

# Atas do Comitê de Política Monetária - Copom

~~264ª~~265ª Reunião - ~~30-31 julho~~17-18 setembro, 2024

## A) Atualização da conjuntura econômica e do cenário do Copom<sup>1</sup>

1. O ambiente externo ~~mantém-se adverso~~permanece desafiador, em função ~~da incerteza sobre os impactos e a extensão da flexibilização da política monetária~~do momento de inflexão do ciclo econômico nos Estados Unidos ~~e, o que suscita maiores dúvidas sobre os ritmos da desaceleração, da desinflação e, conseqüentemente,~~ sobre as dinâmicas de atividade e de inflação em diversos países e a postura do Fed.

2. Os bancos centrais das principais economias permanecem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas em um ambiente marcado por pressões nos mercados de trabalho. O Comitê avalia que o cenário externo, também marcado por menor sincronia nos ciclos de política monetária entre os países, segue exigindo cautela por parte de países emergentes.

3. Em relação ao cenário doméstico, o conjunto dos indicadores de atividade econômica e do mercado de trabalho ~~segue apresentando~~tem apresentado dinamismo maior do que o esperado, o que levou a uma reavaliação do hiato para o campo positivo.

4. A ~~desinflação~~inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) cheio ~~tem arrefecido,~~enquanto assim como medidas de inflação subjacente se situaram acima da meta para a inflação nas divulgações mais recentes. As expectativas de inflação para 2024 e 2025 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 4,~~14~~1% e 4,0%, respectivamente.

## B) Cenários e análise de riscos

5. No cenário de referência, a trajetória para a taxa de juros é extraída da pesquisa Focus e a taxa de câmbio parte de R\$5,~~55~~60/US\$<sup>2</sup>, 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 amarela" em dezembro de 2024 e de 2025. ~~Em cenário alternativo apresentado, utiliza-se a hipótese de taxa de juros constante ao longo do horizonte relevante de política monetária.~~

6. ~~O Comitê manteve o entendimento usual, sem qualquer alteração, de que o horizonte relevante para a política monetária é de seis trimestres à frente, correspondendo, agora, ao primeiro trimestre de 2026. Em consonância com o sistema de meta contínua estabelecido pelo Decreto 12.079/2024, o Comitê optou por comunicar não só as projeções para anos calendário, como também a projeção para o~~

horizonte relevante, contribuindo assim para a transparência na comunicação da política monetária.

7. Em ambos os cenários apresentados, de referência e alternativo, há um processo de desinflação ao longo do horizonte, mas a projeção para o horizonte relevante está acima da meta de inflação de 3%. No cenário de referência, a projeção das projeções do Copom são de desinflação, mas ainda com inflação acima da meta, de 3,0%, no atual horizonte relevante de política monetária. A projeção para a inflação acumulada em quatro trimestres para o primeiro trimestre de 2026 é 3,4% e, no cenário alternativo, a projeção é de 3,2%.

8. 5% (Tabela 1). As projeções de inflação do Copom para os anos-calendário, no cenário de referência, situam-se em 4,23% para 2024 e 3,67% para 2025. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 5,0% em 2024 e 4,0% em 2025. No cenário alternativo, no qual a taxa Selic é mantida constante ao longo do horizonte relevante, as projeções de inflação situam-se em 4,2% para 2024 e 3,4% para 2025.

9. O Comitê avalia que o cenário externo se mantém adverso. A menor sincronia nos ciclos de queda dos juros, já iniciados em alguns países avançados e ainda por iniciar em outros, contribui para a volatilidade de variáveis de mercado. Além disso, observou-se que as autoridades monetárias têm indicado ciclos cautelosos, com impactos correspondentes na precificação dos ativos financeiros. Por fim, os fluxos de capital refletem também um fenômeno global de aversão ao risco, que, a depender dos fundamentos de cada economia emergente, pressiona a taxa de câmbio com intensidade variável. No caso da economia norte-americana, as incertezas quanto ao ritmo da atividade econômica persistem, uma vez que, por um lado, os dados correntes sugerem resiliência, e, por outro lado, observa-se uma desaceleração nos dados de emprego e as condições financeiras se mantêm apertadas por um período já prolongado. De todo modo, vislumbra-se um cenário de redução gradual da inflação e da atividade e um início cauteloso da flexibilização monetária.

