



256a

Ata da Reunião do
Comitê de Política Monetária — Copom

1º e 2 de agosto de 2023

1º e 2 de agosto

Data: 1º e 2 agosto de 2023

Local: Salas de reuniões do 8º andar (1/8 e 2/8 – manhã) e do 20º andar (2/8 – tarde) do Edifício-sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horários de início e término: 1º de agosto: 10h08 – 12h21; 14h13 – 18h23
2 de agosto: 11h07 – 12h41; 14h25 – 18h45

Presentes:

Membros do Copom Roberto de Oliveira Campos Neto – *Presidente*
Ailton de Aquino Santos
Carolina de Assis Barros
Diogo Abry Guillen
Fernanda Magalhães Rumenos Guardado
Gabriel Muricca Galípolo
Maurício Costa de Moura
Otávio Ribeiro Damaso
Renato Dias de Brito Gomes

Chefes de Departamento responsáveis por apresentações técnicas (presentes em 1/8 e na manhã de 2/8): Alan da Silva Andrade Mendes – *Departamento de Reservas Internacionais*
André Minella – *Departamento de Estudos e Pesquisas* (também presente na tarde de 2/8)
André de Oliveira Amante – *Departamento de Operações de Mercado Aberto*
Fabia Aparecida de Carvalho – *Departamento de Assuntos Internacionais*
Ricardo Sabbadini – *Departamento Econômico*
Rogério Antônio Lucca – *Dep. de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos* (presente nas manhãs de 1 e 2/8)

Demais participantes (presentes em 1/8 e na manhã de 2/8): Arnildo da Silva Correa – *Chefe da Assessoria Econômica ao Presidente*
Edson Broxado de França Teixeira – *Chefe de Gabinete do Diretor de Fiscalização*
Eduardo José Araújo Lima – *Chefe de Gabinete do Diretor de Política Econômica*
Euler Pereira Gonçalves de Mello – *Chefe Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas*
Gilneu Francisco Astolfi Vivan – *Chefe do Dep. de Monitoramento do Sistema Financeiro*
Isabela Ribeiro Damaso Maia – *Chefe da Gerência de Sustentabilidade e de Relacionamento com Investidores Internacionais de Portfólio*
Julio Cesar Costa Pinto – *Chefe de Gabinete do Diretor de Política Monetária*
Laura Soledad Cutruffo Comparini – *Chefe Adjunta do Departamento Econômico*
Leonardo Martins Nogueira – *Secretário Executivo*
Mariane Santiago de Souza – *Chefe de Gabinete do Presidente*
Mauro Zanatta – *Assessor de Imprensa*
Olavo Lins Romano Pereira – *Chefe Adjunto do Departamento de Assuntos Internacionais*
Renato Baldini Junior – *Chefe do Departamento de Estatísticas*
Ricardo Eyer Harris – *Chefe de Gabinete do Diretor de Regulação*
Ricardo Franco Moura – *Chefe do Departamento de Regulação Prudencial e Cambial* (presente em 1/8)

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 do Copom¹

1. O ambiente externo mostra-se incerto, com alguma desinflação sendo observada na margem, mas marcado por núcleos de inflação ainda elevados, desaceleração gradual da atividade e resiliência nos mercados de trabalho de diversos países. Em paralelo, os bancos centrais das principais economias seguem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas, seja dando continuidade a seus ciclos de aperto monetário, seja sinalizando um período prolongado de juros elevados para combater as pressões inflacionárias. Tal postura segue demandando maior cautela na condução das políticas econômicas particularmente por parte de países emergentes.

2. No âmbito doméstico, o conjunto de indicadores recentes sugere um cenário de desaceleração gradual da atividade. À parte o forte desempenho da agricultura, concentrado no primeiro trimestre, o ritmo de crescimento da atividade segue corroborando o cenário antecipado pelo Comitê. De modo geral, observa-se alguma retração no setor de comércio, estabilidade na indústria e certa acomodação no setor de serviços, após ritmo mais forte nos trimestres anteriores. O mercado de trabalho segue resiliente, mas com alguma moderação na margem.

3. A inflação ao consumidor segue com uma dinâmica corrente mais benigna, em particular nos componentes referentes a bens industriais e alimentos. Os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, que possuem maior inércia inflacionária, apresentaram queda, mas mantêm-se acima da meta para a inflação. As expectativas de inflação para 2023, 2024 e 2025 apuradas pela pesquisa Focus recuaram e encontram-se em torno de 4,8%, 3,9% e 3,5%, respectivamente.

B) Cenários e análise de riscos

4. No cenário de referência, a trajetória para a taxa de juros é extraída da pesquisa Focus e a taxa de câmbio parte de USD/BRL 4,75², evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC). O preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura pelos próximos seis meses e passa a aumentar 2% ao ano posteriormente. Além disso, adota-se a hipótese de bandeira tarifária “verde” em dezembro de 2023, de 2024 e de 2025. Nesse cenário, as projeções de inflação do Copom situam-se em 4,9% para 2023, 3,4% para 2024 e 3,0% para 2025. As projeções para a inflação de preços administrados são de 9,4% para 2023, 4,6% para 2024 e 3,5% para 2025.

5. O Comitê avalia que a conjuntura internacional se mostra incerta. O Comitê notou a resiliência da atividade e do mercado de trabalho nas economias avançadas, ainda que se observe alguma acomodação na margem, assim como um menor crescimento projetado para a economia chinesa. Neste contexto, alguns membros atribuem maior probabilidade a uma moderação suave na atividade das principais economias, ainda que não se descarte uma desaceleração mais brusca. Observa-se um processo de desinflação na margem, refletindo o arrefecimento das pressões sobre *commodities* após os impactos iniciais da guerra na Ucrânia e a normalização de setores produtivos, porém com recuo lento nos núcleos de inflação. Prospectivamente, restam incertezas sobre a dinâmica da inflação global. O movimento de queda nos preços de *commodities* estancou no período recente e os riscos referentes a fenômenos climáticos, guerra na Ucrânia e política internacional de preços de petróleo sugerem a possibilidade de renovadas pressões inflacionárias de oferta. A isso somam-se a resiliência do mercado de trabalho e um hiato do produto apertado nas economias avançadas, em ambiente de inflação de serviços ainda pressionada em diversas economias. Permanece, assim, a determinação dos bancos centrais de controlarem a inflação por meio da manutenção do aperto da política monetária por período mais prolongado. Tal determinação, ainda

¹ A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em junho (255ª reunião).

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

que com possível impacto sobre preços de ativos domésticos no curto prazo, aliada a uma desaceleração do crédito nas principais economias, contribui para um processo desinflacionário global mais crível e duradouro. Mais ainda, o Comitê ponderou que a sincronização da política monetária contracionista pode ter um impacto maior do que esperado sobre o hiato do produto global e sobre o processo de desinflação. Relembrou-se que o impacto altista para a inflação da sincronização das políticas fiscal e monetária expansionistas entre países durante a pandemia se mostrou maior do que era esperado.

6. Os dados relativos ao crescimento no Brasil seguem compatíveis com o cenário-base de moderação da atividade antecipado pelo Comitê. Nota-se que o processo de reequilíbrio da cesta de consumo, e consequentemente dos preços relativos, entre bens e serviços prossegue, com moderação no consumo de bens em prol de maior demanda no segmento de serviços. Entretanto, o setor de serviços tem apresentado acomodação nos últimos meses. Além disso, os dados mais tempestivos seguem sugerindo um ritmo de crescimento da economia em linha com o esperado pelo Comitê. Novamente, debateram-se profundamente os desenvolvimentos no mercado de trabalho. Alguns membros seguem avaliando que há moderação recente no mercado de trabalho, apontando para a desaceleração no ritmo de contratação no mercado formal e para a queda na taxa de participação. Outros enfatizaram a queda na taxa de desemprego e o ritmo ainda elevado de contratações no emprego formal. O Comitê concordou que não há evidência de pressões salariais elevadas nas negociações trabalhistas. Alguns membros observaram que avança o movimento de recomposição parcial das perdas nos salários reais ocorridas anteriormente. Esse movimento é esperado e vem acompanhado de desaceleração nos ganhos nominais, o que deve se acentuar à frente.

7. O Comitê analisou diferentes métricas e hipóteses de hiato do produto, comparando não só a estimativa do nível de hiato corrente sob diferentes métodos, mas também seus impactos sobre a projeção de inflação. Notou-se que, tão importante quanto o nível inicial pressuposto para o hiato, é a velocidade com que se supõe que o hiato fecharia no horizonte de projeção. Discutiu-se, então, o risco de que o hiato do produto esteja mais apertado do que se supõe no cenário-base, em particular no mercado de trabalho, e avaliaram-se os impactos dessa hipótese alternativa sobre as projeções de inflação. O Comitê ressalta que o hiato do produto é uma variável não observável, sujeita à incerteza em sua mensuração e com ainda maior incerteza após o período da pandemia.

8. O Comitê avalia que a dinâmica da desinflação segue caracterizada por um processo com dois estágios distintos. O movimento do primeiro estágio se mostrou mais profundo do que o esperado, em função da dinâmica mais benigna dos preços de alimentos e industriais e do comportamento dos preços no atacado. Nesse sentido, a dinâmica recente da taxa de câmbio e do preço das *commodities* internacionais, ainda que exibindo maior volatilidade, contribuiu para arrefecer as pressões internacionais sobre a inflação no Brasil. Por um lado, esse fenômeno melhora a dinâmica do segundo estágio da desinflação, com uma inércia menor sobre os núcleos de inflação e sobre a inflação de serviços. Por outro lado, a volatilidade inerente aos componentes ligados a alimentos e bens industriais sugere a possibilidade de reversões abruptas, recomendando cautela. Em tal debate, foram mencionados os riscos, parcialmente incorporados no cenário-base, referentes a *El Niño*, assim como os referentes à evolução do preço internacional do petróleo, que seguiu a governança usual do Comitê em suas hipóteses. Ao fim, concluiu-se unanimemente pela necessidade de uma política monetária contracionista e cautelosa, de modo a reforçar a dinâmica desinflacionária.

9. Ainda na discussão sobre o comportamento inflacionário, debateu-se de forma profunda o atual estágio do processo desinflacionário e o recente comportamento da inflação de serviços. Notou-se que os indicadores desse segmento apontam para uma continuidade na trajetória de desinflação do período recente, a despeito de alguma oscilação em níveis ainda acima do patamar compatível com a meta. Em tal discussão,

1º e 2 de agosto

ênfatiou-se que é mais relevante focar nos seus fundamentos subjacentes, citando-se, particularmente, possíveis mudanças no mercado de trabalho e na dinâmica da atividade, do que de movimentos pontuais da inflação de serviços, relativos a algum componente ou algum período.

10. As expectativas de inflação apresentaram reancoragem parcial desde a reunião anterior do Copom. O Comitê ênfatiou o ganho de credibilidade produzido pela reunião de junho do Conselho Monetário Nacional (CMN), que estabeleceu a meta para a inflação no ano-calendário de 2026, bem como o seu intervalo de tolerância, nos mesmos valores dos vigentes para 2024 e 2025 e sem revisão das metas e dos intervalos anteriormente estabelecidos para os anos-calendário de 2023, 2024 e 2025. Além disso, o anúncio de que se adotará o sistema com meta contínua, cujas regras serão ainda oportunamente estabelecidas, reduziu a incerteza sobre as metas dos anos subsequentes, também contribuindo para maior reancoragem. Notou-se, por conseguinte, um impacto positivo nas expectativas de inflação logo após a decisão do CMN, reforçando a interpretação de ganho de credibilidade do regime de metas para a inflação.

11. No entanto, a reancoragem se mostra ainda parcial e o Comitê debateu novamente os motivos para tal desancoragem. Os membros levantaram várias possibilidades. O Comitê retirou de seu balanço de riscos a incerteza residual sobre a aprovação do arcabouço fiscal, mas, em sua discussão, notou que a dinâmica fiscal seguia sendo relevante em seu cenário-base. Em particular, alguns membros avaliaram que persiste alguma incerteza entre os agentes sobre a superação dos desafios fiscais, evidenciada nas expectativas de resultado primário que divergem das metas estabelecidas pelo governo, e que isso pode também estar se refletindo em expectativas de inflação desancoradas para prazos mais longos. Nesse caso, a ancoragem das expectativas em torno das metas previstas no novo arcabouço fiscal, com a manutenção do compromisso fiscal externado, além de uma diminuição das incertezas acerca das medidas tributárias que fundamentam a execução de tal objetivo, contribuiria para um processo desinflacionário mais célere. Outros avaliam que um cenário global de maior inflação também dificulta a reancoragem das expectativas, uma vez que há a possibilidade de uma inflação externa em níveis mais elevados por período prolongado. Por fim, mencionou-se a hipótese de percepção dos agentes de que, ao longo do tempo, o Banco Central poderia tornar-se mais leniente no combate à inflação. Foi unânime o entendimento de que, independentemente da composição da diretoria colegiada ao longo do tempo, deve-se garantir a credibilidade e a reputação da Instituição.

12. O Copom relembra que reformas estruturais e a previsibilidade das contas públicas são essenciais para o aumento da produtividade da economia, para o crescimento potencial e para a maior confiança de empresas, investidores e famílias. O esmorecimento no esforço de reformas estruturais, o aumento de crédito direcionado e as incertezas sobre a estabilização da dívida pública têm o potencial de elevar a taxa de juros neutra da economia, com impactos deletérios sobre a potência da política monetária e, conseqüentemente, sobre seu custo para a economia.

13. O Comitê ressalta que, em seus cenários para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Entre os riscos de alta para o cenário inflacionário e as expectativas de inflação, destacam-se (i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; e (ii) uma maior resiliência na inflação de serviços do que a projetada em função de um hiato do produto mais apertado. Entre os riscos de baixa, ressaltam-se (i) uma desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada, em particular em função de condições adversas no sistema financeiro global; e (ii) os impactos do aperto monetário sincronizado sobre a desinflação global se mostrarem mais fortes do que o esperado.

C) Discussão sobre a condução da política monetária

14. O Copom passou então à discussão da condução da política monetária, considerando o conjunto de projeções analisado, assim como o balanço de riscos para a inflação prospectiva.

15. O Comitê unanimemente avaliou que a evolução do cenário desde a última reunião permitiu acumular a confiança necessária para iniciar um ciclo gradual de flexibilização monetária. Tal avaliação perpassou diferentes dimensões. Em primeiro lugar, ressaltou-se o comportamento positivo das expectativas de inflação após a definição da meta pelo CMN e o anúncio da mudança para o sistema de meta contínua. A redução das expectativas de inflação, assim como das medidas de inflação implícita nos ativos de mercado, reduz o custo da desinflação e tem impacto sobre o juro real *ex ante* da economia, como já anteriormente alertado pelo Copom. Em segundo lugar, houve clara melhora nos índices de inflação cheia, enquanto a inflação de serviços segue desacelerando na margem. Alguns membros deram mais ênfase à dinâmica recente, enquanto outros enfatizaram que os fundamentos subjacentes para a dinâmica da inflação de serviços ainda não permitem extrapolar com convicção o comportamento benigno recente. Com relação ao hiato do produto, alguns membros notaram que sua estimativa tem sido revisada para cima e o Comitê discutiu as implicações de formas alternativas de mensuração de hiato com outros modelos e seus respectivos impactos nas projeções. Por fim, notou-se que a reancoragem parcial das expectativas contribuiu para uma redução das projeções no cenário de referência. No entanto, a atualização de algumas variáveis do cenário de referência que afetam a estimativa e as projeções do hiato do produto compensaram esse movimento, fazendo com que as projeções de inflação não diferissem tanto em relação às da última reunião. Após a análise do cenário, todos os membros concordaram que era apropriado reduzir a taxa Selic nesta reunião.

16. Durante o debate, o Comitê julgou haver mérito tanto na opção de reduzir a taxa Selic em 0,25 ponto percentual como em 0,50 ponto percentual, reforçando que, qualquer que fosse a decisão, era consensual que um cenário com expectativas de inflação com reancoragem apenas parcial, núcleos de inflação ainda acima da meta, inflação de serviços acima do patamar compatível com a meta para a inflação e atividade econômica resiliente requer uma postura mais conservadora ao longo do ciclo de flexibilização da política monetária. Mais ainda, ambas as opções, a depender do ciclo empreendido, seriam compatíveis com a convergência da inflação para a meta tanto nos cenários de referência do Comitê, como em outros cenários apresentados na reunião.

17. Um grupo defendeu uma redução da taxa de juros mais parcimoniosa. Para esse grupo, a própria sinalização do Comitê já enfatizava a cautela e a parcimônia em tal conjuntura e, na opinião desses membros, não se observaram alterações relevantes no cenário ou projeções do Comitê que justificassem uma reavaliação dessa sinalização. Outro grupo considerou que a postura de política monetária em patamar significativamente contracionista permite um início do ciclo já no ritmo moderado considerado para as próximas reuniões, sem detrimento do comprometimento com a meta e a credibilidade da política monetária. Esse grupo enfatizou alguns desenvolvimentos desde a última reunião, como a dinâmica recente de inflação mais benigna do que era esperado, a reancoragem parcial relativamente célere após a definição da meta pelo CMN e a adequação de recalibrar a taxa de juros real em função dos movimentos nas expectativas de inflação.

18. Com relação aos próximos passos, os membros do Comitê concordaram unanimemente com a expectativa de cortes de 0,50 ponto percentual nas próximas reuniões e avaliaram que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário. Tal ritmo conjuga, de um lado, o firme compromisso com a reancoragem de expectativas e a dinâmica desinflacionária e, de outro, o ajuste no nível de aperto monetário em termos reais diante da dinâmica mais benigna da inflação antecipada nas projeções do cenário de

referência. Avaliou-se ainda que não há evidência de que esteja em curso um aperto além do que seria necessário para a convergência da inflação para a meta e que o cenário ainda inspira cautela, reforçando a visão de serenidade e moderação que o Comitê tem expressado. O Comitê julga como pouco provável uma intensificação adicional do ritmo de ajustes, já que isso exigiria surpresas positivas substanciais que elevassem ainda mais a confiança na dinâmica desinflacionária prospectiva. Tal confiança viria apenas com uma alteração significativa dos fundamentos da dinâmica da inflação, tais como uma reancoragem bem mais sólida das expectativas, uma abertura contundente do hiato do produto ou uma dinâmica substancialmente mais benigna do que a esperada da inflação de serviços.

19. Por fim, o Comitê debateu a extensão do ciclo de ajustes na política monetária. O Comitê analisou as projeções do cenário de referência, de um cenário com redução da taxa de juros em 0,50 ponto percentual nesta reunião e de cenários alternativos que refletiam o balanço de riscos. Evidenciou-se, nessa análise, a necessidade de se manter uma política monetária ainda contracionista pelo horizonte relevante para que se consolide a convergência da inflação para a meta e a ancoragem das expectativas. Enfatizou-se que a extensão do ciclo ao longo do tempo dependerá da evolução da dinâmica inflacionária, em especial dos componentes mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica, das expectativas de inflação, em particular as de maior prazo, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos. O Comitê mantém seu firme compromisso com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante e reforça que a extensão do ciclo refletirá o mandato legal do Banco Central.

D) Decisão de política monetária

20. Considerando os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu reduzir a taxa básica de juros em 0,50 ponto percentual, para 13,25% a.a., e entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante, que inclui o ano de 2024 e, em grau menor, o de 2025. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

21. O Comitê reforça a necessidade de perseverar com uma política monetária contracionista até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.

22. O Copom avaliou a alternativa de reduzir a taxa básica de juros para 13,50%, mas considerou ser apropriado adotar ritmo de queda de 0,50 ponto percentual nesta reunião em função da melhora do quadro inflacionário, reforçando, no entanto, o firme objetivo de manter uma política monetária contracionista para a reancoragem das expectativas e a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante. A conjuntura atual, caracterizada por um estágio do processo desinflacionário que tende a ser mais lento e por expectativas de inflação com reancoragem parcial, demanda serenidade e moderação na condução da política monetária. Em se confirmando o cenário esperado, os membros do Comitê, unanimemente, antevêm redução de mesma magnitude nas próximas reuniões e avaliam que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário. O Comitê ressalta ainda que a magnitude total do ciclo de flexibilização ao longo do tempo dependerá da evolução da dinâmica inflacionária, em especial dos componentes mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica, das expectativas de inflação, em particular as de maior prazo, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.

1º e 2 de agosto

23. Votaram por uma redução de 0,50 ponto percentual os seguintes membros do Comitê: Roberto de Oliveira Campos Neto (presidente), Ailton de Aquino Santos, Carolina de Assis Barros, Gabriel Muricca Galípola e Otávio Ribeiro Damaso. Votaram por uma redução de 0,25 ponto percentual os seguintes membros: Diogo Abry Guillen, Fernanda Magalhães Rumenos Guardado, Maurício Costa de Moura e Renato Dias de Brito Gomes.