

# **Notas da 202ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**

18 e 19 de outubro de 2016



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**Data:** 18 e 19/10/2016

**Local:** Sala de reuniões do 21º andar (18/10) e do 20º andar (19/10) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 10h09 (18/10), 14h38 (18/10) e 14h04 (19/10)

**Horário de término:** 12h03 (18/10), 18h28 (18/10) e 18h20 (19/10)

**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 18/10)**

Alan da Silva Andrade Mendes – Departamento das Reservas Internacionais  
André Minella – Departamento de Assuntos Internacionais  
Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 19/10)  
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 18/10)**

Cláudio Henrique de Araújo Coutinho – Secretário Executivo Substituto  
Edric Martins Ueda – Assessor Sênior da Diretoria de Administração  
Gustavo Ênio Falcão Freire – 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  
Lucio Rodrigues Capelletto – Secretário do Comitê de Estabilidade Financeira e Consultor da Diretoria  
Luis Gustavo Mansur Siqueira – Analista da Diretoria de Relacionamento Institucional e Cidadania (presente apenas na tarde de 18/10)  
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?COPOMMATSUP202>).

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

1. O conjunto dos indicadores divulgados desde a última reunião do Copom sugere atividade econômica um pouco abaixo do esperado no curto prazo. Em particular, indicadores referentes a agosto situaram-se abaixo do esperado.

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

3. Oscilações no atual estágio do ciclo econômico são comuns e provavelmente explicam os resultados recentes. No seu conjunto, a evidência disponível é compatível com estabilização recente da economia brasileira. Índices de confiança, expectativas de crescimento do PIB<sup>2</sup> para 2017 apuradas pela pesquisa Focus e o comportamento de prêmios de risco e preços de ativos apontam para uma possível retomada gradual da atividade econômica.

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

5. Voltando à economia doméstica, a inflação recente mostrou-se mais favorável que o esperado, em parte em decorrência da reversão da alta de preços de alimentos. Tais resultados contribuíram para um recuo 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 7,0%. As expectativas de inflação apuradas pela mesma pesquisa para 2017 recuaram para em torno de 5,0%, e seguem acima da meta para a inflação, de 4,5%. As expectativas para 2018 e horizontes mais distantes já se encontram em torno desse patamar.

6. 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 6,2% em 2016, 5,8% em 2017 e 5,1% em 2018 – mesmos números do Relatório de Inflação (RI) mais recente.

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\$3,25/US\$, R\$3,40/US\$ e R\$3,50/US\$ ao final de 2016, 2017 e 2018, respectivamente, e taxas de juros de 13,50% a.a., 11,00% a.a. e 10,00% a.a. ao final dos mesmos períodos.

8. As projeções do Copom para a inflação de 2016 nos cenários de referência e mercado recuaram desde a divulgação do último RI e encontram-se em torno de 7,0%.

9. No horizonte relevante para a condução da política monetária, o comportamento das projeções em relação ao RI mais recente variou conforme o cenário. No cenário de referência, a projeção para 2017 recuou para aproximadamente 4,3%, enquanto que a projeção para 2018 encontra-se em torno de 3,9%. No cenário de mercado, a projeção para 2017 manteve-se praticamente inalterada em torno de 4,9% e a projeção para 2018 aumentou para aproximadamente 4,7% – ambas acima da meta para a inflação para esses dois anos-calendário, de 4,5%.

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

10. A experiência brasileira recente, com período prolongado de inflação alta e expectativas acima da meta, ainda pode reforçar mecanismos inerciais. Há sinais de uma pausa recente no processo de desinflação dos componentes do IPCA mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, o que pode sinalizar convergência mais lenta da inflação à meta. Nesse contexto, uma maior persistência inflacionária requer persistência maior da política monetária.

11. 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

<sup>1</sup> A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a data de divulgação do Relatório de Inflação de setembro de 2016.

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

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

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

exemplo, no setor de serviços) que a refletida nas expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e nas projeções condicionais produzidas pelo Copom.

12. O processo de aprovação e implementação 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 primeiros passos nesse processo foram positivos, o que pode sinalizar maior celeridade e probabilidade de aprovação. Por outro lado, o processo é longo e envolve incertezas. A redução da incerteza potencializaria os efeitos da política monetária.

### **C) Discussão sobre a condução da política monetária**

13. Os membros do Comitê debateram a evolução da atividade econômica no curto prazo, à luz das estatísticas mais recentes, e concordaram que os indicadores referentes a agosto situaram-se abaixo do esperado. Entretanto, ponderaram que oscilações dessa natureza tendem a ocorrer no momento de estabilização. Em particular, após processo de retração da atividade econômica como o observado nos últimos dois anos, é provável que o processo de estabilização envolva flutuações relevantes nesse estágio do ciclo econômico. Nesse contexto, os membros do Comitê concordaram que a evidência disponível é compatível com estabilização recente da economia brasileira e possível retomada gradual da atividade econômica.

14. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê destacaram a continuidade de um ambiente relativamente benigno para ativos de economias emergentes. Entretanto, permanecem as incertezas quanto ao processo de normalização da política monetária nos Estados Unidos. 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 economia brasileira. Também houve consenso sobre a permanência dos riscos de médio e longo prazos no âmbito externo, associados à fragilidade do nível de atividade econômica global.

