

Ata da 214ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

15 e 16 de maio de 2018



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Data: 15 e 16/5/2018

Local: Salas de reuniões do 8º andar (15/5) e do 20º andar (16/5) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início e de término das sessões: 15/5: 10h08 – 12h16; 14h42 – 16h44
16/5: 14h – 18h

Presentes:

Membros do Copom

Ilan Goldfajn – Presidente
Carlos Viana de Carvalho
Carolina de Assis Barros
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 15/5)

Alan da Silva Andrade Mendes – Departamento das Reservas Internacionais
André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 16/5)
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 15/5)

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
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
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa
Leonardo Martins Nogueira – Chefe de Gabinete do Presidente
Rogério Antônio Lucca – Chefe de Gabinete do Diretor de Política Monetária
Sílvia Marques de Brito e Silva – Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação (presente somente na sessão vespertina)

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. Os últimos indicadores de atividade econômica mostram arrefecimento, num contexto de recuperação consistente, mas 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 tornou-se mais desafiador e apresentou volatilidade. A evolução dos riscos, em grande parte associados à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas, produziu ajustes nos mercados financeiros internacionais. Como resultado, houve redução do apetite ao risco em relação a economias emergentes.

4. O comportamento da inflação permanece favorável, com diversas medidas de inflação subjacente em níveis ainda 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 3,5%. As expectativas para 2019 e 2020 situam-se em torno de 4,0%.

6. No cenário com trajetórias para as taxas de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções do Copom situam-se em torno de 3,6% para 2018 e de 3,9% para 2019. Esse cenário supõe, entre outras hipóteses, trajetória de juros que encerra 2018 em 6,25% a.a. e 2019 em 8,0% a.a. e de taxa de câmbio que termina 2018 e 2019 em R\$3,40/US\$. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 5,7% para 2018 e de 4,2% para 2019.

7. No cenário com taxa de juros constante em 6,50% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$ 3,60/US\$², as projeções para a inflação do Copom situam-se em torno de 4,0% para 2018 e 2019. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 6,3% para 2018 e de 4,4% para 2019.

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em março (213ª 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) a possível propagação, por mecanismos inerciais, do nível baixo de inflação pode produzir trajetória prospectiva abaixo do esperado.

10. 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) continuidade da reversão do cenário externo para economias emergentes. Esse último risco se intensificou desde o último Copom.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

11. Os membros do Comitê debateram a evolução da atividade econômica à luz das informações disponíveis. Concordaram ter havido arrefecimento, na margem, no ritmo de atividade econômica. Esse movimento ocorre em meio a processo de recuperação consistente, mas em ritmo gradual, da economia brasileira. 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.

12. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê ponderaram que o cenário se tornou mais desafiador. O risco de normalização mais acelerada nos níveis de taxas de juros em algumas economias avançadas produziu ajustes em preços de ativos e volatilidade nas condições financeiras no mercado internacional. O cenário básico contempla normalização gradual da política monetária nos países centrais, mas depende da trajetória prospectiva da inflação de preços e salários nessas economias. Os membros do Comitê mencionaram também os riscos geopolíticos e aqueles associados à continuidade da expansão do comércio internacional, com possíveis impactos sobre o crescimento global. Nesse contexto, os membros do Copom voltaram a destacar a

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.

capacidade que a economia brasileira apresenta de absorver 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 os riscos gerados por possível continuidade da reversão do cenário para economias emergentes num contexto de frustração das expectativas sobre as reformas e ajustes necessários na economia brasileira. Nesse contexto, argumentam que, caso a evolução 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 (i.e. efeitos sobre os preços da economia não diretamente associados ao choque).

13. Os membros do Copom analisaram a trajetória da inflação ao longo deste e dos próximos anos. Todos concordaram que o comportamento da inflação permanece favorável, com diversas medidas de inflação subjacente em níveis ainda baixos, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Debateram também em que medida suas trajetórias são compatíveis com a convergência da inflação em direção às metas 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, permanece a expectativa de que a recuperação da atividade econômica contribua para elevação da inflação subjacente rumo às metas no horizonte relevante. Além disso, persistem os riscos associados à continuidade da reversão do cenário para economias emergentes num contexto de frustração das expectativas sobre as reformas e ajustes necessários na economia brasileira. O Copom entende que a evolução recente dessas dimensões em conjunto resultou em mitigação do risco de postergação da convergência da inflação rumo às metas.

14. Os membros do Comitê debateram ainda as projeções condicionais de inflação em diferentes cenários. No cenário com trajetórias para as taxas de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções apresentaram pequenos recuos em relação às projeções produzidas à época da reunião do Copom em março. No cenário com taxas de juros e câmbio constantes, conforme detalhado no parágrafo 7º desta Ata, as projeções para 2018 e 2019 encontram-se em torno de 4,0% – um pouco acima dos níveis observados no cenário mencionado anteriormente. O Copom considera esses níveis confortáveis e, tendo em conta o atual balanço de riscos, julga terem diminuído as chances de a inflação permanecer abaixo da meta no horizonte relevante.

