

Ata da 213ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

20 e 21 de março de 2018

Data: 20 e 21/3/2018

Local: Salas de reuniões do 8º andar (20/3 e sessão matutina de 21/3) e do 20º andar (sessão vespertina de 21/3) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início e término das sessões: 20/3: 14h33 – 17h54
21/3: 9h24 – 10h22; 14h00 – 18h00

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 20/3 e na sessão matutina de 21/3)

André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente na sessão vespertina de 21/3)
Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais
Flávio Túlio Vilela – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Geraldo Pereira Júnior – 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 20/3 e na sessão matutina de 21/3)

Adalberto Felinto da Cruz Junior – Secretário Executivo
Daniela Pires Ramos de Alcântara – Chefe de Gabinete do Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos
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 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
João André Calvino Marques Pereira – Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação
Leonardo Martins Nogueira – Chefe de Gabinete do Presidente
Luis Gustavo Mansur Siqueira – Chefe de Gabinete do Diretor de Relacionamento Institucional e Cidadania
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. O conjunto dos indicadores de atividade econômica mostra recuperação consistente 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 cresce globalmente. Isso tem contribuído até o momento para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes.
4. O cenário básico para a inflação evoluiu de forma mais benigna que o esperado nesse início de ano. O comportamento da inflação permanece favorável, com diversas medidas de inflação subjacente em níveis baixos, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.
5. As expectativas de inflação para 2018 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,6%. As expectativas para 2019 e 2020 situam-se em torno de 4,2% e de 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 4,8% em 2018 e 3,8% 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\$3,30/US\$ e R\$3,39/US\$ ao final de 2018 e de 2019, respectivamente, e taxas de juros de 6,5% ao ano (a.a.) ao final de 2018 e 8,0% a.a. ao final de 2019.
8. Sob essas hipóteses, as projeções de inflação do Copom recuaram para em torno de 3,8% e 4,1% para 2018 e 2019, respectivamente.

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, (i) a possível propagação, por mecanismos inerciais, do nível baixo de inflação pode produzir trajetória prospectiva abaixo do esperado.
11. Por outro lado, (ii) 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 (iii) 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. Um membro mencionou sinais de pequeno arrefecimento, na margem, no processo de recuperação do crescimento econômico, mas outros ponderaram que essas oscilações são naturais no atual estágio do processo. Todos concluíram que a recuperação da economia apresenta consistência. Nesse contexto, entendem que, à medida que a atividade econômica se recupera, a inflação tende a voltar gradualmente para a meta. E reiteraram 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 que a evolução da economia global tem sido favorável, com crescimento econômico bastante disseminado. Já surgem sinais de que as condições no mercado de trabalho começam a elevar os salários em algumas economias centrais. Há também perspectiva de retorno das taxas de inflação nessas economias para patamares mais próximos de suas metas. Isso reforça o cenário de continuidade do processo de normalização da política monetária nos países centrais, o que deve ocorrer de maneira gradual no cenário básico. Mas a trajetória prospectiva da inflação de preços e salários pode tornar esse processo mais volátil e produzir algum aperto das condições financeiras globais. Houve o reconhecimento de que

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em fevereiro (212ª reunião).

aumentaram os riscos associados à continuidade da expansão do comércio internacional, devido a medidas protecionistas, com possíveis impactos sobre o crescimento global e a volatilidade das condições financeiras. Nesse contexto, os membros do Copom voltaram a destacar a 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 voltaram a ponderar 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. Todos concordaram que a inflação evoluiu de forma mais benigna que o esperado nesse início de ano.

15. O Comitê reiterou o entendimento de que, no caso de 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 Copom destaca que sua reação a possíveis mudanças de preços relativos será simétrica, ou seja, a política monetária seguirá os mesmos princípios tanto diante de choques de oferta inflacionários quanto desinflacionários.

16. Os membros do Copom debateram o nível e a trajetória da inflação. Avaliaram que diversas medidas de inflação subjacente, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, situam-se 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. De um lado, a permanência de medidas de inflação subjacente em patamares baixos constitui risco baixista para a trajetória prospectiva para a inflação. De outro lado, permanecem a expectativa de que a recuperação da atividade econômica contribua para elevação da inflação subjacente rumo às metas no horizonte relevante e os riscos associados a um revés no cenário internacional num contexto de frustração das expectativas sobre as reformas e ajustes necessários na economia brasileira.

17. O Copom entende que a política monetária tem que balancear essas duas dimensões, tendo em vista a incerteza quanto às defasagens do impacto de estímulos monetários na trajetória da inflação. Isso envolve reagir para assegurar que a inflação convirja para a meta numa velocidade adequada e ao mesmo tempo garantir que a conquista da inflação baixa perdure, mesmo diante de choques adversos. O Copom

reafirma que a política monetária tem flexibilidade para reagir a riscos de ambos os lados.

