

233ª

Ata da Reunião do
Comitê de Política Monetária — Copom

15 e 16 de setembro de 2020

15 e 16 de setembro

Data: 15 e 16 de setembro de 2020

Local: Sala de reuniões do 8º andar do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horários de início e término: 15 de setembro: 10h17 – 13h17; 15h16 – 19h11
16 de setembro: 14h01 – 18h08

Presentes:

Membros do Copom Roberto Oliveira Campos Neto – *Presidente*
Bruno Serra Fernandes
Carolina de Assis Barros
Fabio Kanczuk
Fernanda Feitosa Nechio
João Manoel Pinho de Mello
Maurício Costa de Moura
Otávio Ribeiro Damaso
Paulo Sérgio Neves de Souza

Chefes de Departamento responsáveis por apresentações técnicas (15 de setembro): Alan da Silva Andrade Mendes – *Departamento de Reservas Internacionais*
André Minella – *Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 16 de setembro)*
André de Oliveira Amante – *Departamento de Operações do Mercado Aberto*
Fabia Aparecida de Carvalho – *Departamento de Assuntos Internacionais*
Flávio Túlio Vilela – *Departamento de Operações Bancárias e de Sistemas de Pagamentos*
Ricardo Sabbadini – *Departamento Econômico*

Demais participantes (15 de setembro): Eugênio Pacceli Ribeiro – *Secretário Executivo*
Leonardo Martins Nogueira – *Chefe de Gabinete do Presidente*
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. No cenário externo, a retomada da atividade nas principais economias, ainda que desigual entre setores, em conjunção com a moderação na volatilidade dos ativos financeiros, tem resultado em um ambiente relativamente mais favorável para economias emergentes. Contudo, há bastante incerteza sobre a evolução desse cenário, frente a uma possível redução dos estímulos governamentais e à própria evolução da pandemia da Covid-19.

2. Em relação à atividade econômica brasileira, indicadores recentes sugerem uma recuperação parcial, com padrão similar à que ocorre em outras economias, onde os setores mais diretamente afetados pelo distanciamento social permanecem deprimidos. A recomposição da renda e os demais programas do governo vêm permitindo que a economia brasileira se recupere relativamente mais rápido que a dos demais países emergentes. Prospectivamente, a incerteza sobre o ritmo de crescimento da economia permanece acima da usual, sobretudo para o período a partir do final deste ano, concomitantemente ao esperado arrefecimento dos efeitos dos auxílios emergenciais.

3. Diversas medidas de inflação subjacente permanecem abaixo dos níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária.

4. As expectativas de inflação para 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 1,9%, 3,0% e 3,5%, respectivamente.

5. A inflação ao consumidor deve se elevar no curto prazo. Contribuem para esse movimento a alta temporária nos preços dos alimentos e a normalização parcial do preço de alguns serviços em um contexto de recuperação dos índices de mobilidade e do nível de atividade. Os preços administrados devem apresentar variação contida, destacando-se o recuo nas tarifas de plano de saúde em setembro e a queda projetada para o preço da gasolina a partir de outubro.

6. No cenário híbrido, com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante a R\$5,30/US\$², as projeções de inflação do Copom situam-se em torno de 2,1% para 2020, 2,9% para 2021 e 3,3% para 2022. Esse cenário supõe trajetória de juros que encerra 2020 em 2,00% a.a. e se eleva até 2,50% a.a. em 2021 e 4,50% a.a. em 2022. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 0,0% para 2020, 4,3% para 2021 e 3,7% para 2022.

7. No cenário com taxa de juros constante a 2,00% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$5,30/US\$, as projeções de inflação situam-se em torno de 2,1% para 2020, 3,0% para 2021 e 3,8% para 2022. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 0,0% para 2020, 4,3% para 2021 e 3,9% para 2022.

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, o nível de ociosidade pode produzir trajetória de inflação abaixo do esperado, notadamente quando essa ociosidade está concentrada no setor de serviços. Esse risco se intensifica caso uma reversão mais lenta dos efeitos da pandemia prolongue o ambiente de elevada incerteza e de aumento da poupança precaucional.

