

Ata da 217ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

18 e 19 de setembro de 2018



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Data: 18 e 19/9/2018

Local: Salas de reuniões do 8º andar (18/9) e do 20º andar (19/9) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início e de término das sessões: 18/9: 10h08 – 11h59; 14h33 – 17h09
19/9: 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 18/9)

Alan da Silva Andrade Mendes – Departamento das Reservas Internacionais
André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 19/9)
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 18/9)

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
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
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa
Leonardo Martins Nogueira – Chefe de Gabinete do Presidente
Ricardo Eyer Harris – Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação
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 evidenciam recuperação da economia brasileira, em ritmo mais gradual que o vislumbrado no início do ano.

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 permanece desafiador, com redução do apetite ao risco em relação a economias emergentes. Os principais riscos seguem associados à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas e a incertezas referentes ao comércio global.

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

5. As expectativas de inflação para 2018 e 2019 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 4,1%. As expectativas para 2020 e 2021 situam-se em torno de 4,0% e 3,9%, respectivamente.

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 4,1% para 2018 e de 4,0% para 2019. Esse cenário supõe, entre outras hipóteses, trajetória de juros que encerra 2018 em 6,50% a.a. e 2019 em 8,0% a.a. e de taxa de câmbio que termina 2018 e 2019 em R\$3,83/US\$ e R\$3,75/US\$, respectivamente. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 7,7% para 2018 e de 5,4% para 2019.

7. No cenário com taxa de juros constante em 6,50% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$4,15/US\$², as projeções para a inflação do Copom situam-se em torno de 4,4% para 2018 e 4,5% para 2019. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 8,3% para 2018 e de 5,7% para 2019.

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em agosto (216ª 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 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) deterioração do cenário externo para economias emergentes. O Comitê julga que esses últimos riscos se elevaram.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

11. Os membros do Comitê debateram a evolução da atividade econômica à luz das informações disponíveis. Após o impacto da paralisação no setor de transportes ocorrida no final de maio, os indicadores e informações disponíveis apontam para continuidade do processo de recuperação da economia brasileira. Esse cenário contempla continuidade do referido processo, em ritmo mais gradual que o antecipado no início do ano.

12. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê ponderaram que o cenário se mantém desafiador para economias emergentes. O cenário básico do Comitê contempla normalização gradual da política monetária nos países centrais. Os membros do Copom mencionaram também os riscos 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 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 expectativas de inflação ancoradas e perspectiva de recuperação econômica. Não obstante, os membros do Copom ponderaram sobre os riscos associados a possível deterioração do cenário para economias emergentes num contexto de frustração das expectativas sobre as reformas e ajustes necessários na economia brasileira.

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.

13. Os membros do Copom analisaram a trajetória da inflação no curto prazo. Todos concordaram que a inflação nos meses de julho e agosto e as projeções para os meses seguintes corroboram a visão de que os efeitos da paralisação no setor de transportes de cargas ocorrida em maio foram temporários.

14. Os membros do Comitê pontuaram que nos últimos meses as diversas medidas de inflação subjacente se elevaram a partir de níveis julgados baixos, atingindo níveis apropriados – ou seja, de modo geral consistentes com as metas para a inflação. É possível que os ajustes de preços relativos ocorridos recentemente, em contexto com expectativas ancoradas, tenham contribuído para elevar a inflação para níveis compatíveis com as metas, sem constituir risco para a manutenção nesses níveis após concluídos os referidos ajustes. Entretanto, os membros do Comitê reforçaram a importância de acompanhar a evolução da trajetória prospectiva da inflação no médio e longo prazos, além da ancoragem das expectativas de inflação, visando avaliar o possível impacto mais perene de choques sobre a inflação (i.e., seus efeitos secundários).

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. Destacou, também, 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 choques que produzam depreciação cambial) quanto desinflacionários (como no caso de um choque favorável nos preços de alimentos). O Copom enfatiza que essa prescrição requer manutenção do ambiente com expectativas ancoradas.

16. Reiterado 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. Avaliaram que, com exceção de alguns preços administrados, o nível de repasse tem se mostrado contido. Ponderaram, entretanto, que a intensidade do repasse de movimentos no câmbio para a inflação depende de vários fatores, como, por exemplo, do nível de ociosidade da economia e da ancoragem das expectativas de inflação. O Comitê continuará acompanhando diferentes medidas de repasse cambial, inclusive para medidas de inflação subjacente.

