

Notas da 200ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil

19 e 20 de julho de 2016



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Data: 19 e 20/7/2016

Local: Sala de reuniões do 8º andar (19/7) e do 20º andar (20/7) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 14h31 (19/7) e 14h30 (20/7)

Horário de término: 18h04 (19/7) e 18h02 (20/7)

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 19/7)

Andre Minella – Departamento de Assuntos Internacionais
Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais
Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 20/7)
Flávio Túlio Vilela – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Renato Jansson Rosek – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 19/7)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

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. Material suplementar a estas Notas, com análise da evolução recente de indicadores da conjuntura econômica, está disponível no sítio do Banco Central do Brasil (<http://www.bcb.gov.br?COPOMMATSUP200>).

A) Atualização da conjuntura econômica e do cenário básico do Copom¹

1. Alguns indicadores divulgados desde a última reunião do Copom mostram perspectiva de estabilização da atividade econômica no curto prazo. Em particular, há sinais de interrupção da queda do investimento e da produção industrial. Estas evidências de estabilização são corroboradas por alguns sinais incipientes de melhora nas perspectivas futuras da atividade econômica, como os componentes de expectativas de índices de confiança e expectativas de crescimento do PIB² para 2017 apuradas pela pesquisa Focus.

2. Entretanto, a economia segue operando com nível elevado de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego.

3. No âmbito externo, à decisão do Reino Unido de sair da União Europeia ("*Brexit*"), seguiu-se breve período de oscilações nos preços de ativos nos mercados financeiros. Sinalizações de estímulos adicionais por parte de autoridades monetárias de algumas economias centrais contribuíram para estabilizar os mercados financeiros e criar um ambiente de curto prazo relativamente benigno para economias emergentes. No entanto, a dinâmica da recuperação da economia global permanece frágil, com incertezas quanto ao seu crescimento e riscos deflacionários em importantes economias desenvolvidas. Os possíveis desdobramentos econômicos do *Brexit* contribuíram para um aumento das incertezas de médio e longo prazos e produziram revisões negativas das projeções de crescimento para o Reino Unido e para a Zona do Euro. Nos Estados Unidos, o FOMC³ tem sinalizado que deverá proceder de forma mais gradual na normalização de sua política monetária. Entretanto, as trajetórias de juros sinalizadas por seus membros continuam acima da trajetória inferida a partir de instrumentos financeiros, o que pode levar a correções adiante.

4. Voltando à economia doméstica, índices de preços mostraram inflação acima das expectativas no curto prazo, resultado de elevação de preços de alimentos e, talvez, de maior persistência da inflação. Tais resultados contribuíram para um aumento das expectativas apuradas pela pesquisa Focus para a inflação medida pelo IPCA⁴ para o ano corrente, que se situam em torno de 7,25%. Já para 2017, as expectativas de inflação do IPCA reportadas na mesma pesquisa apresentaram recuo de aproximadamente 0,20 ponto percentual (p.p.) desde a última reunião do Copom.

5. As projeções condicionais⁵ nos cenários para a inflação produzidos pelo Copom mantiveram-se relativamente estáveis nos horizontes relevantes⁶ para a condução da política monetária desde sua última reunião, mas recuaram em relação às projeções divulgadas no último Relatório de Inflação.

6. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 6,6% em 2016, 0,2 p.p. abaixo do valor projetado na reunião do Copom de junho. Para 2017, considera-se variação de 5,3%, 0,3 p.p. acima do valor projetado na última reunião.

7. O cenário de referência supõe, entre outras hipóteses, taxas de juros e câmbio inalteradas em 14,25% ao ano (a.a.) e R\$3,25/US\$, respectivamente, por todo o horizonte de projeção. Esse cenário aponta para inflação em torno da meta de 4,5% já em 2017. Entretanto, cabe destacar que o mesmo não ocorre sob as hipóteses do cenário de mercado, que utiliza as trajetórias para taxas de juros e câmbio apuradas pela pesquisa Focus. Nesse cenário, a inflação para 2017 situa-se em torno de 5,3%.

8. Em resumo, o cenário básico do Comitê contempla desinflação na economia brasileira nos próximos anos. Para 2016, as projeções sob as hipóteses dos cenários de referência e de mercado apontam para inflação em torno de 6,75%. Para 2017, a desinflação até a meta ocorre sob as hipóteses do cenário de referência. Entretanto, no cenário de mercado, a desinflação ocorre em velocidade aquém da perseguida pelo Comitê.

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

² Produto Interno Bruto.

³ *Federal Open Market Committee*.

⁴ Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.

⁵ O Copom utiliza o termo "projeções condicionais" para enfatizar que as projeções nos cenários de referência e de

mercado dependem de hipóteses condicionantes para as trajetórias futuras das taxas de juros e câmbio, dentre outras variáveis.

⁶ O Copom utiliza o termo "horizontes relevantes" para a condução da política monetária para se referir ao período de tempo até que uma alteração nas condições monetárias implementada num dado momento produza o máximo efeito estimado sobre a inflação.

B) Riscos em torno do cenário básico para a inflação

9. Há riscos de curto prazo para a inflação no Brasil. A elevação recente nos preços de alimentos pode se mostrar persistente, dado o processo de transmissão dos preços do atacado para o varejo. Em contrapartida, o período sazonalmente favorável pode contribuir para uma reversão rápida desses preços.

10. Adicionalmente, por um lado, períodos prolongados de inflação alta e expectativas acima da meta, como na experiência brasileira recente, tendem a reforçar mecanismos inerciais e tornar o processo de desinflação mais lento e custoso. Nesse contexto, uma maior persistência inflacionária requer uma persistência maior da política monetária. Por outro lado, o processo contínuo de distensão do mercado de trabalho e a desaceleração significativa da atividade econômica podem, a princípio, produzir uma desinflação mais rápida (por exemplo, no setor de serviços) do que a refletida nas expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e nas projeções condicionais produzidas pelo Copom.