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em agosto (232ª reunião).

² Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio R\$/US\$ observada nos cinco dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom.

15 e 16 de setembro

10. Por outro lado, políticas fiscais de resposta à pandemia que piorem a trajetória fiscal do país de forma prolongada, ou frustrações em relação à continuidade das reformas, podem elevar os prêmios de risco. Adicionalmente, os diversos programas de estímulo creditício e de recomposição de renda, implementados no combate à pandemia, podem fazer com que a redução da demanda agregada seja menor do que a estimada, adicionando uma assimetria ao balanço de riscos. Esse conjunto de fatores implica, potencialmente, uma trajetória para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

11. Com relação à economia internacional, a retomada da atividade nas principais economias, ainda que concentrada no mercado de bens, e a moderação na volatilidade dos ativos financeiros, tem resultado em um ambiente relativamente mais favorável para economias emergentes. O Comitê ponderou que há, contudo, bastante incerteza sobre a evolução desse cenário benigno. Uma possível redução abrupta e não organizada dos estímulos governamentais pode atrasar a recuperação da demanda por bens e o processo de recomposição de estoques. Ao mesmo tempo, a própria evolução da pandemia da Covid-19 pode atuar como um limitante para o pleno funcionamento do setor de serviços.

12. Os membros do Copom discutiram a evolução da atividade econômica doméstica à luz dos indicadores e informações disponíveis. Avaliaram que os dados recentes sugerem uma recuperação parcial da atividade econômica. Os programas governamentais de recomposição de renda têm permitido uma retomada relativamente forte do consumo de bens duráveis e do investimento. Contudo, várias atividades do setor de serviços, sobretudo aquelas mais diretamente afetadas pelo distanciamento social, permanecem bastante deprimidas. Prospectivamente, a pouca previsibilidade associada à evolução da pandemia e à necessária redução nos auxílios emergenciais a partir do final desse ano aumentam a incerteza sobre a velocidade de retomada da atividade econômica. O Comitê ponderou que esta imprevisibilidade e os riscos associados à evolução da pandemia podem implicar um cenário doméstico caracterizado por uma retomada ainda mais gradual da economia.

13. Os membros do Copom discutiram a respeito do nível de ociosidade na economia. Assim como no caso da atividade, o Comitê considera que a pandemia deve continuar a ter efeitos heterogêneos sobre os setores econômicos. Dada a natureza do choque, o setor de serviços deve continuar a apresentar maior ociosidade que os demais. O Comitê concluiu que a natureza da crise provavelmente implica que pressões desinflacionárias provenientes da redução de demanda podem ter duração maior do que em recessões anteriores.

14. A seguir, o Comitê retomou a discussão sobre um potencial limite efetivo mínimo para a taxa básica de juros brasileira e sua associação a questões de natureza prudencial e de estabilidade financeira. Para a maioria dos membros do Copom, esse limite seria significativamente maior em economias emergentes do que em países desenvolvidos devido à presença de um prêmio de risco. Foi ressaltado que esse prêmio é dinâmico e tende a ser maior no Brasil, dadas a sua relativa fragilidade fiscal e as incertezas quanto à sua trajetória fiscal prospectiva. Nesse contexto, já estaríamos próximos do nível a partir do qual reduções adicionais na taxa de juros poderiam ser acompanhadas de instabilidade nos preços de ativos.

15. O Copom discutiu também a importância relativa dos principais componentes do custo de crédito e dos custos operacionais do sistema financeiro. Considerando o longo histórico da economia brasileira operando com a taxa básica de juros em nível muito elevado, os juros baixos sem precedentes podem comprometer o desempenho de alguns mercados e setores econômicos, com potencial impacto sobre a intermediação financeira. Com base em resultados de cenários de teste de estresse, o Comitê concluiu

que o sistema financeiro apresenta resiliência frente ao risco de crédito decorrente da atual pandemia. Contudo, ao analisar o sistema financeiro de forma ampla, considerado as suas diversas indústrias, mercados, produtos e serviços financeiros, o Comitê refletiu que um ambiente com juros baixos sem precedentes pode gerar aumento da volatilidade de preços de ativos e afetar, sem o devido tempo necessário de transição para um novo ambiente, o bom funcionamento e a dinâmica do sistema financeiro e do mercado de capitais. Assim, o Comitê concluiu que eventuais novas reduções na taxa de juros exigiriam cautela e gradualismo adicionais. Para tal, se necessárias, novas reduções de juros demandariam maior clareza sobre a atividade e inflação prospectivas e poderiam ser temporalmente espaçadas.