17. Os membros do Comitê avaliaram que a conjuntura econômica com expectativas de inflação ancoradas, medidas de inflação subjacente em níveis apropriados, projeções de inflação próximas da meta para 2019 e elevado grau de ociosidade na economia ainda 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.

18. Os membros do Copom debateram também as condicionalidades que prescreveriam política monetária estimulativa. Todos concordaram que o grau de estímulo adequado depende das condições da conjuntura, em particular, das expectativas de inflação, da capacidade ociosa na economia, do balanço de riscos e das projeções de inflação. Em especial, a provisão de estímulo monetário requer ambiente com expectativas de inflação ancoradas. O Comitê avaliou que esse estímulo deve ser removido gradualmente caso o cenário prospectivo para a inflação no horizonte relevante para a política monetária e/ou seu balanço de riscos apresentem piora.

19. O Copom reitera sua visão de que a continuidade do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para a queda da sua taxa de juros estrutural, cujas estimativas serão continuamente reavaliadas pelo Comitê.

20. Na sequência, os membros do Copom avaliaram a evolução do cenário básico e do balanço de riscos desde sua reunião em agosto (216ª reunião) e a decisão de política monetária adequada tendo em vista essa evolução.

21. Julgaram que a conjuntura evoluiu em linha com seu cenário básico. Em relação ao balanço de riscos para a inflação, por um lado, avaliou-se que o risco baixista decorrente da inércia do nível baixo de inflação no passado recente se dissipou. Não obstante, ponderaram que a manutenção de elevado grau de ociosidade na economia constitui risco baixista para a inflação prospectiva. Por outro lado, discutiu-se a importância da continuidade do processo de ajustes e reformas na economia brasileira e o risco associado a deterioração do cenário para economias emergentes. Contemplando os dois lados do balanço de riscos, os membros do Copom concluíram que o balanço mostrasse assimétrico, tendo em vista que os últimos riscos destacados se elevaram.

22. Ao fim das avaliações, todos os membros do Copom concordaram com a decisão de manter a taxa Selic em 6,50% a.a.

23. O Copom debateu, então, a conveniência de sinalização sobre a evolução futura da política monetária. Todos avaliaram que o nível de incerteza da atual conjuntura gera necessidade de maior flexibilidade para condução da política monetária, o que recomenda abster-se de fornecer indicações sobre seus próximos passos. Os membros do Copom ponderaram, entretanto, que se torna importante reforçar o seu compromisso de conduzir a política

monetária visando manter a trajetória da inflação em linha com as metas. Isso requer a flexibilidade para ajustar gradualmente a condução da política monetária quando e se houver necessidade. Essa capacidade de resposta a distintas circunstâncias contribui para a manutenção do ambiente com expectativas ancoradas, o que é fundamental para garantir que a conquista da inflação baixa perdure, mesmo diante de choques adversos.

24. Os membros do Copom reiteraram a importância de 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 de preços relativos devem ser combatidos apenas no impacto secundário que poderão ter na inflação prospectiva. Em particular, reiteraram a importância de insistir na comunicação de que não há relação mecânica entre choques recentes e a política monetária.

25. Os membros do Comitê voltaram a afirmar 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.

26. 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. O Comitê ressalta ainda que a percepção de continuidade da agenda de reformas afeta as expectativas e projeções macroeconômicas correntes.

27. Os membros do Copom destacaram também 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

28. 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 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 2019.

29. O Comitê enfatiza que a continuidade do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para a manutenção da inflação baixa no médio e longo prazos, 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.

30. O Copom entende que deve pautar sua atuação com foco na evolução das projeções e expectativas de inflação, do seu balanço de riscos e da atividade econômica. Choques que produzam ajustes de preços relativos devem ser combatidos apenas no impacto secundário que poderão ter na inflação prospectiva (i.e., na propagação a preços da economia não diretamente afetados pelo choque). É por meio desses efeitos secundários que esses choques podem afetar as projeções e expectativas de inflação e alterar o balanço de riscos. Esses efeitos podem ser mitigados pelo grau de ociosidade na economia e pelas expectativas de inflação ancoradas nas metas. Portanto, não há relação mecânica entre choques recentes e a política monetária.

31. O Copom reitera que a conjuntura econômica ainda prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural. Esse estímulo começará a ser removido gradualmente caso o cenário prospectivo para a inflação no horizonte relevante para a política monetária e/ou seu balanço de riscos apresentem piora.

32. Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos prescreve manutenção da taxa Selic no nível vigente. 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.