15. O Comitê analisou suas projeções condicionais para a inflação nos diversos cenários. O Copom concluiu que a evolução das projeções no cenário de referência no horizonte relevante, que abrange os anos-calendário de 2017 e 2018, indica haver espaço para flexibilização gradual e moderada da política monetária. Por outro lado, as projeções no cenário de

mercado sugerem haver limites para a magnitude dessa flexibilização nesse mesmo horizonte.

16. Os membros do Copom ressaltaram que, além da análise das projeções condicionais para a inflação, a evolução favorável dos fatores enfatizados pelo Copom no Comunicado de agosto (201ª reunião) abre espaço para o início de um processo de flexibilização gradual e moderada da política monetária.

17. Em relação à inflação corrente, os membros do Comitê mencionaram os resultados favoráveis no curto prazo e a queda das projeções para 2016. O movimento de transmissão da queda dos preços de alimentos do atacado para o varejo parece ter tido continuidade, e não há evidência de efeitos secundários do choque de preços de alimentos sobre outros preços na economia. Expectativas de inflação para 2016 apuradas pela pesquisa Focus apresentaram recuo compatível com essa avaliação.

18. As projeções condicionais para a inflação produzidas pelo Copom supõem trajetória de preços administrados por contrato e monitorados próxima à utilizada no RI mais recente. Uma série de fatores podem vir a produzir mudanças nessas projeções. Em particular, os membros do Comitê mencionaram: (i) mudança na política de preços de combustíveis anunciada recentemente; (ii) evidências de reduções de preços de energia elétrica mais fortes que o esperado em algumas regiões; (iii) possibilidade de adiamento de reajustes de preços de transporte urbano em algumas cidades; e (iv) risco de reajustes acima do esperado nos preços da energia elétrica ao longo de 2017, em decorrência, entre outros fatores, de mudança de bandeira tarifária.

19. O Copom analisou a evolução da inflação de serviços e seus componentes. Os membros do Comitê destacaram o progresso obtido no processo de desinflação desse componente do IPCA. Em relação aos resultados mais recentes, os membros do Copom argumentaram que a queda recente se deve, em alguma medida, à reversão de movimento anterior em itens mais voláteis, e à evolução de componentes sensíveis à recente desinflação nos preços de alimentos. Ao considerar diferentes medidas com itens mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, os membros do Comitê concluíram que há sinais de uma pausa recente no processo de desinflação que vinha sendo observado nesses componentes, já considerados efeitos sazonais. Ressaltaram, ainda, que a pausa se dá em níveis cuja manutenção produziria trajetória de desinflação em velocidade aquém da contemplada no cenário básico do Copom. Esse cenário pressupõe uma trajetória de queda gradual à frente. Dessa forma, os membros do Comitê ressaltaram que é necessário monitorar a retomada dessa trajetória.

20. Todos os membros do Comitê reconheceram os avanços e os esforços para aprovação e implementação dos ajustes na economia, notadamente no que diz respeito a reformas fiscais. Os membros do Comitê enfatizaram que esses esforços são fundamentais para a estabilização e o desenvolvimento da economia brasileira. O Comitê deve acompanhar atentamente esses esforços, uma vez que têm reflexos importantes no processo de desinflação. Há consenso no Comitê de que a velocidade no processo de apreciação das propostas de ajustes tem excedido as expectativas. Entretanto, a natureza longa e incerta do processo sugere que há, ao mesmo tempo, risco e 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.

21. O Comitê reafirmou seu objetivo de conduzir a política monetária visando atingir a meta para a inflação no horizonte relevante, que abrange os anos-calendário de 2017 e 2018. Nesse contexto, o Copom entende que o ritmo de flexibilização monetária será calibrado, sempre levando em conta as suas projeções de inflação e seus fatores determinantes, de modo a perseguir uma trajetória que permita cumprir a meta para a inflação para 2017 e 2018. O Comitê avalia, portanto, que atualmente não há incompatibilidade entre esses dois objetivos.

22. O Comitê entende que, ao apresentar suas projeções condicionais para a inflação e destacar fatores que possam dar maior confiança no alcance das metas, aumenta a transparência, reforça sua comunicação e potencializa os efeitos da política monetária.

23. Nesse contexto, os membros do Copom discutiram ainda as implicações de explicitar condicionalidades econômicas para o ritmo e para a magnitude da flexibilização da política monetária iniciada. O Comitê concluiu que condicionar a evolução futura da política monetária a fatores relevantes para a inflação transmite de maneira mais adequada a racionalidade econômica que guia as suas decisões.

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

24. 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 14,00% a.a., sem viés.

25. O Comitê entende que a convergência da inflação para a meta para 2017 e 2018 é compatível com uma flexibilização moderada e gradual das condições monetárias. O Comitê avaliará o ritmo e a magnitude da flexibilização monetária ao longo do tempo, de modo a garantir a convergência da inflação para a meta de 4,5%.

26. A magnitude da flexibilização monetária e uma possível intensificação do seu ritmo dependerão de evolução favorável de fatores que permitam maior confiança no alcance das metas para a inflação no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2017 e 2018. O Comitê destaca os seguintes fatores domésticos: (i) que os componentes do IPCA mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica retomem claramente uma trajetória de desinflação em velocidade adequada; e (ii) que o ritmo de aprovação e implementação dos ajustes necessários na economia contribuam para uma dinâmica inflacionária compatível com a convergência da inflação para a meta. O Comitê avaliará a evolução da combinação desses fatores.

27. 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.