18. 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 abaixo da meta para 2018 e em torno da meta para 2019, 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.

19. 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.

20. Todos os membros do Copom concordaram que a evolução da conjuntura, do cenário básico e do balanço de riscos desde sua reunião em fevereiro (212ª reunião) tornou adequada a redução da taxa Selic para 6,50% a.a.

21. Os membros do Comitê então debateram os próximos passos na condução da política monetária. Houve consenso que a evolução da conjuntura, do cenário básico e do balanço de riscos desde a reunião do Copom em fevereiro (212ª reunião) foi tornando clara, ao longo do tempo, a necessidade de um ajuste da política monetária em relação ao movimento que havia sido sinalizado como mais provável na reunião anterior. Parte desse ajuste pôde ser implementado pela redução da taxa Selic para 6,5% a.a., que já estava refletida nas projeções de analistas e na estrutura a termo das taxas de juros. Entretanto, os membros do Copom concluíram pela necessidade de tornar a política monetária um pouco mais estimulativa. Essa conclusão decorreu de dois fatores. Primeiro, o Copom julgou que a dinâmica das diversas medidas de inflação subjacente sinalizava maior risco de postergação da convergência da inflação rumo às metas. Nesse contexto, um estímulo monetário adicional mitigaria esse risco. Segundo, o Comitê ponderou o fato de que, mesmo com trajetória para a taxa Selic que já incorporava redução para o patamar de 6,50% a.a., as perspectivas para inflação – levando em conta expectativas, projeções e avaliação de amplo conjunto de informações – apresentaram recuo no horizonte relevante, principalmente para 2018. O Copom decidiu, portanto, sinalizar que, para a próxima reunião, uma flexibilização monetária moderada adicional se mostra adequada sob a ótica atual. Tendo em vista o princípio que norteia sua condução da política monetária, de explicitar condicionalidades que julga relevantes, o Comitê decidiu também comunicar que essa visão para

a próxima reunião poderá se alterar e levar à interrupção do processo de flexibilização monetária, no caso dessa mitigação de riscos se mostrar desnecessária.

22. O Comitê passou então a debater os passos seguintes à próxima reunião, tendo em mente o horizonte relevante para a condução da política monetária àquela altura, que já estará majoritariamente concentrado no ano-calendário de 2019. Tendo em vista o cenário básico do Copom, o balanço de riscos e as defasagens e incertezas associadas ao processo de transmissão da política monetária, o Comitê concluiu que, àquela altura, deverá se mostrar apropriado interromper o processo de flexibilização monetária. Dados os riscos que a economia enfrenta e a incerteza quanto às defasagens na transmissão da política monetária, o Comitê julga que pode precisar de algum tempo para avaliar a evolução da economia e sua reação aos estímulos monetários já implementados, tendo em vista o horizonte relevante naquele momento. O debate procedeu, então, em relação à forma de comunicar essa visão para reuniões além da próxima. Alguns membros manifestaram preferência por indicar que deverá ser necessário aguardar algumas reuniões do Copom até que se acumule informação suficiente para avaliar o comportamento da economia. Outros argumentaram não ver necessidade de se comprometer com essa sinalização. Ao final, os membros do Copom concluíram por comunicar que, para reuniões além da próxima, salvo mudanças adicionais relevantes no cenário básico e no balanço de riscos para a inflação, o Comitê vê como adequada a interrupção do processo de flexibilização monetária, visando avaliar os próximos passos.

23. 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 os próximos passos na condução da política monetária continuarão 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.

24. 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.

25. 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

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 0,25 ponto percentual, para 6,50% a.a. O Comitê entende que esse movimento é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2018 e, com peso gradualmente crescente, de 2019.

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

28. 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.

29. A evolução do cenário básico tornou adequada a redução da taxa básica de juros em 0,25 ponto percentual nesta reunião. Para a próxima reunião, o Comitê vê, neste momento, como apropriada uma flexibilização monetária moderada adicional. O Comitê julga que este estímulo adicional mitiga o risco de postergação da convergência da inflação rumo às metas. Essa visão para a próxima reunião pode se alterar e levar à interrupção do processo de flexibilização monetária, no caso dessa mitigação se mostrar desnecessária. Para reuniões além da próxima, salvo mudanças adicionais relevantes no cenário básico e no balanço de riscos para a inflação, o Comitê vê como adequada a interrupção do processo de flexibilização monetária, visando avaliar os próximos passos, tendo em vista o horizonte relevante naquele momento. O Copom ressalta que os próximos passos da política monetária continuarão 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.

30. 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.