

# **Notas da 209ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**

5 e 6 de setembro de 2017

**Data:** 5 e 6/9/2017

**Local:** Salas de reuniões do 8º andar (5/9 e sessão matutina de 6/9) e do 20º andar (sessão vespertina de 6/9) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início e término das sessões:** 5/9: 9h03 – 12h37  
6/9: 9h05 – 9h56; 14h00 – 18h00

**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 responsáveis por apresentações técnicas (presentes em 5/9 e na sessão matutina de 6/9)**

André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente na sessão vespertina de 6/9)  
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 5/9 e na sessão matutina de 6/9)**

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  
Fernando Alberto Sampaio Rocha – Chefe do Departamento de Estatísticas  
Gilneu Francisco Astolfi Vivan – Chefe do Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro  
Gustavo Paul Kurre – Assessor de Imprensa  
João André Calvino Marques Pereira – Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação  
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 matutina de 6/9)  
Maurício Costa de Moura – Chefe de Gabinete do Presidente  
Paulo Sérgio Neves de Souza – Chefe do Departamento de Supervisão Bancária  
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 Copom<sup>1</sup>

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 as condições financeiras nas economias avançadas. Isso contribui para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes.

4. O comportamento da inflação permanece bastante favorável, com diversas medidas de inflação subjacente em nível baixo, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

5. As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus subiram para em torno de 3,4% para 2017 e mantiveram-se em torno de 4,2% para 2018, 4,25% para 2019 e 4,0% para 2020.

6. Para a trajetória de preços administrados, que compõe as projeções condicionais para a inflação produzidas pelo Copom, projeta-se variação de 7,5% em 2017 e 5,2% 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\$3,20/US\$ e R\$3,35/US\$ ao final de 2017 e de 2018, respectivamente, e taxas de juros de 7,25% ao ano (a.a.) ao final de 2017, 7,0% a.a. durante a maior parte de 2018, terminando o ano em 7,50%.

8. Sob essas hipóteses, as projeções de inflação do Copom recuaram para em torno de 3,3% para 2017 e elevaram-se para aproximadamente 4,4% para 2018.

---

<sup>1</sup> A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em julho (208ª 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 contínuo 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, inclusive dos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, 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 com o diagnóstico de que o processo de estabilização da economia se consolidou. Concordaram também que a atividade econômica deve seguir em trajetória de recuperação gradual, cujos primeiros sinais já são perceptíveis. Avaliaram que, à medida que a recuperação avança, o crescimento do consumo deveria abrir espaço para a retomada do investimento. Também ponderaram que há sinais de recuperação do emprego mesmo nessa fase do ciclo.

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 as condições financeiras nas economias avançadas. Debateram os riscos associados ao processo de normalização da política monetária em economias centrais e aos rumos da economia chinesa, com possíveis impactos sobre o apetite ao risco por ativos de economias emergentes. 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 continuam evoluindo de maneira favorável. 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 situam-se em torno de 3,3% em dezembro de 2017. Nesse mesmo cenário, que supõe trajetória de juros que encerra 2017 em 7,25%, cai para 7,0% no início de 2018 e eleva-se para 7,5% ao final do ano, a trajetória da inflação atinge 4,4% em dezembro de 2018.

15. Os membros do Comitê debateram a dinâmica dos preços de alimentos, cujo comportamento favorável persiste até o momento. Analisaram que nos doze meses findos em agosto de 2017, o custo da alimentação no domicílio medido pelo IPCA acumula queda de 5,2%, em contraste com aumento de 9,4% em 2016, o que representaria uma contribuição de mais de dois pontos percentuais para a desinflação ocorrida até agosto de 2017. Ponderaram que havia expectativa de recuo da inflação de alimentos em 2017, quando comparada com a de 2016. Mas concordaram que essa queda intensa dos preços de alimentos constitui uma substancial surpresa desinflacionária e responde por parcela relevante da diferença entre as projeções de inflação para 2017 e a meta de 4,5% vigente para esse ano.