11. O processo de implantação dos ajustes necessários na economia, inclusive de natureza fiscal, apresenta-se, ao mesmo tempo, como um risco e uma oportunidade para o processo desinflacionário em curso. Os riscos se apresentariam caso houvesse percepção de que os ajustes seriam abandonados, ou postergados significativamente. Nesse cenário, o processo desinflacionário tenderia a ser mais lento, aumentando os custos de levar a inflação para a meta. Por outro lado, os ajustes necessários na economia podem ser aprovados e implementados de forma mais célere, permitindo ganhos de confiança e queda das expectativas de inflação. Nesse caso, a redução de incertezas potencializaria os efeitos do ajuste monetário em curso.

12. Há riscos inerentes à condução da política monetária. Esta tem impacto sobre a economia com defasagens longas, variáveis e incertas. Devido à substancial incerteza associada a projeções de inflação nos horizontes relevantes para a condução da política monetária, em grande medida decorrente da incidência natural de choques favoráveis e desfavoráveis na economia ao longo do tempo, é de se esperar que, mesmo sob condução apropriada da política monetária, a inflação realizada oscile em torno da meta. O Comitê deve procurar conduzir a política monetária de modo que suas projeções de inflação, inclusive no cenário de mercado, apontem inflação na meta nos horizontes relevantes.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

13. Os membros do Comitê concordaram que houve melhora perceptível do cenário macroeconômico e que indicadores recentes mostram perspectiva de estabilização da atividade econômica no curto prazo. Essa perspectiva é corroborada pela melhora de alguns indicadores prospectivos da atividade econômica. Em relação à inflação, os membros do Comitê também concordaram que houve progressos. Entretanto, a desinflação em curso tem procedido em velocidade aquém da almejada. Há perspectiva de progresso nesta dimensão, corroborada pela queda de medidas das expectativas de inflação para 2017 e 2018.

14. No que tange à conjuntura internacional, alguns membros do Comitê mostraram-se relativamente otimistas no curto prazo em relação ao ambiente para ativos de economias emergentes. Os mercados financeiros reagiram positivamente às possibilidades de estímulos adicionais sinalizadas por algumas autoridades monetárias centrais após o *Brexit*. Isso sugere que políticas monetárias retêm capacidade de prover estímulo, a despeito dos níveis das taxas de juros nas principais economias mundiais e do tamanho dos balanços dos principais bancos centrais. Essa possibilidade de estímulos adicionais criou, de fato, um interregno benigno para os referidos ativos.

15. Entretanto, todos os membros do Comitê destacaram a presença de riscos de médio e longo prazos no âmbito externo, associados à fragilidade da recuperação da economia global. Em algumas economias centrais, fatores não econômicos podem constituir riscos de cauda. Apesar dos sinais recentes mais tranquilizadores por parte do FOMC, todos os membros do Comitê concordaram sobre a necessidade de se monitorar o ritmo de normalização da política monetária nos Estados Unidos. Por último, alguns membros ponderaram que o eventual fim do interregno benigno para economias emergentes pode constituir um risco em si mesmo.

16. Todos os membros do Comitê enfatizaram que a continuidade dos esforços para aprovação e implementação dos ajustes na economia, notadamente no que diz respeito a reformas fiscais, é fundamental para facilitar e reduzir o custo do processo de desinflação. Não houve consenso sobre a velocidade desses ajustes, o que sugere que constituem, ao mesmo tempo, um risco e uma oportunidade. Todos concordaram que as implicações do processo de ajustes na economia para a dinâmica da inflação dependem não somente dos impactos de medidas de curto prazo sobre a demanda agregada, mas também da percepção de

melhora da dinâmica das contas públicas no médio e longo prazos. Os membros do Comitê ressaltaram que o ajuste das contas públicas pode envolver medidas com impactos diretos desfavoráveis sobre a inflação, e que esse é um risco a ser monitorado.

17. O debate sobre o balanço de riscos para a inflação focou, ainda, no grau de confiança na desinflação em curso. Em horizontes mais próximos, a ênfase foi no aumento recente dos preços de alimentos e na discrepância de aproximadamente 0,5 p.p. entre as expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus e as projeções produzidas pelo Copom para o ano corrente. Em horizontes mais longos, os membros do Comitê debateram os impactos do nível de ociosidade na economia e da inflação corrente ainda elevada. Em particular, destacaram as possíveis implicações dessa conjuntura para a sensibilidade da inflação, principalmente dos preços de serviços, ao nível de ociosidade da economia e para a dinâmica da inflação, notadamente o seu componente inercial. Alguns membros ponderaram que, diante da desaceleração econômica observada até aqui, esperava-se uma queda maior da inflação. Outros membros chamaram a atenção para a desinflação de serviços já observada. Alguns membros do Comitê esperam que os efeitos desinflacionários do nível de ociosidade na economia ainda possam vir a se manifestar de maneira mais intensa.

18. Nesse contexto, todos os membros do Comitê reconheceram progressos em relação às perspectivas de desinflação da economia brasileira, mas demonstraram preocupação com medidas de expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus acima da meta para 2017 e com projeções do Comitê para a inflação que se situam acima da meta em horizontes de 18 ou mais meses, sob as hipóteses do cenário de mercado.

D) Decisão de política monetária

19. O Copom concluiu que, tomados em conjunto, o cenário básico e o atual balanço de riscos indicam não haver espaço para flexibilização da política monetária.

20. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés. 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.