

# **Notas da 203ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**

29 e 30 de novembro de 2016

**Data:** 29 e 30/11/2016

**Local:** Sala de reuniões do 21º andar do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 10h48 (29/11), 14h30 (29/11) e 14h00 (30/11)

**Horário de término:** 12h10 (29/11), 17h33 (29/11) e 18h20 (30/11)

**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 29/11)**

André Minella – Departamento de Assuntos Internacionais  
Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais  
Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 30/11)  
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 29/11)**

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa  
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 – Assessor Sênior da Diretoria de Relacionamento Institucional e Cidadania (presente apenas na tarde de 29/11)  
Maurício Costa de Moura – Chefe de Gabinete da Presidência  
Paulo Marcelo Cavalcanti Muniz – Chefe de Gabinete substituto da Diretoria de Regulação

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?COPOMMATSUP203>).

## 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 aquém do esperado no curto prazo. Houve reduções nas projeções para o PIB em 2016 e 2017 e interrupção no processo de recuperação dos componentes de expectativas de índices de confiança. Após ter interrompido uma longa sequência de quedas no segundo trimestre, a medida de investimento nas contas nacionais voltou a recuar no terceiro trimestre.

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. Após os recuos dos indicadores de atividade econômica relativos a agosto, a ausência de uma reversão nos meses seguintes torna menos provável o cenário em que esses movimentos refletiriam oscilações naturais da atividade econômica em torno de momentos de estabilização. Aumenta, portanto, a probabilidade de que a retomada da atividade econômica seja mais demorada e gradual que a antecipada previamente.

4. No âmbito externo, o cenário apresenta-se especialmente incerto. O aumento da volatilidade dos preços de ativos indica o possível fim do interregno benigno para economias emergentes. Há elevada probabilidade de retomada do processo de normalização das condições monetárias nos EUA no curto prazo, bem como incertezas quanto ao rumo de sua política econômica.

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, mas também com sinais de desinflação mais difundida. Esses resultados contribuíram para um recuo das expectativas apuradas pela pesquisa Focus para a inflação medida pelo IPCA<sup>2</sup> para o ano corrente, que se situam em torno de 6,7%. As expectativas de inflação apuradas pela mesma pesquisa para 2017 recuaram para em torno de 4,9% e as expectativas para 2018 e horizontes mais distantes permanecem em torno de 4,5%.

<sup>1</sup> A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom de outubro de 2016.

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 5,5% em 2016, 5,9% em 2017 e 5,3% em 2018.

7. O cenário de referência supõe, entre outras hipóteses, taxas de juros e câmbio inalteradas em 14,00% ao ano (a.a.) e R\$3,40/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 taxas de câmbio de R\$3,35/US\$, R\$3,40/US\$ e R\$3,50/US\$ ao final de 2016, 2017 e 2018, respectivamente, e taxas de juros de 13,75% a.a., 10,75% 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 para em torno de 6,6%.

9. No horizonte relevante para a condução da política monetária, as projeções condicionais do Copom oscilaram em função de fatores com impactos opostos. As projeções para 2017, nos cenários de referência e mercado, situam-se em torno de 4,4% e 4,7%, respectivamente. Para 2018, as projeções encontram-se em torno de 3,6% e 4,6%, nos cenários de referência e mercado, respectivamente.

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

10. Os sinais de uma pausa, na margem, no processo de desinflação de alguns componentes do IPCA mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária persistem. A taxa de inflação desses componentes tem recuado quando avaliada em períodos de doze meses, mas a pausa persiste, na margem, em medidas mensais de inflação subjacente ajustadas para fatores sazonais. Isso poderia refletir uma maior resiliência da inflação, a despeito do elevado nível de ociosidade na economia.

11. Por outro lado, o processo contínuo de distensão do mercado de trabalho e a desaceleração significativa da atividade econômica tendem a produzir desinflação que pode vir a ser mais intensa que a refletida nas expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e nas projeções condicionais produzidas pelo Copom. De fato, a dinâmica mais

<sup>2</sup> Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.

favorável da inflação no período recente mostra sinais de desinflação mais difundida. É, portanto, razoável esperar que a atividade econômica aquém do esperado no curto prazo e a perspectiva de uma recuperação mais demorada e gradual reforcem esse processo. Uma outra consequência provável dessa conjuntura seria uma retomada mais célere do processo de desinflação, na margem, dos componentes do IPCA mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária a cuja pausa fez-se referência acima.

12. Os passos no processo de aprovação das reformas fiscais têm sido positivos até o momento, 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, reduzindo os custos do processo desinflacionário ora em curso.

13. O possível fim do interregno benigno para economias emergentes pode produzir efeitos que dificultem o processo de desinflação. É possível, entretanto, que tais efeitos sejam mitigados por movimentos favoráveis nos preços de *commodities* com relevância para os termos de troca do país, o que teria caráter estabilizador. Além disso, o fim do interregno benigno pode implicar condições financeiras externas mais apertadas, o que adicionaria um componente desinflacionário. Não há, portanto, relação direta entre o cenário externo e a condução da política monetária.