16. Os membros do Comitê analisaram a perspectiva para a evolução futura da inflação dos preços de alimentos. Reiteraram a prescrição de que a política monetária deve combater possíveis efeitos secundários desse choque. Lembraram que as projeções de inflação para 2018 (tanto as da pesquisa Focus quanto as projeções condicionais do Copom), embutem alguma normalização da inflação de alimentos. Uma normalização mais lenta constitui risco baixista para essas projeções.

17. Os membros do Copom debateram os níveis baixos de inflação corrente, inclusive dos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Observaram que esses níveis baixos têm permitido uma recomposição do poder de compra da população e contribuído para a retomada

da economia. Observaram também que a possível propagação, por mecanismos inerciais, do nível baixo de inflação corrente pode produzir trajetória de inflação prospectiva abaixo do esperado. Não obstante esse risco, os membros do Copom ponderaram que a recuperação da economia atua no sentido contrário, de gradualmente levar a inflação em direção à meta ao longo de 2018.

18. O Copom avaliou que a política monetária tem flexibilidade para reagir a riscos para ambos os lados, tanto ao risco de que efeitos secundários do choque de alimentos e propagação do nível corrente de inflação produzam inflação prospectiva abaixo do esperado, quanto ao risco de possível impacto inflacionário de um eventual revés do cenário internacional num contexto de frustração das expectativas com ajustes e reformas.

19. Os membros do Comitê manifestaram o entendimento de que a conjuntura econômica com expectativas de inflação ancoradas, medidas de inflação subjacente em níveis baixos, projeções de inflação ligeiramente 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* já têm efeito estimulativo sobre a economia.

20. O Copom entende que o processo de reformas, como as recentes aprovações de medidas na área creditícia, 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 julho (208ª reunião) mostrou-se compatível com a redução da taxa Selic para 8,25% a.a.

23. Os membros do Comitê então debateram o próximo passo na condução da política monetária. Nesse contexto, avaliaram a conveniência de uma sinalização sobre as possíveis magnitudes de flexibilização na próxima reunião. Argumentaram sobre a necessidade de manter flexibilidade para a política monetária reagir a contento em caso de mudanças no cenário básico e no balanço de riscos.

Os membros também debateram o ritmo de flexibilização adequada para o atual estágio do ciclo. Concluíram por sinalizar de forma condicional que, caso a conjuntura evolua conforme o cenário básico do Copom, e em razão do estágio do ciclo de flexibilização, uma redução moderada na magnitude de flexibilização na próxima reunião parece adequada sob a perspectiva atual.

24. Os membros do Copom também avaliaram a conveniência de uma sinalização sobre os possíveis passos seguintes à próxima reunião. Em particular, debateram os custos e benefícios de um encerramento gradual do ciclo. De forma geral, os membros do Comitê concordaram que, tudo o mais constante, há benefícios em se promover encerramento gradual de ciclos monetários. Um processo gradual facilita a comunicação e permite o acúmulo de mais evidências sobre o comportamento da economia à época de encerramento do ciclo. Mas concordaram que em alguns casos excepcionais a necessidade de antecipação tempestiva do ciclo pode trazer benefícios maiores que os de um encerramento gradual. Avaliando as circunstâncias atuais, o Copom julgou conveniente sinalizar que, caso o cenário básico evolua conforme esperado no momento, o Comitê antevê encerramento gradual do atual ciclo de flexibilização monetária.

25. 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.

26. 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.

27. Por fim, os membros do Copom destacaram a importância de outras iniciativas (como os recentes anúncios de privatização e concessões) 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 retomada da atividade econômica e da trajetória de desenvolvimento da economia brasileira.

## D) Decisão de política monetária

28. 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 8,25% a.a., sem viés. 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 o ano-calendário de 2018, é compatível com o processo de flexibilização monetária.

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

30. O Comitê enfatiza que o processo de reformas, como as recentes aprovações de medidas na área creditícia, 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.

31. O Copom ressalta que as condições econômicas permitiram a manutenção do ritmo de flexibilização monetária 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 redução moderada na magnitude de flexibilização monetária. Além disso, nas mesmas condições, o Comitê antevê encerramento gradual do ciclo. Não obstante as perspectivas acima, o Copom ressalta 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.

32. 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.