

Ata da 224ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

30 e 31 de julho de 2019

Data: 30 e 31/7/2019

Local: Salas de reuniões do 8º andar (30/7) e do 20º andar (31/7) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início e de término das sessões: 30/7: 09h05 – 12h57; 17h04 – 19h44
31/7: 14h00 – 18h10

Presentes:

Membros do Copom

Roberto Oliveira Campos Neto – Presidente
Bruno Serra Fernandes
Carlos Viana de Carvalho
Carolina de Assis Barros
Fernanda Feitosa Nechio
João Manoel Pinho de Mello
Maurício Costa de Moura
Otávio Ribeiro Damaso
Paulo Sérgio Neves de Souza

Chefes de Departamento responsáveis por apresentações técnicas (presentes em 30/7)

Alan da Silva Andrade Mendes – Departamento das Reservas Internacionais
André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 31/7)
André de Oliveira Amante – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Flávio Túlio Vilela – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
João Barata Ribeiro Blanco Barroso – Departamento de Assuntos Internacionais
Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 30/7)

Adalberto Felinto da Cruz Junior – Secretário Executivo
Eduardo José Araújo Lima – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Econômica
Fabia Aparecida de Carvalho – Chefe Adjunta do Departamento de Estudos e Pesquisas
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
Leonardo Martins Nogueira – Chefe de Gabinete do Presidente
Márcio Antônio Estrela – Chefe de Gabinete do Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos
Mauro Zanatta – Assessor de Imprensa
Ricardo Eyer Harris – Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação
Ricardo Franco Moura – Chefe do Departamento de Regulação Prudencial e Cambial
Rogério Antônio Lucca – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Monetária

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. Indicadores recentes da atividade econômica sugerem possibilidade de retomada do processo de recuperação da economia brasileira. O cenário do Copom supõe que essa retomada ocorrerá em ritmo gradual.

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 mostra-se benigno, em decorrência das mudanças de política monetária nas principais economias. Entretanto, os riscos associados a uma desaceleração da economia global permanecem.

4. Diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis confortáveis, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

5. As expectativas de inflação para 2019, 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,8%, 3,9%, 3,75% e 3,50%, respectivamente.

6. No cenário com trajetórias para a taxa de juros e de câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções do Copom situam-se em torno de 3,6% para 2019 e 3,9% para 2020. Esse cenário supõe, entre outras hipóteses, trajetória de taxa Selic que encerra 2019 em 5,50% a.a. e permanece nesse patamar até o final de 2020. Também supõe trajetória de taxa de câmbio que termina 2019 em R\$3,75/US\$ e 2020 em R\$3,80/US\$. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 4,1% para 2019 e 4,6% para 2020.

7. No cenário com taxa Selic constante em 6,50% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$3,75/US\$², as projeções condicionais para a inflação situam-se em torno de 3,6% para 2019 e 2020. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 4,1% para 2019 e 4,4% para 2020.

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em junho (223ª reunião).

B) Riscos em torno do cenário básico para a inflação

8. O cenário básico do Copom para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções.

9. Por um lado, (i) o nível de ociosidade elevado pode continuar produzindo trajetória prospectiva abaixo do esperado.

10. Por outro lado, (ii) uma eventual 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. O risco (ii) se intensifica no caso de (iii) reversão do cenário externo benigno para economias emergentes.

11. O Comitê reconhece que o balanço de riscos para a inflação evoluiu de maneira favorável, mas avalia que o risco (ii) ainda é preponderante.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

12. Os membros do Copom avaliaram a evolução da atividade econômica à luz dos indicadores e informações disponíveis. Concluíram que os dados sugerem possibilidade de retomada do processo de recuperação da economia brasileira, que tinha sido interrompido nos últimos trimestres. O Comitê estima que o Produto Interno Bruto (PIB) deve ficar estável ou apresentar ligeiro crescimento no segundo trimestre, com alguma aceleração nos trimestres seguintes, que deve ser reforçada pelos estímulos decorrentes da liberação de recursos do FGTS e PIS-PASEP. Não obstante essa aceleração esperada, o cenário básico do Copom supõe que o ritmo de crescimento subjacente da economia, que exclui os efeitos de estímulos temporários, será gradual.

13. Os membros do Copom avaliaram também a evolução de indicadores de condições financeiras e concluíram que houve distensão relevante nos meses recentes. O Comitê atribui esse movimento basicamente às expectativas de ajuste no grau de estímulo da política monetária, à evolução benigna das condições financeiras nos mercados globais e às perspectivas de melhoria dos fundamentos da economia brasileira decorrentes do progresso na agenda de reformas e ajustes necessários na economia.

² Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio R\$/US\$ observada nos cinco dias úteis encerrados na sexta-feira anterior à reunião do Copom.

Essa distensão vem se refletindo tanto em preços de ativos quanto na dinâmica dos mercados de crédito e de capitais.

14. Os membros do Copom debateram, também, fatores que poderiam influenciar a atividade econômica, no contexto dos profundos ajustes necessários na economia brasileira, especialmente os de natureza fiscal. Reiteraram a visão de que a manutenção de incertezas quanto à sustentabilidade fiscal tende a ser contracionista. Em especial, incertezas afetam decisões de investimento que envolvem elevado grau de irreversibilidade e, por conseguinte, necessitam de maior previsibilidade em relação a cenários futuros. Em contexto de espaço fiscal limitado para investimentos públicos, enfatizaram a importância da continuidade do processo de reformas e ajustes que gerem sustentabilidade da trajetória fiscal futura. Ao reduzir incertezas fundamentais sobre a economia brasileira, essas reformas tendem a estimular o investimento privado. Esse potencial efeito expansionista deve, em alguma medida, contrabalançar impactos de ajustes fiscais correntes sobre a atividade econômica, além de mitigar os riscos de episódios de forte elevação de prêmios de risco, como o ocorrido em 2018.

15. O Copom reiterou o entendimento de que uma aceleração do ritmo de retomada da economia para patamares mais robustos dependerá, também, de outras iniciativas que visam ao 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. Iniciativas na agenda estrutural do Banco Central – Agenda BC# (anteriormente Agenda BC+) – contribuem para esse processo.

16. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Copom ponderaram que o cenário evoluiu de maneira benigna. Bancos centrais de diversas economias, incluindo algumas centrais, proveram estímulos monetários adicionais, o que contribuiu para afrouxamento das condições financeiras globais. Não obstante essa melhora, os membros do Copom avaliam que os riscos associados a uma desaceleração da economia global permanecem e que incertezas sobre políticas econômicas e de natureza geopolítica – notadamente as disputas comerciais e tensões geopolíticas – podem contribuir para um crescimento global ainda menor. Diante dos riscos ainda presentes no cenário externo, os membros do Copom voltaram a destacar a capacidade que a economia brasileira apresenta de absorver revés no cenário internacional, devido ao seu balanço de pagamentos robusto, à ancoragem das expectativas de inflação e à perspectiva de continuidade das reformas estruturais e de retomada do processo de recuperação econômica.

17. Os membros do Copom discutiram as projeções recentes para a inflação e os níveis de diversas medidas de inflação subjacente. Avaliaram que estas últimas encontram-se em níveis confortáveis. No horizonte relevante para a política monetária, que inclui o ano-calendário de 2020, os cenários com taxas de juros constantes em 6.50% a.a. produzem inflação abaixo da meta para 2020, enquanto os cenários com trajetória de juros extraída da pesquisa Focus, que embutem ajustes adicionais no grau de estímulo monetário, produzem inflação em torno da meta.

18. Os membros do Copom debateram então a evolução, desde sua reunião anterior, dos fatores destacados em seu balanço de riscos em torno do cenário básico para inflação. Todos concordaram que o balanço de riscos evoluiu de maneira favorável. Em particular, destacaram a importância dos avanços concretos na agenda de reformas e ajustes necessários na economia brasileira, que são fundamentais para a manutenção do ambiente benigno para a inflação prospectiva, com expectativas ancoradas. O Comitê avalia que o risco de uma eventual frustração das expectativas sobre a continuidade dessa agenda ainda é o fator preponderante em seu balanço de riscos.

19. O Copom avalia que a conjuntura econômica com expectativas de inflação ancoradas, medidas de inflação subjacente em níveis confortáveis, projeções que indicam inflação em 2020 em torno ou abaixo da meta e elevado grau de ociosidade na economia prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural. Os membros do Copom avaliam que as atuais taxas de juros reais *ex-ante* têm efeito estimulativo sobre a economia.

20. A taxa de juros estrutural é um ponto de referência para a condução da política monetária. Quando essa política produz uma taxa de juros real (*ex-ante*) aquém da taxa estrutural, ela provê estímulos para a atividade econômica e contribui para um aumento da inflação. Como a taxa estrutural não é observável e a atividade econômica e a inflação dependem de diversos outros fatores, estimativas dessa taxa envolvem elevado grau de incerteza e são continuamente reavaliadas pelo Comitê. Em cada reunião, o Copom avalia se a taxa Selic está em nível adequado, tendo em vista todos os fatores que influenciam a evolução das projeções e expectativas de inflação, do balanço de riscos e da atividade econômica. Em conjuntura como a descrita acima, isso envolve avaliar se o grau de estímulo monetário está adequado. Cabe destacar que a provisão de estímulo monetário requer ambiente com expectativas de inflação ancoradas.

