

Notas da 207ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

30 e 31 de maio de 2017

Data: 30 e 31/5/2017

Local: Sala de reuniões do 21º andar (30/5) e do 20º andar (31/5) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início e término das sessões: 30/5: 10h02 – 12h00; 14h31 – 17h34
31/5: 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 (presentes em 30/5)

Alan da Silva Andrade Mendes – Departamento das Reservas Internacionais
André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 31/5)
Flávio Túlio Vilela – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Gilneu Francisco Astolfi Vivan – Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro (presente apenas na sessão matutina)
João Barata Ribeiro Blanco Barroso – Departamento de Assuntos Internacionais
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Renato Jansson Rosek – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (presente apenas na sessão vespertina)
Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 30/5)

Adalberto Felinto da Cruz Junior – Secretário Executivo
Edson Broxado de Franca Teixeira – Chefe-Adjunto do Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro (presente apenas na sessão vespertina)
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
Fábio Araujo – Chefe da Assessoria Econômica da Presidência
Fernando Alberto Sampaio Rocha – Chefe-Adjunto do Departamento Econômico
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa
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 vespertina)
Maurício Costa de Moura – Chefe de Gabinete do Presidente
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 permanece compatível com estabilização da economia brasileira no curto prazo e recuperação gradual ao longo do ano. A manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade econômica.

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. Até o momento, o cenário externo tem se mostrado favorável, na medida em que a atividade econômica global mais forte tem mitigado os efeitos de possíveis mudanças de política econômica nos países centrais.

4. O comportamento da inflação permanece favorável, com desinflação difundida inclusive nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. É necessário acompanhar possíveis impactos do aumento de incerteza sobre a trajetória prospectiva da inflação.

5. As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 4,0% para 2017, situam-se ao redor de 4,4% para 2018 e encontram-se em torno de 4,25% para 2019 e horizontes mais distantes.

6. Para a trajetória de preços administrados, que compõe as projeções condicionais para a inflação produzidas pelo Copom, projeta-se variação de 6,1% em 2017 e 5,5% 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\$3,25/US\$ e R\$3,37/US\$ ao final de 2017 e de 2018, respectivamente, e taxas de juros de 8,50% ao ano (a.a.) ao final dos dois períodos.

8. Sob essas hipóteses, a projeção de inflação do Copom para 2017 situa-se em torno de 4,0%. A projeção para 2018 nesse cenário encontra-se ao redor de 4,6%. Ressalta-se que, neste momento, as

projeções condicionais do Copom envolvem maior grau de incerteza.

B) Riscos em torno do cenário básico para a inflação

9. O Comitê entende como fator de risco principal o aumento de incerteza sobre a velocidade do processo de reformas e ajustes na economia. Isso se dá tanto pela maior probabilidade de cenários que dificultem esse processo, quanto pela dificuldade de avaliação dos efeitos desses cenários sobre os determinantes da inflação. Entre esses determinantes, destacam-se a atividade econômica, as expectativas de inflação, as estimativas da taxa de juros estrutural e os preços de ativos financeiros relevantes. Há outros riscos em torno do cenário básico:

10. O cenário externo, apesar de favorável no momento, apresenta considerável grau de incerteza e pode dificultar o processo de desinflação.

11. A desinflação dos preços de alimentos e de preços industriais pode ter efeitos secundários na inflação. Notadamente, pode contribuir para quedas adicionais das expectativas de inflação e da inflação em outros setores da economia.

12. A atividade econômica dá sinais de estabilização no curto prazo e perspectiva de recuperação, mas a retomada da economia pode ser mais (ou menos) demorada e gradual do que a antecipada.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

13. Os membros do Comitê debateram a evolução da atividade econômica, à luz das estatísticas disponíveis. Todos concordaram que os dados recentes corroboram o cenário de estabilização e perspectiva de retomada gradual da economia. Entretanto, a manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade econômica.

14. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê destacaram a evolução favorável recente da economia global, a despeito das

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em abril (206ª reunião).

incertezas associadas a possíveis mudanças na política econômica nos EUA, à evolução dos preços de *commodities*, ao apetite ao risco por ativos de economias emergentes e aos rumos da economia chinesa. Ressaltaram ainda que a economia brasileira apresenta hoje uma maior capacidade de absorver eventual revés no cenário internacional, devido à sua situação mais robusta de balanço de pagamentos e ao progresso no processo desinflacionário e na ancoragem das expectativas.

15. Todos os membros do Comitê concordaram que as perspectivas para a inflação têm evoluído de maneira favorável. Os membros do Comitê analisaram a trajetória da inflação ao longo deste e dos próximos anos. 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 permanecem abaixo da meta de 4,5% ao longo de 2017. As projeções atingem valor mínimo no terceiro trimestre do ano e elevam-se nos últimos meses para valores ainda abaixo da meta. Parte dessa diferença pode ser atribuída aos efeitos primários do choque favorável nos preços de alimentos. Esse cenário supõe trajetória de juros que alcança 8,5% ao final de 2017 e 2018. Nesse cenário, a trajetória da inflação atinge 4,6% em 2018.