7. O cenário externo se mantém desafiador, mas se mostra mais benigno do que na reunião anterior. Com relação aos Estados Unidos, permanece grande incerteza sobre o grau de arrefecimento das pressões no mercado de trabalho e da desaceleração da atividade econômica. Nota-se que a economia norte-americana se encontra em um momento de inflexão, em que, naturalmente, há maior dificuldade na extração das tendências subjacentes das variáveis de emprego e atividade. De todo modo, o cenário-base do Comitê é de desaceleração gradual e ordenada da economia norte-americana. A desaceleração chinesa e as variações de preços de *commodities* também foram discutidas pelo Comitê. Além disso, o processo desinflacionário tem prosseguido em vários países, mas permanecem desafios que não devem ser subestimados para o retorno das inflações às metas. Nesse aspecto, notou-se que, após um choque inflacionário global, que levou a uma resposta correlacionada dos bancos centrais, as dimensões peculiares de cada economia têm tido maior protagonismo, levando a uma menor correlação dos ciclos de política monetária entre os países.

8. A resposta das políticas econômicas dos diferentes países a tal cenário também se mostra desafiadora. De um lado, o Comitê destacou o papel das políticas fiscais como propulsoras da demanda após a pandemia, mas ressaltou que o espaço de atuação da política fiscal tornou-se mais limitado com o aumento da dívida pública e das preocupações com a sustentabilidade fiscal. As políticas monetárias, por outro lado, em um ambiente tão incerto, mantêm-se reativas e dependentes dos dados na maior parte dos países, também trazendo inerente volatilidade aos mercados, como observado durante o período recente. Ademais, o Comitê reforçou que o compromisso dos bancos centrais com o atingimento das metas é um ingrediente fundamental no processo desinflacionário, corroborado pelas recentes indicações de ciclos cautelosos de política monetária em vários países.

9. A taxa de câmbio do real apresentou volatilidade no período, refletindo as diversas alterações no cenário doméstico e internacional.~~10. Nos países emergentes, diante de um cenário mais desafiador, observa-se o prosseguimento cauteloso do ciclo de queda de juros em alguns países e sua interrupção em outros países. As taxas de câmbio de países emergentes tiveram depreciação no período recente, refletindo um cenário mais desafiador para essas economias.~~

~~11.~~ O Comitê reiterou que não há relação mecânica entre a condução da política monetária norte-americana e a determinação da taxa básica de juros doméstica, tampouco entre a taxa de câmbio e a determinação doméstica da taxa de juros. Como usual, o Comitê focará nos mecanismos de transmissão da conjuntura externa sobre a dinâmica inflacionária interna e seu impacto sobre o cenário prospectivo. Reforçou-se, ademais, que um cenário de maior incerteza global e de movimentos cambiais mais abruptos exige maior cautela na condução da política monetária doméstica.

10. 12. Os dados deO Comitê segue avaliando que a atividade econômica e ~~do~~ mercado de trabalho seguem com domésticos vêm apresentando maior dinamismo do que ~~era~~ esperado. ~~Esse movimento ocorre em contexto de,~~ levando a uma reavaliação do hiato do produto próximo à neutralidade, tornando para o campo positivo. Vários membros enfatizaram que a dinâmica da atividade foi uma dimensão bastante relevante no período recente, enfatizando as surpresas para o Comitê e para os analistas de mercado, tal como retratado na pesquisa Focus. Esse ritmo de crescimento da atividade, em contexto de hiato agora avaliado positivo, torna mais desafiador o processo de convergência da inflação à meta. ~~O dinamismo de indicadores~~A conjunção de ~~mais alta frequência, como de comércio e serviços, reforça o diagnóstico de resiliência da atividade doméstica e sustentação do consumo ao longo do tempo, em contraste com o cenário de desaceleração gradual originalmente antecipado pelo Comitê. Com relação a~~um mercado de trabalho, ~~ressaltou-se que o nível de ocupação, a taxa de desocupação-~~robusto, política fiscal expansionista e vigor nas concessões de crédito às famílias segue indicando um suporte ao consumo e a renda vêm sistematicamente surpreendendo consequentemente à demanda agregada. Em síntese, à luz da atualização dos dados de atividade do período e dos modelos apresentados, o Comitê concluiu que o hiato está em campo positivo.

