8%).

7. O cenário de referência supõe, entre outras hipóteses, taxas de juros e câmbio inalteradas em 14,25% ao ano (a.a.) e R\$3,20/US\$, respectivamente, por todo o horizonte de projeção. O cenário de mercado utiliza as trajetórias para taxas de juros e câmbio apuradas pela pesquisa Focus. Em particular, supõe taxa de câmbio de R\$3,29/US\$ e R\$3,45/US\$ ao final de 2016 e 2017, respectivamente, e taxas de juros de 13,75% a.a. e 11,25% a.a. ao final dos mesmos períodos.

8. Para 2016, as projeções nos cenários de referência e de mercado foram revisadas de aproximadamente 6,75% para em torno de 7,3%. Não obstante essa elevação, o cenário básico do Comitê continua a contemplar desinflação na economia brasileira nos próximos anos. Para 2017, a desinflação até a meta de 4,5% ocorre sob as hipóteses do cenário de referência. No cenário de mercado, a projeção situa-se em torno de 5,1%. Não obstante a desinflação neste cenário ocorrer em velocidade aquém da perseguida pelo Comitê, esta projeção recuou 0,2 p.p. em relação ao valor projetado na reunião do Copom de julho. Um dos fatores que contribuíram para essa redução foi a evolução favorável das expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus.

<sup>1</sup> A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião anterior do Copom.

<sup>2</sup> Produto Interno Bruto.

<sup>3</sup> *Federal Open Market Committee*.

<sup>4</sup> Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.

<sup>5</sup> O Copom utiliza o termo “projeções condicionais” para enfatizar que as projeções nos cenários de referência e de

mercado dependem de hipóteses para as trajetórias futuras das taxas de juros e câmbio, dentre outras variáveis.

<sup>6</sup> O Copom utiliza o termo “horizontes relevantes” para a condução da política monetária para se referir ao período de tempo até que uma alteração nas condições monetárias implementada num dado momento produza o máximo efeito estimado sobre a inflação. Dadas as incertezas envolvidas nessas estimativas, esta expressão não deve ser percebida como fazendo referência a um horizonte rígido.

## B) Riscos em torno do cenário básico para a inflação

9. Há riscos de curto prazo para a inflação no Brasil. A elevação nos preços de alimentos persiste. Em contrapartida, preços no atacado já mostram alguns sinais de arrefecimento. Com a transmissão dos preços do atacado para o varejo, é possível que ocorra uma reversão desses preços ao consumidor, diminuindo riscos de efeitos secundários desse choque sobre outros preços na economia.

10. Adicionalmente, por um lado, períodos prolongados de inflação alta e expectativas acima da meta, como na experiência brasileira recente, tendem a reforçar mecanismos inerciais e tornar o processo de desinflação mais lento e custoso. Nesse contexto, uma maior persistência inflacionária requer persistência maior da política monetária. Por outro lado, o processo contínuo de distensão do mercado de trabalho e a desaceleração significativa da atividade econômica podem, a princípio, produzir uma desinflação mais rápida (por exemplo, no setor de serviços) do que a refletida nas expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e nas projeções condicionais produzidas pelo Copom.

11. O processo de implantação dos ajustes necessários na economia, inclusive de natureza fiscal, apresenta-se, ao mesmo tempo, como um risco e uma oportunidade para o processo desinflacionário em curso. Os riscos se apresentariam caso houvesse percepção de que os ajustes seriam abandonados ou postergados significativamente. Nesse cenário, o processo desinflacionário tenderia a ser mais lento, aumentando os custos de levar a inflação para a meta. Por outro lado, os ajustes necessários na economia podem ser aprovados e implementados de forma mais célere, permitindo ganhos de confiança e queda das expectativas de inflação. Nesse caso, a redução de incertezas potencializaria os efeitos do ajuste monetário em curso.

## C) Discussão sobre a condução da política monetária

12. Os membros do Comitê concordaram que houve melhora do cenário macroeconômico e que indicadores recentes mostram evidências um pouco mais claras de estabilização da economia brasileira. Além disso, há sinais de possível retomada gradual da atividade econômica. Essa perspectiva é corroborada pela melhora de indicadores prospectivos da atividade econômica, de dados da produção industrial e de investimento.

13. Em relação à inflação, os membros do Comitê mencionaram os resultados acima do esperado no curto prazo e o aumento das projeções para 2016. Nesse sentido, ponderaram que a desinflação em curso tem procedido em velocidade aquém da almejada. Não obstante, todos concordaram que houve progresso nas expectativas e projeções em horizontes mais longos. Destacou-se o recuo das medidas de expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus para 2017 e para horizontes mais distantes, que já se encontram em torno da meta de 4,5%, e a queda das projeções para 2017 sob as hipóteses do cenário de mercado.

14. No que tange à conjuntura internacional, alguns membros do Comitê destacaram que o período desde a última reunião do Copom de fato ofereceu um ambiente relativamente benigno para ativos de economias emergentes, que pode continuar. Entretanto, o aumento recente das incertezas quanto ao processo de normalização da política monetária nos Estados Unidos eleva o risco de interrupção desse interregno benigno. Nesse contexto, todos os membros do Comitê concordaram sobre a necessidade de se monitorar o ritmo de normalização da política monetária nos Estados Unidos e suas possíveis implicações sobre a velocidade de convergência da inflação. Também houve consenso sobre a permanência dos riscos de médio e longo prazos no âmbito externo, associados à fragilidade da recuperação da economia global. Em algumas economias centrais, fatores não econômicos ainda podem constituir eventos improváveis, mas com impactos adversos significativos.

15. Todos os membros do Comitê enfatizaram que a continuidade dos esforços para aprovação e implementação dos ajustes na economia, notadamente no que diz respeito a reformas fiscais, é fundamental para o desenvolvimento da economia brasileira. O Comitê deve acompanhar atentamente esses esforços, uma vez que têm reflexos importantes no processo de desinflação. Não houve consenso sobre a velocidade desses ajustes, o que sugere que constituem, ao mesmo tempo, um risco e uma oportunidade. Todos concordaram que as implicações do processo de ajustes na economia para a dinâmica da inflação dependem não somente dos impactos de medidas de curto prazo sobre a demanda agregada, mas também da percepção de melhora da dinâmica das contas públicas no médio e longo prazos. Os membros do Comitê ressaltaram que o ajuste das contas públicas pode envolver medidas com impactos diretos desfavoráveis sobre a inflação, e que esse é um risco a ser monitorado.

16. O debate sobre o balanço de riscos para a inflação focou, ainda, no grau de confiança na desinflação em curso. Em horizontes mais próximos, a ênfase foi na inflação acima do esperado no curto

prazo, e no aumento das projeções nos cenários produzidos pelo Copom para o ano corrente. Em horizontes mais longos, os membros do Comitê debateram os impactos do nível de ociosidade na economia. Em particular, destacaram as possíveis implicações dessa conjuntura para a sensibilidade da inflação de serviços à atividade econômica.

17. O Comitê discutiu ainda as implicações de explicitar condicionalidades econômicas sobre a evolução da política monetária, em contraste com a comunicação vigente, cujo caráter poderia ser entendido como temporal. O Comitê concluiu que, para dadas condições monetárias, condicionar a evolução futura da política monetária a fatores relevantes para a inflação transmite melhor a racionalidade econômica que guia as decisões do Comitê. Isso contribui para aumentar a transparência e melhorar a comunicação do Copom.

18. Todos os membros do Comitê demonstraram satisfação com o progresso nas perspectivas de desinflação da economia brasileira nos horizontes relevantes para a política monetária. Ao mesmo tempo, demonstraram preocupação com as expectativas de inflação para 2017 apuradas pela pesquisa Focus e a projeção de inflação para o mesmo ano sob as hipóteses do cenário de mercado, ambas acima da meta de 4,5%.

## D) Decisão de política monetária

19. Considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu por unanimidade pela manutenção da taxa básica de juros em 14,25% a.a., sem viés.

20. O Comitê avalia que uma flexibilização das condições monetárias dependerá de fatores que permitam maior confiança no alcance das metas para a inflação nos horizontes relevantes para a condução da política monetária, em particular da meta de 4,5% em 2017. O Comitê destaca os seguintes fatores domésticos: (i) que a persistência dos efeitos do choque de alimentos na inflação seja limitada; (ii) que os componentes do IPCA mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica indiquem desinflação em velocidade adequada; e (iii) que ocorra redução da incerteza sobre a aprovação e implementação dos ajustes necessários na economia, incluindo a composição das medidas de ajuste fiscal, e seus respectivos impactos sobre a inflação. O Comitê avaliará a evolução da combinação desses fatores.

21. O Comitê antecipa que a avaliação dos impactos da evolução desses fatores sobre as perspectivas

para a inflação envolverá julgamentos sobre as evidências disponíveis. Não há fator que seja determinante por si só para as decisões de política monetária. Em outras palavras, nenhum dos fatores constitui condição necessária ou suficiente para uma flexibilização das condições monetárias.

22. 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.