



ATA DA REUNIÃO DO COPOM DE OUTUBRO

Sérgio Goldenstein

A Ata do Copom esclareceu alguns pontos em relação ao Comunicado divulgado no dia 28/10. A leitura inicial após a última reunião era que a porta continuava aberta para uma flexibilização adicional da política monetária. No entanto, a Ata praticamente descartou essa possibilidade. Nesse sentido, fica reforçado o cenário de estabilidade da taxa Selic nos próximos meses, perspectiva que pode ser revertida em caso de mudança do regime fiscal, o que levaria à reavaliação do *forward guidance* do BC de não reduzir o grau de estímulo monetário.

Os principais destaques da Ata residem nos parágrafos 5, 15, 17 e 18, que serão analisados a seguir:

5. As últimas leituras de inflação foram acima do esperado, e o Comitê elevou sua projeção para os meses restantes de 2020. Contribuem para essa revisão a continuidade da alta nos preços dos alimentos e de bens industriais, consequência da depreciação persistente do Real, da elevação de preço das commodities e dos programas de transferência de renda. Por um lado, a normalização parcial dos preços ainda deprimidos deve continuar, em um contexto de recuperação dos índices de mobilidade e do nível de atividade. Por outro lado, espera-se a reversão na elevação extraordinária dos preços de alguns produtos, afetados por redução provisória na oferta em conjunção com um aumento ocasional na demanda. Dessa forma, apesar de a pressão inflacionária ter sido mais forte que a esperada, o Comitê mantém o diagnóstico de que esse choque é temporário, mas monitora sua evolução com atenção.

Verifica-se que, apesar de o Banco Central ter subestimado significativamente suas projeções de IPCA de curto prazo no Relatório Trimestral de Inflação divulgado em setembro, que eram de 0,40% em setembro, 0,30% em outubro, 0,27% em novembro e 2,1% para 2020, o seu diagnóstico é que se trata de um choque temporário, apesar de afirmar que monitora atentamente sua evolução.

Apesar dessa visão otimista do BC, há algumas evidências (como o comportamento do atacado agrícola) que as pressões nos preços de alimentos tendem ser mais persistentes, o que aumenta os riscos de ocorrerem efeitos secundários. Além disso, o real segue sua direção de constante depreciação e, mesmo com o hiato do produto elevado, a maior pressão por



repasses aos preços torna-se inevitável na medida em que a atividade começa a retomar. Em particular, chama a atenção a elevação de quase 30% do IPA nos últimos 12 meses.

15. Em seguida, os membros do Copom debateram sobre a manutenção da sinalização de que “o espaço remanescente para utilização da política monetária, se houver, deve ser pequeno”. O Comitê avaliou que essa sinalização está ligada às restrições de caráter prudencial para movimentos de redução da taxa básica de juros e, portanto, precisa ser mantida na comunicação.

Enquanto a interpretação inicial de alguns analistas após o Comunicado foi de que a manutenção da frase sobre o espaço remanescente indicaria que o BC poderia voltar a reduzir a taxa Selic caso se configurasse uma combinação de melhora do quadro fiscal, retomada lenta da atividade e continuidade do cenário de inflação significativamente abaixo da meta, a Ata esclarece que a frase foi mantida devido às restrições de caráter prudencial. Em outras palavras, o Copom busca enfatizar que, mesmo com o seu cenário base apontando inflação abaixo da meta, o reduzido patamar da taxa Selic pode comprometer o desempenho de alguns mercados e setores econômicos, com potencial impacto sobre a intermediação financeira. Além disso, reduções adicionais da taxa de juros poderiam ser acompanhadas de instabilidade nos preços de ativos (parágrafo 14), o que interpretamos principalmente como desvalorização adicional do real.

Apesar de o Copom colocar esses efeitos no terreno das possibilidades, há alguns indícios que eles já estejam se materializando, provavelmente indicando que a taxa Selic cruzou o *lower bound*. Destaque-se a má desvalorização cambial superior a 40%, com desempenho relativo bem pior do que as moedas pares, sendo a baixa taxa Selic uma das responsáveis pelo fluxo cambial contratado bastante negativo no segmento financeiro (saída líquida de US\$ 51,9 bilhões no acumulado do ano até 23/10, contra fluxo comercial positivo de US\$ 32,5 bilhões). Adicionalmente, verifica-se uma inclinação da curva de juros bastante acentuada (superior a de países de risco de crédito mais elevado) e, de forma bastante preocupante, dificuldades para o Tesouro colocar volumes relevantes de títulos pós-fixados (LFT) em suas ofertas primárias desde o fim do ano passado (antes da pandemia), acarretando encurtamento da dívida pública mobiliária e concentração das emissões em títulos prefixados, o que se soma ao risco fiscal para pressionar ainda mais a curva de juros e, conseqüentemente, apertar as condições financeiras.