15. O Comitê reiterou o entendimento de que, com expectativas de inflação ancoradas, eventuais choques que produzam ajustes de preços relativos devem ter

apenas seus efeitos secundários combatidos pela política monetária. 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 inflacionários (como no caso de um choque externo que produza depreciação cambial) quanto desinflacionários (como no caso de um choque favorável nos preços de alimentos).

16. Estabelecido de que forma a política monetária deve reagir a choques que produzam ajustes de preços relativos, os membros do Comitê discutiram o grau de repasse cambial na economia brasileira. Concluíram que a intensidade do repasse depende de vários fatores, como, por exemplo, do nível de ociosidade da economia e da ancoragem das expectativas de inflação. O Comitê decidiu acompanhar as diferentes medidas de repasse cambial tanto para a inflação quanto para medidas de inflação subjacente.

17. Os membros do Comitê reiteraram 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 um pouco abaixo 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. Ao longo do tempo, esse estímulo deve contribuir para que a inflação retorne para as metas.

18. 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.

19. Os membros do Copom debateram, então, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos desde sua reunião em março (213ª reunião) e a decisão de política monetária adequada tendo em vista essa evolução.

20. Primeiramente, contemplaram a alternativa de reduzir a taxa básica de juros em 0,25 ponto percentual (p.p.), para 6,25% a.a., com o objetivo de mitigar o risco de postergação da convergência da inflação rumo às metas. Alguns fatores pesavam a favor dessa alternativa, a saber: os níveis baixos de inflação e de inflação subjacente e o ritmo gradual de recuperação da economia e seu arrefecimento recente. Em seguida, avaliaram manter a taxa Selic em 6,50% a.a. A favor dessa opção, pesava a mudança no balanço de riscos para a inflação em função do choque externo, que reduziu as chances de a inflação permanecer abaixo da

meta no horizonte relevante por meio de possíveis impactos secundários na inflação. Isso tornou desnecessária a mitigação de risco de convergência demasiadamente lenta da inflação às metas. Pesando o cenário básico e o balanço de riscos, o Comitê concluiu que a decisão de manter a taxa de juros no atual patamar era a mais apropriada.

21. Avaliou-se também o fato de que a comunicação recente de membros do Copom parecia ter sido interpretada por parte do público como indicativa de decisão na direção de uma redução adicional da taxa de juros. Ao final, prevaleceu o entendimento de que focar na melhor decisão possível dado o conjunto de informações disponíveis no momento resulta, ao longo do tempo, em maior credibilidade para a política monetária.

22. O Comitê debateu a possível interpretação, por agentes econômicos, de que a política monetária estaria reagindo mecanicamente à evolução recente da taxa de câmbio. Os membros do Comitê entendem que pode haver impactos do choque externo na economia brasileira, mas enfatizaram que é essencial entender que a política monetária não reagirá a esses impactos de forma automática, uma vez que suas implicações para a política monetária dependem da forma como o choque poderá se transmitir às expectativas, às projeções de inflação e ao balanço de riscos.

23. Nesse contexto, os membros do Copom afirmaram que o foco da política monetária será nos impactos secundários sobre a inflação (ou seja, na propagação a preços da economia não diretamente afetados pelo choque) e que, em um contexto de expectativas de inflação ancoradas, esses efeitos tendem a ser mitigados pelo elevado grau de ociosidade na economia.

24. Os membros do Copom enfatizaram ainda que a sua comunicação deveria reafirmar a atuação da política monetária exclusivamente com foco na evolução das projeções e expectativas de inflação, do seu balanço de riscos e da atividade econômica. Choques externos devem ser combatidos apenas no impacto secundário que poderão ter na inflação prospectiva. Dessa maneira, concluíram que a ausência de relação mecânica entre o cenário externo e a política monetária e sua forma de atuação serão evidentes ao longo do tempo, mas que já deveriam ser explicitadas pelo Copom nas suas comunicações oficiais.

25. Ao fim das avaliações, todos os membros do Copom concordaram com a decisão de manter a taxa Selic em 6,50% a.a. Decidiram sinalizar ainda, para as próximas reuniões, que, com projeções de inflação confortáveis e o atual balanço de riscos, o Comitê vê como adequada a manutenção da taxa de juros no patamar corrente.

26. 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 e das projeções e expectativas de inflação.

27. 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.

28. 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

29. Considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 6,50% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete a mudança recente no 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 os anos-calendário de 2018 e, em maior grau, de 2019.

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

31. 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.

32. Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e, principalmente, do balanço de riscos tornou desnecessária uma flexibilização monetária adicional para mitigar o risco de postergação da convergência da inflação rumo às metas. Para as próximas reuniões, o Comitê vê como adequada a manutenção da taxa de

juros no patamar corrente. O Copom ressalta 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.

33. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Ilan Goldfajn (Presidente), Carlos Viana de Carvalho, Carolina de Assis Barros, Maurício Costa de Moura, Otávio Ribeiro Damaso, Paulo Sérgio Neves de Souza, Reinaldo Le Grazie, Sidnei Corrêa Marques e Tiago Couto Berriel.