~~11.~~ O Comitê ~~novamente avaliou que essas surpresas recorrentes apontam para elevado dinamismo de~~ observou o continuado dinamismo no mercado de trabalho, ~~que verificando-se ganhos reais nos salários nos últimos meses. Como não há evidência de aumento significativo de produtividade, tais ganhos podem refletir pressão no~~ mercado de trabalho. A esse respeito, alguns membros enfatizaram evidência de falta de oferta de trabalho em alguns setores. Discutiu-se ~~mostra apertado~~ então o impacto potencial do mercado de trabalho sobre a inflação. Argumentou-se que não há evidência ainda de que pressões salariais estejam impactando preços, mas ressaltou-se que o crescimento real de salários, em se mostrando persistente e acima de ganhos de produtividade, acabará tendo impacto sobre preços. O Comitê nota, porém, que o momento e a magnitude desse canal de transmissão permanecem incertos.

~~13~~12. O Comitê reforçou a visão de que o esmorecimento no esforço de reformas estruturais e disciplina fiscal, 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 o custo de desinflação em termos de atividade.

~~14~~13. O Comitê monitora com atenção como os desenvolvimentos recentes da política fiscal impactam a política monetária e os ativos financeiros. Ademais, notou-se que a percepção mais recente dos agentes de mercado sobre o crescimento dos gastos públicos e a sustentabilidade do arcabouço fiscal vigente, junto com outros fatores, vem tendo impactos relevantes sobre os preços de ativos e as expectativas. ~~O Comitê reafirma que uma~~ Uma política fiscal crível, embasada em regras previsíveis e comprometida transparência em seus resultados, em conjunto com a sustentabilidade da dívida ~~contribui~~ persecução de estratégias fiscais que sinalizem e reforcem o compromisso com o arcabouço fiscal nos próximos anos são importantes elementos para a ancoragem das expectativas de inflação e para a redução dos prêmios de ~~riscos~~ dos ativos financeiros, conseqüentemente impactando a política monetária. O Comitê incorpora em seus cenários uma desaceleração no ritmo de crescimento dos gastos públicos ao longo do tempo. Políticas monetária e fiscal síncronas e contracíclicas contribuem para assegurar a estabilidade de preços e, sem prejuízo de seu objetivo fundamental, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.

~~15.~~ 14. A desancoragem das expectativas de inflação é um fator de desconforto comum a todos os membros do Comitê ~~unanimemente avalia que se deve perseguir a~~ A reancoragem das expectativas ~~de inflação, vista como~~ é um elemento essencial para assegurar a convergência da inflação para a meta ao menor custo possível em termos de atividade. O Comitê avalia que a condução da política monetária é um fator fundamental para a reancoragem das expectativas e continuará tomando decisões que salvaguardem a credibilidade e ~~conseqüentemente, reduzam o custo da desinflação.~~ ~~O Comitê não se furtará ao seu compromisso com o atingimento da meta de inflação e entende~~ reflitam o papel fundamental das expectativas na dinâmica ~~da~~ de inflação.

~~16.~~ Os movimentos recentes de alguns dos condicionantes para a dinâmica da inflação, tais como as expectativas de inflação e a taxa de câmbio, foram amplamente

~~debatidos. Observou-se que, se tais movimentos se mostrarem persistentes, os impactos inflacionários decorrentes podem ser relevantes e serão devidamente incorporados pelo Comitê. Em função disso, o Comitê avaliou que o momento é de acompanhamento diligente dos condicionantes da inflação e de maior vigilância perante um cenário mais desafiador.~~

~~1715. O ciclo de crédito segue benigno com expansão em volume e redução de taxas na maior parte das linhas. No entanto, novamente, alguns membros ressaltaram que a recente elevação, tanto nas taxas de maior prazo pode levar a um menor dinamismo no mercado concessões às famílias quanto às empresas. Observa-se maior apetite ao risco na oferta de crédito. Por outro lado, as, mas a leve piora na qualidade das concessões de crédito às famílias ainda não se transformou em aumento de materialização de riscos. As captações no mercado de capitais seguem fortes. Tais membros enfatizaram a importância dos vértices mais longos na curva de juros na determinação da oferta e da demanda de crédito.~~