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

14. Os membros do Comitê debateram a evolução da atividade econômica no curto prazo, à luz das estatísticas mais recentes. Todos concordaram que, após os indicadores referentes a agosto, a economia seguiu mostrando sinais de fraqueza. Estatísticas referentes a setembro e indicadores disponíveis para outubro e novembro não mostraram reversão que seria razoável esperar caso estivéssemos diante de oscilações naturais da atividade econômica em torno de momentos de estabilização. Isso aumenta a probabilidade de que a retomada da atividade econômica seja mais demorada e gradual que a antecipada previamente.

15. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê destacaram os riscos associados ao possível fim do ambiente relativamente benigno para economias emergentes em vigor nos últimos meses. Todos concordaram que o processo de normalização das condições monetárias nos EUA deve ser retomado no curto prazo e que o rumo de

sua política econômica tornou-se fonte de incerteza. O Copom avaliou que parte dessa incerteza deverá se dissipar nos próximos meses. Todos concordaram, também, que até o fim do ano o Comitê poderá ter uma avaliação mais precisa sobre os possíveis impactos da retomada do processo de normalização das condições monetárias nos EUA. Os membros do Comitê ponderaram que, em ambiente com expectativas de fortalecimento da atividade econômica global, movimentos nos termos de troca podem produzir efeitos mitigadores. Ponderaram, ainda, que, caso uma mudança do cenário externo venha a produzir mudanças de preços relativos, seu impacto sobre a política monetária será delimitado por seus efeitos secundários sobre a inflação. Em um contexto de expectativas de inflação ancoradas, esses efeitos tendem a ser mitigados pelo elevado grau de ociosidade na economia.

16. O Comitê analisou suas projeções condicionais para a inflação nos diversos cenários, o balanço de riscos, o amplo conjunto de informações disponíveis, e a evolução dos fatores enfatizados pelo Copom no Comunicado de outubro (202ª reunião). Nesse contexto, o Copom julgou que a postura recente da política monetária contribuiu para ancoragem das expectativas e para que houvesse mais espaço para o processo de flexibilização da política monetária. A discussão passou, então, para o ritmo dessa flexibilização.

17. Alguns membros do Comitê ponderaram que a evolução favorável da inflação no período recente, os passos positivos no processo de aprovação das primeiras reformas fiscais e a piora nas perspectivas de recuperação da atividade econômica já justificariam uma intensificação do ritmo de flexibilização monetária nessa reunião. Outros membros do Copom argumentaram que a evolução de alguns componentes da inflação mais sensíveis à atividade econômica e à política monetária continuava indicando pausa, na margem. Argumentaram, ainda, que as incertezas quanto ao possível fim do cenário externo benigno para economias emergentes deveriam diminuir até a reunião do Copom em janeiro. A combinação desses fatores recomendava aguardar até a próxima reunião. Esses mesmos membros ponderaram, entretanto, que é razoável esperar uma intensificação do processo de flexibilização monetária caso a atividade econômica não dê sinais mais claros de retomada, posto que nesse caso as projeções de inflação devem se reduzir. No final, formou-se um consenso em aguardar até a próxima reunião.

18. Os membros do Comitê debateram a trajetória de preços administrados por contrato e monitorados e os efeitos que os mesmos podem ter sobre o cenário prospectivo para a inflação. Em particular, os membros do Comitê mencionaram: (i) o impacto da

mudança na política de preços de combustíveis anunciada recentemente; (ii) possíveis reajustes nos preços da energia elétrica ao longo de 2017, em decorrência de recomposições tarifárias necessárias para corrigir distorções de políticas passadas. Nesse contexto, 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 desses ajustes de preços relativos.

19. Todos os membros do Comitê reconheceram os avanços e os esforços para aprovação e implementação dos ajustes necessários 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.

20. O Comitê entende que o ritmo de flexibilização monetária será calibrado 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 que atualmente não há incompatibilidade entre esses dois objetivos. As projeções para ambos os anos melhoraram, especialmente no cenário de mercado. Isso sugere que pode haver mais espaço para flexibilização das condições monetárias do que o percebido anteriormente.

21. O Comitê discutiu os fatores condicionantes do ritmo e magnitude da flexibilização monetária. Em particular, destacou-se que o risco palpável de que não ocorra uma retomada oportuna da atividade econômica deve permitir intensificação do ritmo de flexibilização monetária.

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

22. 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 13,75% a.a., sem viés.

23. 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 2018, é compatível com um processo gradual de flexibilização monetária.

24. A magnitude da flexibilização monetária e a intensificação do seu ritmo dependerão das projeções e expectativas de inflação e da evolução dos fatores de risco mencionados acima. Nesse sentido, o Copom destaca que o ritmo de desinflação nas suas projeções pode se intensificar caso a recuperação da atividade econômica seja mais demorada e gradual que a antecipada. Essa intensificação do processo de desinflação depende de ambiente externo adequado. Não há, no entanto, relação mecânica entre o cenário externo e a política monetária.

25. 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.