17. O Copom prosseguiu sua análise considerando não somente o cenário básico como também o balanço de riscos e as restrições de natureza prudencial. Independentemente das restrições prudenciais, o Copom ponderou que, neste momento, a assimetria altista no balanço de riscos causada pelos riscos fiscais é suficiente para compensar o fato de seu cenário básico projetar inflações abaixo da meta no horizonte relevante. O Copom assim concluiu que o atual nível de estímulo monetário, produzido pela manutenção da taxa básica de juros em 2,00% a.a. e pelo forward guidance, está adequado, independentemente das restrições de natureza prudencial.

No parágrafo 17, o Copom reforça a sinalização de que não pretende cortar mais os juros. Enquanto o parágrafo 15 utiliza argumentos de natureza prudencial, aqui o BC foca apenas na política monetária. Ao enfatizar a assimetria altista do balanço de riscos gerada pelos riscos fiscais, o Copom lembra que, apesar de o cenário base mostrar inflação abaixo da trajetória de metas, o valor esperado do seu conjunto de projeções não mostra essa folga, visto que os cenários alternativos projetam inflação mais elevada. Nesse sentido, conclui que mesmo desconsiderando as restrições prudenciais, o atual nível de estímulo monetário está adequado.

Vale ainda ressaltar que, na discussão da assimetria do balanço de riscos (parágrafo 10), o Copom aponta que o prolongamento das políticas que piorem a trajetória fiscal do país pode gerar aumento dos prêmios de risco. Foi excluída, em comparação à Ata anterior, a menção à possibilidade de uma redução menor da demanda agregada do que a estimada em razão dos programas de estímulo creditício e de recomposição da renda. Nesse sentido, fica implícito que o cenário básico do BC já incorpora os efeitos negativos sobre o consumo do fim desses estímulos. Assim, pode-se dizer que uma eventual extensão dos benefícios adicionaria, ao risco fiscal, uma evolução da demanda agregada mais forte do que a projetada e, portanto, riscos altistas para a inflação.

18. Finalmente, o Comitê discutiu a interpretação da cláusula fiscal de seu forward guidance, que condiciona a não elevação dos juros à manutenção do atual regime fiscal. O Comitê refletiu que alterações de política fiscal que afetem a trajetória da dívida pública ou comprometam a âncora fiscal motivariam uma reavaliação, mesmo que o teto dos gastos ainda esteja nominalmente mantido. Essa reavaliação seguiria o receituário do regime de metas para a inflação, sendo baseada na avaliação da inflação prospectiva e de seu balanço de riscos.

O parágrafo 18 é importante para esclarecer o entendimento do Copom sobre a manutenção do regime fiscal. Fica claro que não se trata apenas de manutenção do teto de gastos públicos, mas de percepção de uma trajetória sustentável da dívida pública.



Por exemplo, numa situação em que fosse mantida a regra do teto, mas fossem criados ou estendidos benefícios assistenciais isentos da regra e, por seu turno, isso levasse a uma desancoragem das expectativas de inflação, estariam dadas as condições para o BC cancelar o *forward guidance* e apertar a política monetária.

Em suma, o detalhamento fornecido pela Ata do Copom revela que é bastante improvável que o BC retome o processo de queda da taxa Selic, tanto pela ótica prudencial quanto pela ótica exclusiva de política monetária. Apesar disso, prevalece ainda um tom otimista com relação à inflação, tendo em vista as projeções abaixo da trajetória de metas e a avaliação de que, apesar de a pressão inflacionária recente ter sido mais forte que a esperada, esse choque é temporário. Portanto, o BC tende a demorar para reagir mesmo que as próximas leituras de inflação continuem altas. Há uma sinalização clara de estabilidade da taxa Selic ao longo dos próximos meses. Entretanto, se eventuais surpresas inflacionárias altistas levarem a uma convergência mais rápida das expectativas de inflação à trajetória de metas, a normalização da política monetária provavelmente começaria antes do esperado pela grande maioria dos analistas. O grande risco, nos próximos meses, seria o governo optar pela trilha do populismo fiscal. Nesse caso, seria difícil escapar da avaliação de que as altas da taxa Selic teriam que ser rápidas e de magnitude considerável.