

Notas da 211ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

5 e 6 de dezembro de 2017

Data: 5 e 6/12/2017

Local: Salas de reuniões do 8º andar (5/12) e do 20º andar (6/12) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início e término das sessões: 5/12: 9h04 – 11h56; 14h03 – 16h15
6/12: 14h30 – 18h20

Presentes:

Membros do Copom

Ilan Goldfajn – Presidente
Carlos Viana de Carvalho
Isaac Sidney Menezes Ferreira
Maurício Costa de Moura
Otávio Ribeiro Damaso
Paulo Sérgio Neves de Souza
Reinaldo Le Grazie
Sidnei Corrêa Marques
Tiago Couto Berriel

Chefes de Departamento responsáveis por apresentações técnicas (presentes em 5/12)

André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 6/12)
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 5/12)

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
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
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa
Leonardo Martins Nogueira – Chefe de Gabinete do Presidente
Ricardo Eyer Harris – Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação (presente somente na sessão vespertina)
Rogério Antônio Lucca – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Monetária
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 mostra sinais compatíveis com a recuperação gradual da economia brasileira.

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 vem se recuperando sem pressionar em demasia as condições financeiras nas economias avançadas. Isso contribui para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes.

4. O cenário básico de inflação tem evoluído, em boa medida, conforme o esperado. O comportamento da inflação permanece favorável, com diversas medidas de inflação subjacente em níveis confortáveis ou baixos, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

5. As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus recuaram para em torno de 3,0% para 2017. As projeções para 2018, 2019 e 2020 mantiveram-se em torno de 4,0%, 4,25% e 4,0%, respectivamente.

6. Para a trajetória de preços administrados, que compõe as projeções condicionais para a inflação produzidas pelo Copom, projeta-se variação de 8% em 2017, 4,9% em 2018 e 4,2% em 2019.

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\$3,25/US\$, R\$3,30/US\$ e R\$3,37/US\$ ao final de 2017, 2018 e de 2019, respectivamente, e taxas de juros de 7,00% ao ano (a.a.) ao final de 2017 e 2018, elevando-se para 8,00% ao longo de 2019.

8. Sob essas hipóteses, as projeções de inflação do Copom para 2017 e 2018 reduziram-se para aproximadamente 2,9% e 4,2%, respectivamente. Para 2019, as projeções permaneceram em torno de 4,2%.

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em outubro (210ª reunião).

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, a combinação de (i) possíveis efeitos secundários do choque favorável nos preços de alimentos e da inflação de bens industriais em níveis correntes baixos e da (ii) possível propagação, por mecanismos inerciais, do nível baixo de inflação corrente pode produzir trajetória de inflação prospectiva abaixo do esperado.

11. Por outro lado, (iii) uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. Esse risco se intensifica no caso de (iv) reversão do corrente cenário externo favorável para economias emergentes.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

12. Os membros do Comitê debateram a evolução da atividade econômica à luz das informações disponíveis. Todos concordaram que a economia segue em trajetória de recuperação gradual, com avanços no emprego mesmo nessa fase inicial do processo. Essa conjuntura tem produzido elevação das projeções de crescimento para o ano corrente e para 2018, consistente com diagnóstico de que a retomada mostra-se mais consolidada. Os membros do Copom enfatizaram a visão de que, em decorrência dos níveis atuais de ociosidade na economia, revisões marginais na intensidade da recuperação não levariam a revisões materiais na trajetória esperada para a inflação.

13. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê reiteraram a evolução favorável recente da economia global, com recuperação gradual da atividade, sem que isso venha pressionando em demasia as condições financeiras nas economias avançadas. Reconheceram que a continuidade no processo de normalização da política monetária nos países centrais tornou as condições financeiras globais marginalmente menos estimulativas, apesar de, até o momento, o impacto nas economias emergentes ter sido limitado. Nesse contexto, os

membros do Copom voltaram a destacar a maior capacidade que a economia brasileira apresenta de absorver eventual revés no cenário internacional, devido à situação robusta de seu balanço de pagamentos e ao ambiente com inflação baixa, expectativas ancoradas e perspectiva de recuperação econômica. Não obstante, os membros do Copom ponderaram sobre o risco para a economia brasileira de um revés nesse cenário internacional benigno num contexto de frustração das expectativas sobre as reformas e ajustes necessários na economia brasileira.

14. Os membros do Copom analisaram a trajetória da inflação ao longo deste e dos próximos anos e concordaram que as perspectivas para a inflação têm evoluído, em boa medida, conforme o esperado.

15. O Comitê avaliou a situação atual do setor de geração de energia elétrica no país e os impactos das alterações recentes nas bandeiras tarifárias em seu cenário básico para a inflação para o ano que vem. No agregado, preços administrados têm constituído um choque inflacionário. Na direção oposta, e em magnitude substancialmente maior, a dinâmica de preços de alimentos constitui choque desinflacionário relevante. Com a perspectiva de redução de preços da ordem de 5% no ano, o componente de alimentação no domicílio medido pelo IPCA explica grande parte do desvio da inflação em relação à meta de 4,5% vigente para o ano corrente.