16. De forma a elevar o grau de estímulo monetário provido pelo instrumento tradicional, mas mantendo a cautela necessária por razões prudenciais, desde sua 232ª reunião, o Copom passou a utilizar uma “prescrição futura” (isto é, um “*forward guidance*”) como um instrumento de política monetária adicional.

17. Para adequar a prescrição futura ao dinamismo dos limites impostos por questões prudenciais, o Comitê ponderou que ele deveria ter uma intenção de política assimétrica, em que, satisfeitas as condições necessárias, o Copom não elevaria a taxa de juros, mas poderia reduzi-la. Para maximizar sua efetividade, o Comitê decidiu que essa prescrição futura deveria ser condicional às expectativas de inflação, assim como às projeções de inflação de seu cenário básico para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022. Essas informações seriam consideradas conjuntamente e, caso estivessem suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte correspondente, indicariam o fim da intenção.

18. Frente às dificuldades inerentes ao uso de prescrições futuras em economias emergentes, além das expectativas e projeções de inflação no horizonte relevante, o Comitê também considerou necessário condicionar sua intenção para a política de juros a dois outros fatores. Primeiro, à manutenção do regime fiscal, já que sua ruptura implicaria alterações significativas para a taxa de juros estrutural da economia. Segundo, à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo, tendo em vista que a desancoragem indicaria que os custos derivados do estímulo monetário estariam se sobrepondo a seus benefícios.

19. Finalmente, o Copom avaliou que as condições para a manutenção do *forward guidance* seguem satisfeitas. O Comitê considera que as expectativas de inflação assim como as projeções de inflação de seu cenário básico encontram-se significativamente abaixo da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária; o regime fiscal não foi alterado; e as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas.

D) Decisão de política monetária

20. Considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa básica de juros em 2,00% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e um balanço de riscos de variância maior do que a usual para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022.

21. O Copom avalia que perseverar no processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para permitir a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressalta, ainda, que questionamentos sobre a continuidade das reformas e alterações de caráter permanente no processo de ajuste das contas públicas podem elevar a taxa de juros estrutural da economia.

22. O Copom entende que a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo monetário extraordinariamente elevado, mas reconhece que, devido a questões

15 e 16 de setembro

prudenciais e de estabilidade financeira, o espaço remanescente para utilização da política monetária, se houver, deve ser pequeno. Consequentemente, eventuais ajustes futuros no atual grau de estímulo ocorreriam com gradualismo adicional e dependerão da percepção sobre a trajetória fiscal, assim como de novas informações que alterem a atual avaliação do Copom sobre a inflação prospectiva.

23. De forma a prover o estímulo monetário considerado adequado para o cumprimento da meta para a inflação, mas mantendo a cautela necessária por razões prudenciais, o Copom considera apropriado manter uma “prescrição futura” (isto é, um *“forward guidance”*) como um instrumento de política monetária adicional. Nesse sentido, e apesar de uma assimetria em seu balanço de riscos, o Copom não pretende reduzir o grau de estímulo monetário, a menos que as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, estejam suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022. Essa intenção é condicional à manutenção do atual regime fiscal e à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.

24. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Roberto Oliveira Campos Neto (presidente), Bruno Serra Fernandes, Carolina de Assis Barros, Fabio Kanczuk, Fernanda Feitosa Nechio, João Manoel Pinho de Mello, Maurício Costa de Moura, Otávio Ribeiro Damaso e Paulo Sérgio Neves de Souza.