

Ata da 216ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

31 de julho e 1º de agosto de 2018

Data: 31/7/2018 e 1/8/2018

Local: Salas de reuniões do 8º andar (31/7) e do 20º andar (1/8) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início e de término das sessões: 31/7: 10h16 – 12h00; 14h34 – 17h36
1/8: 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 31/7)

Alan da Silva Andrade Mendes – Departamento das Reservas Internacionais
André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 1/8)
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 31/7)

Adalberto Felinto da Cruz Junior – Secretário Executivo
André Luiz Caccavo Miguel – Chefe do Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro
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
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa
Leonardo Martins Nogueira – Chefe de Gabinete do Presidente
Renato Baldini Junior – Chefe do Departamento de Estatísticas
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 refletem os efeitos da paralisação no setor de transporte de cargas, mas há evidências de recuperação subsequente. O cenário básico contempla continuidade do processo de recuperação da economia brasileira, em ritmo mais gradual do que aquele esperado antes da paralisação.

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 apresentou certa acomodação no período recente, mas segue mais desafiador. Os principais riscos estão associados à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas e a incertezas referentes ao comércio global. O apetite ao risco em relação a economias emergentes manteve-se relativamente estável, em nível aquém do observado no início do ano.

4. A inflação do mês de junho refletiu os efeitos altistas significativos da paralisação no setor de transporte de cargas e de outros ajustes de preços relativos. Dados recentes corroboram a visão de que esses efeitos devem ser temporários. As medidas de inflação subjacente ainda seguem em níveis baixos, 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%.

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 4,2% para 2018 e de 3,8% 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\$3,70/US\$. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 7,2% para 2018 e de 4,8% para 2019.

7. No cenário com taxa de juros constante em 6,50% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$3,75/US\$², as projeções para a inflação do Copom situam-se em torno

de 4,2% para 2018 e 4,1% para 2019. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 7,4% para 2018 e de 5,0% para 2019.

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, a (i) a possível propagação, por mecanismos inerciais, do nível baixo de inflação passada e o nível de ociosidade ainda elevado podem 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 permanecem em níveis mais elevados.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

11. Os membros do Comitê debateram a evolução da atividade econômica à luz das informações disponíveis. Dados referentes ao mês de maio refletem os efeitos da paralisação no setor de transportes ocorrida no final daquele mês. Indicadores disponíveis desde então apontam para recuperação subsequente, embora alguns indicadores referentes a junho ainda possam sofrer influência da referida paralisação. O cenário básico do Copom contempla continuidade do processo de recuperação da economia brasileira, embora em ritmo mais gradual que o estimado antes da referida paralisação.

12. No que tange à conjuntura internacional, os membros do Comitê ponderaram que houve certa acomodação das condições financeiras nos mercados internacionais, mas o cenário se mantém mais desafiador. O cenário básico do Comitê contempla normalização gradual da política monetária nos países centrais. Há risco de um impacto adicional desse processo sobre economias emergentes, o que poderá

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em junho (215ª reunião).

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.

reforçar os ajustes em preços de ativos e a volatilidade nas condições financeiras no mercado internacional. Os membros do Comitê mencionaram também a intensificação dos 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 inflação baixa no passado recente, expectativas de inflação ancoradas e perspectiva de recuperação econômica. Não obstante, os membros do Copom ponderaram sobre os riscos gerados por possível deterioração adicional do cenário para economias emergentes num contexto de frustração das expectativas sobre as reformas e ajustes necessários na economia brasileira.

13. Os membros do Copom analisaram a trajetória da inflação no curto prazo. Todos concordaram que a inflação no mês de junho refletiu os efeitos altistas significativos da paralisação no setor de transportes e outros ajustes de preços relativos. Projeções de inflação para julho e agosto corroboram a visão de que os efeitos desses choques devem ser temporários.

14. Os membros do Comitê pontuaram que as diversas medidas de inflação subjacente se situavam em níveis baixos antes da ocorrência desses choques e que um ajuste de preços relativos em contexto com expectativas ancoradas poderá contribuir para a convergência da inflação para as metas, sem constituir risco para a manutenção de sua dinâmica favorável após concluídos esses ajustes. Entretanto, julgaram que cabe 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 – tanto já ocorridos quanto outros que porventura possam vir a ocorrer – 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 um choque externo que produza 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. 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 acompanhará as diferentes medidas de repasse cambial, tanto para a inflação quanto 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 baixos, projeções de inflação ligeiramente 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.

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.

19. O Copom enfatiza 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 junho (215ª reunião) e a decisão de política monetária adequada tendo em vista essa evolução.

21. Contemplaram os efeitos da paralisação no setor de transporte de cargas sobre a conjuntura. Concordaram que esses efeitos estão se revelando temporários. Não obstante, discutiram possíveis efeitos mais perenes dos choques enfrentados pela economia brasileira. Nesse contexto, reforçaram a importância de acompanhar ao longo do tempo a evolução do cenário básico e seus riscos e de avaliar a perenidade dos efeitos dos choques sobre a inflação (i.e., seus efeitos secundários) de forma a garantir que a conquista da inflação baixa perdure, mesmo diante de choques adversos.

22. Em relação ao balanço de riscos para a inflação, por um lado, avaliou-se que diminuiu o risco baixista decorrente do nível baixo de inflação no passado recente. Não obstante, a manutenção de elevado grau de ociosidade na economia também constitui risco baixista para a inflação. 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. O Copom avalia que esses últimos riscos permanecem em níveis mais elevados.

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

24. O Copom debateu, então, a conveniência de sinalização sobre a evolução futura da política monetária. Todos avaliaram que, na ausência de choques adicionais, o cenário inflacionário deve revelar-se confortável. Entretanto, o maior 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 os próximos passos da política monetária.

25. 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.

26. 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.

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

28. 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

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 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.

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 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.

32. 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.

33. O Comitê considera que os efeitos dos choques recentes sobre a inflação estão se revelando temporários, mas é importante acompanhar ao longo do tempo o cenário básico e seus riscos e avaliar o possível impacto mais perene de choques sobre a inflação (i.e., seus efeitos secundários).

34. 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.

35. 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.