

# **Notas da 206ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**

11 e 12 de abril de 2017



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**Data:** 11 e 12/4/2017

**Local:** Sala de reuniões do 21º andar (11/4) e do 20º andar (12/4) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início e término das sessões:** 11/4: 10h13 – 12h09; 14h31 – 17h32  
12/4: 14h00 – 18h01

**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 11/4)**

André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 12/4)  
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 11/4)**

Adalberto Felinto da Cruz Junior – Secretário Executivo  
Enrico Bezerra Ximenes de Vasconcelos – Secretário do Comitê de Estabilidade Financeira e Consultor da Diretoria  
Eugênio Pacceli Ribeiro – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Econômica  
Fábio Araújo – Chefe da Assessoria Econômica da Presidência  
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa  
João André Calvino Marques Pereira – Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação (presente apenas na sessão matutina)  
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 (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?COPOMMATSUP206>).

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

1. O conjunto dos indicadores de atividade econômica divulgados desde a última reunião do Copom permanece compatível 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 conjuntura internacional tem mitigado os efeitos sobre a economia brasileira de possíveis revisões de política econômica em algumas economias centrais, notadamente nos Estados Unidos. Há incerteza sobre a sustentabilidade do crescimento econômico global e sobre a manutenção dos níveis correntes de preços de *commodities*.

4. Voltando à economia doméstica, a dinâmica da inflação permanece favorável. O processo de desinflação se difundiu e houve consolidação da desinflação nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Isso aumenta a confiança de que a desinflação corrente terá efeitos duradouros. A desinflação dos preços de alimentos constitui choque de oferta favorável.

5. As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 4,1% para 2017, mantiveram-se ao redor de 4,5% para 2018 e, para 2019 e horizontes mais distantes, encontram-se ligeiramente abaixo de 4,5%.

6. Para a trajetória de preços administrados, que compõe as projeções condicionais para a inflação produzidas pelo Copom, projeta-se variação de 6,3% em 2017 e 5,4% 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\$3,23/US\$ e R\$3,37/US\$ ao final de 2017 e de 2018, respectivamente, e taxas de juros de 8,50% ao ano (a.a.) ao final dos dois períodos.

8. Sob essas hipóteses, a projeção de inflação do Copom para 2017 recuou em relação à divulgada nas Notas da reunião do Copom em fevereiro (205ª reunião), para em torno de 4,1%. A projeção para 2018 nesse cenário manteve-se ao redor de 4,5%.

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

9. O alto grau de incerteza no cenário externo pode dificultar o processo de desinflação.

10. Os próximos passos no processo de aprovação das reformas fiscais 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. Essas reformas e outros ajustes necessários na economia são relevantes para a sustentabilidade da desinflação e para a redução da taxa de juros estrutural.

11. A 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.

12. 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.

## 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 compatíveis com estabilização da economia no curto prazo. A avaliação prospectiva do Comitê é de que há pequena melhora na perspectiva de retomada da economia, em relação à reunião do Copom em fevereiro (205ª reunião). 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.

---

<sup>1</sup> A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em fevereiro (205ª reunião).

14. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê destacaram as incertezas associadas a possíveis mudanças na política econômica nos EUA, à sustentabilidade do crescimento da economia global, à manutenção dos preços atuais de *commodities* 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 fevereiro (205ª reunião). Os membros do Comitê analisaram a trajetória de 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 permanecem abaixo da meta de 4,5% ao longo de 2017. As projeções atingem valor mínimo no terceiro trimestre do ano e elevam-se nos últimos meses para valores ainda abaixo da meta. Parte dessa diferença pode ser atribuída aos efeitos primários do choque favorável nos preços de alimentos. Ainda sob o cenário com taxas de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus, a trajetória da inflação atinge a meta de 4,5% em 2018.

16. Os membros do Comitê debateram os impactos da revisão dos encargos relativos à usina de Angra III sobre a inflação de curto prazo. Estima-se que a revisão deva reduzir a inflação pelo IPCA de abril em torno de 0,3 p.p., mas que o retorno das tarifas para patamar similar ao anterior deva produzir efeito em sentido contrário, e de magnitude similar, no IPCA em maio (com impacto residual em junho). Todos concluíram que essas oscilações grandes, pontuais e atípicas não têm implicação relevante para a condução da política monetária.

17. Os membros do Copom avaliaram a extensão do ciclo de flexibilização monetária, inclusive suas implicações para taxas de juros vigentes ao longo de 2018. Essa extensão dependerá da 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. Essas estimativas naturalmente envolvem incerteza e poderão ser reavaliadas pelo Comitê ao longo do tempo.

18. Os membros do Comitê reafirmaram o entendimento de que, com expectativas de inflação ancoradas, projeções de inflação em torno da meta para 2018 e um pouco 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.

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.

20. Todos os membros do Copom concordaram que a evolução da conjuntura desde sua reunião em fevereiro é compatível com a redução da taxa Selic para 11,25% a.a. Todos também concordaram que essa intensificação moderada em relação ao ritmo das reuniões de janeiro e fevereiro mostra-se, no momento, adequada.

21. Assim, os membros do Comitê debateram os próximos passos na condução da política monetária. Enfatizaram, de início, a condição fundamental de que qualquer decisão futura seja compatível com manutenção das projeções de inflação na meta nos horizontes relevantes 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 os próximos anos.

22. Os membros do Comitê ponderaram sobre o grau de antecipação do ciclo desejado. Por um lado, argumentaram que a evolução da conjuntura econômica já permitiria uma intensificação do ritmo de flexibilização monetária maior do que a decidida nessa reunião. Por outro lado, os membros do Copom também argumentaram que, dado o caráter prospectivo da condução da política monetária, a continuidade das incertezas e dos fatores de risco que ainda pairam sobre a economia tornaria mais adequada a manutenção do ritmo imprimido nessa reunião.

23. 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.

24. Todos os membros do Comitê enfatizaram que a aprovação e implementação das reformas, notadamente as de natureza fiscal, e de ajustes na economia brasileira, incluindo aqueles referentes a políticas creditícias e de natureza parafiscal, 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.

25. 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.

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.

## **D) Decisão de política monetária**

26. 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 11,25% a.a., sem viés. Essa intensificação moderada em relação ao ritmo das reuniões de janeiro e fevereiro mostra-se, no momento, adequada. 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.

27. 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, mas também da evolução da atividade econômica, dos demais fatores de risco mencionados acima e das projeções e expectativas de inflação.

28. O Copom ressalta que o ritmo de flexibilização monetária dependerá da extensão do ciclo pretendido e do grau de sua antecipação, que por sua vez dependerá da evolução da atividade econômica, dos demais fatores de risco mencionados acima, e das projeções e expectativas de inflação. O Comitê considera o atual ritmo adequado, entretanto, a atual conjuntura econômica recomenda monitorar a evolução dos determinantes do grau de antecipação do ciclo.

29. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Ilan Goldfajn (Presidente), Anthero de