21. Na visão do Copom, a taxa de juros estrutural da economia brasileira embute dois componentes: taxa estrutural livre de risco e prêmio de risco. Reformas e outras mudanças no ambiente econômico podem afetar a taxa estrutural de maneiras distintas,

dependendo de seus efeitos sobre esses dois componentes. O componente livre de risco depende dos determinantes estruturais do consumo e poupança, de um lado, e do investimento, de outro. Por meio desse componente, fatores que aumentam de maneira persistente a disposição de investir pressionam a taxa de juros estrutural da economia para cima. Entretanto, esses mesmos fatores podem contribuir para redução da taxa estrutural por meio da queda do prêmio de risco se implicarem aumento do potencial de crescimento da economia e, portanto, maior sustentabilidade da política fiscal.

22. A reforma da Previdência, ao adequar as regras para aposentadoria à estrutura e dinâmica demográficas do país, reduz o ritmo de crescimento dos gastos do governo, aumentando a poupança pública. Além disso, gera incentivos para aumento da taxa de poupança por parte da população, visando sustentar um certo padrão de consumo após a aposentadoria. Por esses canais, a reforma contribui para redução do componente livre de risco da taxa de juros estrutural da economia brasileira. A reforma da Previdência também reduz o componente de prêmio de risco da taxa de juros estrutural, posto que com ela melhoram as perspectivas de sustentabilidade fiscal. Por outro lado, a reforma induz aumento da oferta de trabalho e tende a estimular investimentos privados ao reduzir incertezas sobre aspectos fundamentais da economia brasileira. Considerando apenas esses dois últimos canais, a reforma tenderia a elevar a taxa de juros estrutural. Não obstante a complexidade dos canais pelos quais a reforma da Previdência pode influenciar a taxa de juros estrutural da economia brasileira, quando se considera o seu efeito líquido, o Copom entende que a reforma contribui para redução gradual da taxa de juros estrutural da economia.

23. O Comitê reitera sua visão de que a continuidade do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para a queda da taxa de juros estrutural, para o funcionamento pleno da política monetária e para a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressalta ainda que a percepção de continuidade da agenda de reformas afeta as expectativas e projeções macroeconômicas correntes. Em particular, o Comitê julga que avanços concretos nessa agenda são fundamentais para consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva.

24. Na sequência, os membros do Copom avaliaram a decisão de política monetária adequada, tendo em vista a evolução do cenário básico e do balanço de riscos desde sua reunião em junho (223ª reunião). Todos concluíram pela redução da taxa Selic para 6,00% a.a.

25. O Copom debateu, então, a conveniência de oferecer alguma perspectiva sobre possíveis cenários para a política monetária. Decidiu comunicar sua avaliação de que a consolidação do cenário benigno

para a inflação prospectiva deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo monetário. Tendo em vista sua preferência por explicitar condicionalidades sobre a evolução da política monetária, o que melhor transmite a racionalidade econômica que guia suas decisões, o Copom julgou ser fundamental enfatizar que a comunicação dessa avaliação não restringe sua próxima decisão e reiterar que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação.

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 para 6,00% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e balanço de riscos para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui o ano-calendário de 2020.

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

28. O Copom reconhece que o processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira tem avançado, mas enfatiza que a continuidade desse processo é essencial para a queda da taxa de juros estrutural e para a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressalta ainda que a percepção de continuidade da agenda de reformas afeta as expectativas e projeções macroeconômicas correntes. Em particular, o Comitê julga que avanços concretos nessa agenda são fundamentais para consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva.

29. Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e, em especial, do balanço de riscos prescreve ajuste no grau de estímulo monetário, com redução da taxa Selic em 0,50 ponto percentual. O Comitê avalia que a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo. O Copom enfatiza que a comunicação dessa avaliação não restringe sua próxima decisão e reitera que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação.

30. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Roberto Oliveira Campos Neto (Presidente), Bruno Serra Fernandes, Carlos Viana de Carvalho, Carolina de Assis Barros, Fernanda Feitosa Nechio, João

Manoel Pinho de Mello, Maurício Costa de Moura,
Otávio Ribeiro Damaso e Paulo Sérgio Neves de Souza.