~~1816. O Comitê avaliou que os dados referentes à inflação sugerem uma trajetória que não divergiu deterioração da composição da inflação, ainda que o número agregado não tenha divergido significativamente do que era esperado, mas que se observa um arrefecimento no trimestre anterior. Observa-se, ademais, uma interrupção no processo desinflacionário no período mais recente. As taxas de inflação de bens industriais e de alimentação no domicílio mantiveram suas recentes trajetórias, deixando de contribuir para a desinflação nesse estágio do processo desinflacionário cresceram na margem, possivelmente refletindo a depreciação cambial e um cenário mais desafiador advindo do clima. Concomitante a isso, a inflação de serviços, que tem maior inércia, assume papel preponderante na dinâmica desinflacionária no estágio atual. Debateu-se então o papel da dinâmica do mercado de trabalho e das expectativas de inflação para a determinação da inflação de serviços. Concluiu-se que o processo desinflacionário arrefeceu e que os níveis de a inflação corrente, medida pelo índice cheio ou por diferentes medidas de núcleo, em níveis acima da meta, em contexto de dinamismo da atividade econômica, tornam torna a convergência da inflação à meta mais desafiadora.~~

~~1917. Em sua conclusão, o Comitê avalia que o cenário prospectivo de inflação se tornou mais desafiador, com o aumento das projeções de inflação de médio prazo, mesmo condicionadas em uma trajetória de taxa de juros mais elevada. Concluiu-se unanimemente pela necessidade de uma política monetária ainda mais cautelosa e de acompanhamento diligente do desenrolar do cenário.~~

~~2018. O Comitê ressaltaavalia que, há uma assimetria altista em seus seu balanço de riscos para os cenários prospectivos 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 desancoragem das expectativas de inflação por período mais prolongado; (ii) uma maior resiliência na inflação de serviços do que a projetada em função de um hiato do produto mais apertado; e (iii) uma conjunção de políticas econômicas externa e interna que tenham impacto inflacionário, por exemplo, por meio de uma taxa de câmbio persistentemente mais depreciada. Entre~~

os riscos de baixa, ressaltam-se (i) uma desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada; e (ii) os impactos do aperto monetário sobre a desinflação global se mostrarem mais fortes do que o esperado. ~~Durante as discussões, todos os membros concordaram que há mais riscos para cima na inflação, inclusive com vários membros enfatizando a assimetria do balanço de riscos.~~

~~21. O Comitê avalia que as conjunturas doméstica e internacional exigem ainda maior cautela na condução da política monetária. Em particular, os impactos inflacionários decorrentes dos movimentos das variáveis de mercado e das expectativas de inflação, caso esses se mostrem persistentes, corroboram a necessidade de maior vigilância.~~

### C) Discussão sobre a condução da política monetária

~~22~~19. 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. Em sua deliberação sobre a ação de política monetária a tomar, o Comitê se deteve em três dimensões.

20. Em primeiro lugar, o Comitê avaliou que o cenário, marcado por resiliência na atividade, pressões no mercado de trabalho, hiato do produto positivo, elevação das projeções de inflação e expectativas desancoradas, demanda uma política monetária mais contracionista. O Comitê ao longo do tempo tem delineado sua função de reação, tornando transparente sua forma de agir, e perseguirá plenamente seu mandato.

21. Em segundo lugar, o Comitê julgou que o início do ciclo deveria ser gradual de forma a, por um lado, se beneficiar do acompanhamento diligente dos dados, ainda mais em contexto de incertezas, tanto nos cenários externo como doméstico, mas, por outro lado, permitir que os mecanismos de transmissão da política monetária que possibilitarão a convergência da inflação à meta já comecem a atuar. Todos os membros do Comitê concordaram em iniciar gradualmente o ciclo de aperto de política monetária.

22. Em terceiro lugar, o Comitê debateu o ritmo e a magnitude do ajuste da taxa de juros, bem como sua comunicação. Em virtude das incertezas envolvidas, o Comitê preferiu uma comunicação que reforça a importância do acompanhamento dos cenários ao longo do tempo, sem conferir indicação futura de seus próximos passos, insistindo, entretanto, no seu firme compromisso de convergência da inflação à meta.