16. Em relação à política monetária, houve consenso que, assim como no caso de outros eventuais ajustes de preços relativos decorrentes de choques de oferta, com expectativas de inflação ancoradas, a política monetária deve combater apenas os efeitos secundários desses choques. O Comitê reitera que sua reação a possíveis mudanças de preços relativos, como nos casos de alimentos e de eventuais reajustes de tarifas de energia elétrica, será simétrica, ou seja, a política monetária seguirá os mesmos princípios tanto diante de choques de oferta inflacionários quanto desinflacionários.

17. Os membros do Copom debateram os níveis e a trajetória da inflação, inclusive dos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Avaliaram que algumas medidas de inflação subjacente encontram-se em níveis confortáveis e outras em níveis baixos. Debateram também em que medida suas trajetórias são compatíveis com a convergência da inflação em direção à meta no horizonte relevante para a política monetária.

18. O Copom reafirmou que a política monetária tem flexibilidade para reagir a riscos para ambos os lados, tanto ao risco de que efeitos secundários de choques de oferta e propagação do nível corrente baixo de inflação produzam inflação prospectiva abaixo do esperado, quanto ao risco de um revés no cenário

internacional num contexto de frustração das expectativas sobre as reformas e ajustes necessários.

19. Os membros do Comitê manifestaram o entendimento de que a conjuntura econômica com expectativas de inflação ancoradas, medidas de inflação subjacente em níveis confortáveis, projeções de inflação um pouco abaixo da meta para 2018 e elevado grau de ociosidade na economia prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural. Embora estimativas dessa taxa envolvam elevado grau de incerteza, os membros do Comitê manifestaram entendimento de que as atuais taxas de juros reais *ex-ante* têm efeito estimulativo sobre a economia.

20. O Copom entende que o processo de reformas e de ajustes necessários na economia brasileira contribui para a queda da sua taxa de juros estrutural. As estimativas dessa taxa serão continuamente reavaliadas pelo Comitê.

21. O Comitê entende que, para uma dada estimativa da extensão do ciclo de flexibilização monetária, o ritmo de flexibilização depende do estágio do ciclo em que a política monetária se encontra, sem que isso necessariamente reflita mudanças no seu cenário básico ou no balanço de riscos.

22. Todos os membros do Copom concordaram que a evolução da conjuntura e do balanço de riscos desde sua reunião em outubro (210ª reunião) se deu como esperado e, dessa forma, mostrou-se compatível com a redução da taxa Selic para 7,0% a.a.

23. Os membros do Comitê então debateram o próximo passo na condução da política monetária. Por um lado, avaliaram que diversas medidas de inflação subjacente estão em níveis confortáveis ou baixos, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, e refletiram sobre a trajetória de inflação em direção à meta. Por outro lado, refletiram sobre o risco de a atual conjuntura inflacionária ser interrompida por uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira, em particular em um contexto de reversão do corrente cenário externo favorável para economias emergentes.

24. Concluíram ser apropriado sinalizar que, caso a conjuntura evolua conforme o cenário básico do Copom, e em razão do estágio do ciclo de flexibilização, uma nova redução moderada na magnitude de flexibilização na próxima reunião parece adequada sob a perspectiva atual. Mas avaliaram que cabia advertir que essa visão é mais suscetível a mudanças na evolução do cenário e seus riscos que nas reuniões anteriores.

25. Os membros do Copom também avaliaram a extensão do ciclo e a conveniência de uma sinalização sobre os passos seguintes à próxima reunião. Houve consenso em manter liberdade de ação, mas sinalizar que o atual estágio do ciclo recomenda cautela na condução da política monetária.

26. Os membros do Comitê voltaram a reiterar 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. Nesse contexto, voltaram a ressaltar que o processo 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.

27. Todos os membros do Comitê voltaram a enfatizar que a aprovação e implementação das reformas, notadamente as de natureza fiscal, e de ajustes na economia brasileira são fundamentais para a sustentabilidade do ambiente com inflação baixa e estável, para o funcionamento pleno da política monetária e para a redução da taxa de juros estrutural da economia, com amplos benefícios para a sociedade.

28. Por fim, os membros do Copom destacaram a importância de outras iniciativas que visam 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.

D) Decisão de política monetária

29. 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 0,5 ponto percentual, para 7,0% a.a., sem viés. O Comitê entende que a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2018 e 2019, é compatível com o processo de flexibilização monetária.

30. O Copom entende que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.

31. O Comitê enfatiza que o processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira contribui para a queda da sua taxa de juros estrutural. As estimativas dessa taxa serão continuamente reavaliadas pelo Comitê.

32. A evolução do cenário básico, em linha com o esperado, e o estágio do ciclo de flexibilização tornaram adequada a redução da taxa básica de juros em 0,5 ponto percentual nesta reunião. Para a próxima reunião, caso o cenário básico evolua conforme esperado, e em razão do estágio do ciclo de flexibilização, o Comitê vê, neste momento, como adequada uma nova redução moderada na magnitude de flexibilização monetária. Essa visão para a próxima reunião é mais suscetível a mudanças na evolução do cenário e seus riscos que nas reuniões anteriores. Para frente, o Comitê entende que o atual estágio do ciclo recomenda cautela na condução da política monetária. O Copom resalta que o processo 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.

33. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Ilan Goldfajn (Presidente), Carlos Viana de Carvalho, Isaac Sidney Menezes Ferreira, Maurício Costa de Moura, Otávio Ribeiro Damaso, Paulo Sérgio Neves de Souza, Reinaldo Le Grazie, Sidnei Corrêa Marques e Tiago Couto Berriel.