16. Os membros do Comitê avaliaram os impactos de reajustes recentes de preços administrados (redução dos preços de combustíveis e volta da bandeira verde nos preços de energia elétrica) sobre a inflação de curto prazo. Estima-se que esses reajustes devam reduzir a inflação pelo IPCA de junho em aproximadamente 0,3 ponto percentual. Todos concluíram que essas oscilações pontuais não têm implicação relevante para a condução da política monetária.

17. Os membros do Comitê debateram possíveis impactos do aumento de incerteza sobre a trajetória prospectiva da inflação. Por um lado, consideram que a manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade econômica e, portanto, desinflacionário. Por outro lado, o impacto da incerteza sobre a formação de preços e sobre as estimativas da taxa de juros estrutural pode ter direção oposta. De forma geral, os membros do Comitê ressaltaram que, neste momento, as projeções condicionais do Copom envolvem maior grau de incerteza. Concluíram que não há relação direta e mecânica entre o aumento de incerteza e a política monetária e que a flexibilidade do regime de metas para a inflação permite ao Comitê adequar a política monetária aos possíveis cenários prospectivos.

18. Os membros do Copom avaliaram a extensão do ciclo de flexibilização monetária, inclusive suas implicações para as taxas de juros vigentes ao longo de 2018. Essa extensão dependerá da evolução da atividade econômica, dos demais fatores de risco mencionados acima e das projeções e expectativas de inflação para 2018 e 2019, mas também das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira. O Comitê entende que o aumento recente da incerteza associada à evolução do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira dificulta a queda mais célere das estimativas da taxa de juros estrutural e as torna mais incertas. Essas estimativas naturalmente envolvem incerteza e poderão ser reavaliadas pelo Comitê ao longo do tempo.

19. Os membros do Comitê reafirmaram o entendimento de que, com expectativas de inflação ancoradas, projeções de inflação em torno da meta para 2018 e um pouco abaixo da meta para 2017, e elevado grau de ociosidade na economia, o cenário básico do Copom prescreve continuidade do ciclo de distensão da política monetária. Esse entendimento já considera os atuais riscos em torno do cenário básico e as estimativas de extensão do ciclo.

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

21. Todos os membros do Copom concordaram que a evolução da conjuntura desde sua reunião em abril (206ª reunião) é compatível com a redução da taxa Selic para 10,25% a.a.

22. Assim, os membros do Comitê debateram os próximos passos na condução da política monetária. Avaliaram qual seria o possível ritmo de flexibilização adequado para a próxima reunião e a conveniência de uma sinalização antecipada dessa possibilidade. As análises sobre o ritmo adequado de flexibilização envolveram considerações sobre as projeções de inflação e de atividade, as estimativas de extensão e o atual estágio do ciclo, e os riscos em torno do cenário e dessas estimativas, inclusive os associados às perspectivas de reformas e ajustes na economia. Sobre a conveniência de sinalização, argumentou-se, por um lado, que a incerteza em relação à evolução do cenário básico (mais inflacionário ou desinflacionário que o atual) e o balanço de riscos recomendavam não conjecturar sobre possível ritmo a ser adotado no futuro. Por outro lado, salientou-se a necessidade, nesse momento, de oferecer direcionamento e elementos para reduzir a incerteza (e o escopo de possibilidades) sobre a trajetória futura da política monetária. Os membros concluíram

por sinalizar que uma redução moderada do ritmo de flexibilização monetária deve se mostrar adequada em sua próxima reunião, mas ressaltar que esse ritmo 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.

23. 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 de ajustes de preços relativos que possam ocorrer ao longo do tempo. Isso se aplica ao choque de oferta favorável nos preços de alimentos e à dinâmica positiva nos preços de bens industriais, mas também a potenciais realinhamentos de preços relativos cujo impacto seja inflacionário. O Copom entende que deve buscar identificar os efeitos primários desses realinhamentos, aos quais a política monetária não deve reagir. Essa política deve concentrar-se, então, em possíveis efeitos secundários de tais realinhamentos, que podem contribuir para mudanças nas projeções e expectativas de inflação.

24. Todos os membros do Comitê reenfatazaram que a aprovação e implementação das reformas, notadamente as de natureza fiscal, e de ajustes na economia brasileira, incluindo aqueles referentes a políticas creditícias e de natureza parafiscal, são fundamentais para a sustentabilidade da desinflação, para o funcionamento pleno da política monetária e para a redução da taxa de juros estrutural da economia, com amplos benefícios para a sociedade.

25. Por fim, os membros do Copom destacaram a importância de outras reformas 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 estabilização e a retomada da atividade econômica e da trajetória de desenvolvimento da economia brasileira.

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 em um ponto percentual, para 10,25% 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 os anos-calendário de 2017 e, em maior grau, de 2018, é compatível com o processo de flexibilização monetária.

27. O Copom ressalta que a extensão do ciclo de flexibilização monetária dependerá, dentre outros fatores, das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira. O Comitê entende que o aumento recente da incerteza associada à evolução do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira dificulta a queda mais célere das estimativas da taxa de juros estrutural e as torna mais incertas. Essas estimativas continuarão a ser reavaliadas pelo Comitê ao longo do tempo.

28. Em função do cenário básico e do atual balanço de riscos, o Copom entende que uma redução moderada do ritmo de flexibilização monetária em relação ao ritmo adotado hoje deve se mostrar adequada em sua próxima reunião. Naturalmente, o ritmo 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.

29. 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.