~~23.~~ O Comitê optou unanimemente pela manutenção da taxa Selic em 10,50%. No cenário doméstico, o mercado de trabalho e a atividade econômica, em particular o consumo das famílias, têm surpreendido e divergido do cenário de desaceleração previsto. Além disso, houve nova elevação das projeções de inflação para o horizonte relevante de política monetária, não obstante nova elevação na trajetória da taxa Selic extraída da pesquisa Focus. De forma análoga, as expectativas de inflação apresentaram desancoragem adicional desde a reunião anterior. Além disso, o cenário externo se mantém adverso, com incerteza sobre os impactos e a extensão da flexibilização monetária nos Estados Unidos.

~~24. Assim, o Comitê avaliou que a política monetária deve se manter contracionista por tempo suficiente em patamar que consolide não apenas o processo de desinflação, como também a ancoragem das expectativas em torno da meta.~~

~~25. O cenário marcado por projeções mais elevadas e mais riscos para a alta da inflação é desafiador, e o Comitê avalia que o desenrolar do cenário será particularmente importante para definir os próximos passos de política monetária. Desse modo, o Comitê, unanimemente, avalia que o momento corrente é de ainda maior cautela e de acompanhamento diligente dos condicionantes da inflação, sem se comprometer com estratégias futuras. À luz desse acompanhamento, o Comitê avaliará a melhor estratégia: de um lado, se a estratégia de manutenção da taxa de juros por um tempo suficientemente longo levará a inflação à meta no horizonte relevante; de outro lado, o Comitê, unanimemente, reforçou que não hesitará em elevar a taxa de juros para assegurar a convergência da inflação à meta se julgar apropriado. Como usual, as estratégias adotadas pelo Comitê refletirão o compromisso com o cumprimento da meta de inflação, visando também a reancoragem das expectativas de inflação de modo a minimizar o custo da desinflação. O Comitê se manterá vigilante e relembra que eventuais ajustes futuros na taxa de juros serão ditados pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta.~~

#### D) Decisão de política monetária

23. 26. O cenário, marcado por resiliência na atividade, pressões no mercado de trabalho, hiato do produto positivo, elevação das projeções de inflação e expectativas desancoradas, demanda uma política monetária mais contracionista. Considerando a evolução do processo de desinflação, os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu manter, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 0,25 ponto percentual, para 10,5075% 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. 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.

~~27. A conjuntura atual, caracterizada por um estágio do processo desinflacionário que tende a ser mais lento, ampliação da desancoragem das expectativas de inflação e um cenário global desafiador, demanda serenidade e moderação na condução da política monetária.~~

~~28. 24. O Comitê, unanimemente, optou por manter a taxa de juros inalterada, destacando que o cenário global incerto e o cenário doméstico marcado por resiliência na atividade, elevação das projeções de inflação e expectativas desancoradas demandam acompanhamento diligente e ainda maior cautela. Ressalta, ademais, que a política monetária deve se manter contracionista por tempo suficiente em patamar que consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno da meta. O Comitê se manterá vigilante e relembra que eventuais ritmo de ajustes futuros na taxa de juros e a magnitude total do ciclo ora~~

iniciado serão ditados pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta e dependerão da evolução da dinâmica da inflação, em especial dos componentes mais sensíveis à atividade econômica e à política monetária, das projeções de inflação, das expectativas de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.

2925. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Roberto de Oliveira Campos Neto (presidente), Ailton de Aquino Santos, Carolina de Assis Barros, Diogo Abry Guillen, Gabriel Muricca Galípolo, Otávio Ribeiro Damaso, Paulo Picchetti, Renato Dias de Brito Gomes e Rodrigo Alves Teixeira.

-

### Tabela 1

#### Projeções de inflação no cenário de referência

#### Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres (%)

<u>Índice de preços</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>1º tri 2026</u>
<u>IPCA</u>	<u>4,3</u>	<u>3,7</u>	<u>3,5</u>
<u>IPCA livres</u>	<u>4,4</u>	<u>3,6</u>	<u>3,4</u>
<u>IPCA administrados</u>	<u>4,2</u>	<u>4,0</u>	<u>3,9</u>

-

Notas de rodapé

---

<sup>1</sup> A menos de menção explícita em contrário, esta atualização leva em conta as mudanças ocorridas desde a reunião do Copom em ~~junho (263ª)~~ julho (264ª) reunião).

<sup>2</sup> Valor foi obtido pelo procedimento, que passou a ser adotado na 258ª reunião, de arredondar a cotação média da taxa de câmbio observada nos dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom.