

## REUNIÃO DO COPOM DE DEZEMBRO

Sérgio Goldenstein

Na reunião realizada em 09/12, o Copom manteve a taxa Selic em 2,0%, conforme expectativas unânimes. No entanto, o comunicado divulgado apresentou alguns pontos que podem ser percebidos como mais *hawk*, com destaque para: i) a elevação da projeção de Inflação para 2021, no cenário básico, de 3,1% para 3,4%; ii) a exclusão da frase acerca do espaço remanescente para a utilização da política monetária; iii) a lembrança de que, ao longo dos próximos meses, o ano-calendário de 2021 perderá relevância em detrimento ao de 2022; e iv) de forma mais surpreendente, a afirmação que, em breve, as condições para a manutenção do *forward guidance* podem não ser mais satisfeitas. Pelo lado *dove*, ressaltou-se a manutenção do diagnóstico de que os choques atuais são temporários, a não inclusão, no balanço de riscos, da possibilidade de maiores efeitos inerciais e de choques mais persistentes, e a menção que a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo extraordinariamente elevado frente às incertezas quanto à evolução da atividade. Somando tudo, o saldo final é um conteúdo mais duro do que provavelmente esperava a maioria dos analistas. Detalhamos, a seguir, os principais pontos do comunicado.

### Cenário externo

O Copom adotou um tom mais otimista com relação ao cenário externo. Enquanto, no comunicado de outubro, enxergava um ambiente relativamente favorável para economias emergentes, agora aponta um ambiente favorável. Apesar de reconhecer que a atividade no curto prazo pode ser afetada pela ressurgência da pandemia em alguns países, assinala como fatores positivos a tendência de melhora da confiança com as vacinas e a perspectiva que os estímulos monetários promovidos pelos principais bancos centrais tenham longa duração.

### Atividade econômica doméstica

Não houve mudança de diagnóstico em comparação ao comunicado anterior. O Copom continua a observar a continuidade da recuperação desigual entre os setores. Para a frente, há incerteza



acima do usual sobre o ritmo de crescimento, em função principalmente do esperado arrefecimento dos efeitos dos auxílios emergenciais.

### Inflação

O comunicado, à semelhança do que havia apontado na reunião anterior, reconheceu que os últimos números de inflação foram acima do esperado (vale lembrar que, no Relatório Trimestral de Inflação publicado em setembro, o BC projetava, para os meses de setembro, outubro e novembro, IPCA de 0,40%, 0,30% e 0,27%, respectivamente, erro grande frente aos 0,64%, 0,86% e 0,89% divulgados pelos IBGE). Adicionalmente, o Copom espera que, em dezembro, a inflação permaneça elevada, mesmo ocorrendo arrefecimento nos preços dos alimentos.

Foi mantida a avaliação de que os choques são temporários, mas o Copom, ao afirmar que seguirá monitorando a pressão inflacionária mais forte no curto prazo, destacou, em particular, as medidas de inflação subjacente. Note-se que, apesar da alta na margem dos núcleos, o comunicado reiterou que estes se apresentam em níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária.

As projeções condicionais de inflação representaram uma das principais surpresas, com as estimativas para 2021 ficando acima do estimado pela grande maioria dos analistas. No cenário básico, que considera juros da pesquisa Focus (taxa Selic, no fim de cada ano, de 2,0% em 2020, 3,0% em 2021 e 4,5% em 2022) e taxa de câmbio partindo de R\$5,25 e evoluindo segundo a paridade do poder de compra, as projeções ficaram em 4,3% para 2020, 3,4% para 2021 e 3,4% para 2022, ante 3,1%, 3,1% e 3,3%, respectivamente, no Copom anterior. No cenário de referência, que incorpora taxa Selic constante em 2,0% e a mesma trajetória para a taxa de câmbio do cenário básico, as projeções para o IPCA situaram-se em 4,3% para 2020, 3,5% para 2021 e 4,0% para 2022, ante 3,1%, 3,2% e 3,8% nas projeções anteriores.

Cabem aqui algumas observações. Em primeiro lugar, as projeções de 4,3% para o IPCA em 2020 situam-se acima da meta de 4,0%, distância acima de 2019, quando a inflação fechou em 4,31%, ante meta de 4,25%. Nesses dois anos de atividade muito fraca, o normal a se esperar seria inflação abaixo da meta. Em segundo lugar, as projeções de inflação para 2021 ficaram bem mais próximas da meta de 3,75%. Não à toa, o Copom, ao descrever que as condições para a manutenção do *forward guidance* seguem satisfeitas, menciona que as projeções de inflação de



seu cenário básico permanecem abaixo da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária, enquanto anteriormente afirmava que se encontravam significativamente abaixo. Em terceiro lugar, as projeções de inflação para 2022 estão quase cravadas na meta de 3,5% no cenário básico (3,4%) e acima da meta no cenário de referência (4,0%).

### Balanço de riscos

Apesar da elevação das expectativas de inflação, das surpresas altistas dos últimos números de IPCA e da continuidade das pressões dos preços no atacado, a descrição do balanço de riscos ficou inalterada. Aparentemente, o BC não vê riscos maiores advindos de eventuais efeitos secundários dos choques de oferta e de maior inércia inflacionária, mesmo após a forte revisão altista do IPCA para 2020 e da perspectiva que a inflação acumulada em 12 meses chegue a um patamar próximo a 6% em maio do próximo ano.

Dessa forma, o comunicado repete o anterior, ao apontar, como risco baixista para a inflação, o nível de ociosidade e, como risco altista, a possibilidade de aumento dos prêmios de risco (o que pode ser traduzido principalmente como depreciação cambial) devido ao quadro fiscal.

Por fim, manteve o entendimento de que o risco fiscal elevado segue criando uma assimetria altista no balanço de riscos, ou seja, com trajetórias para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária. Essa visão é importante, pois significa que o valor esperado do conjunto de cenários do BC está acima da projeção do cenário básico e, portanto, há menor folga com relação à trajetória de metas.

### Decisão de política monetária

O Copom fechou a porta para cortes adicionais da taxa Selic. Isso fica implícito pela exclusão da frase "*...o espaço remanescente para utilização da política monetária, se houver, deve ser pequeno.*" Ao mesmo tempo, avalia que seguem satisfeitas as condições para o *forward guidance* de não reduzir o grau de estímulo monetário: "*as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, permanecem 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.*" Um aspecto importante a ressaltar aqui é que, no Copom de outubro, as expectativas e as projeções de inflação eram qualificadas como significativamente abaixo da meta de inflação.



O ponto mais relevante do comunicado foi a inclusão do seguinte parágrafo:

*“O Copom avalia que, desde a adoção do forward guidance, observou-se uma reversão da tendência de queda das expectativas de inflação em relação às metas para o horizonte relevante. Além disso, ao longo dos próximos meses, o ano-calendário de 2021 perderá relevância em detrimento ao de 2022, que está com projeções e expectativas de inflação em torno da meta. A manutenção desse cenário de convergência da inflação sugere que, em breve, as condições para a manutenção do forward guidance podem não mais ser satisfeitas, o que não implica mecanicamente uma elevação da taxa de juros pois a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo extraordinariamente elevado frente às incertezas quanto à evolução da atividade. No cenário de retirada do forward guidance, a condução da política monetária seguirá o receituário do regime de metas para a inflação, baseado na análise da inflação prospectiva e de seu balanço de riscos.”*

Em outras palavras, as projeções e as expectativas de inflação para 2021 se elevaram para um patamar mais próximo da meta, o que, somado ao fato que a política monetária passará a ter um foco cada vez maior em 2022 (cujas projeções estão em torno da meta), pode acarretar a necessidade de redução do estímulo monetário, ou seja, de aumento da taxa Selic. Como está claro, uma eventual retirada do *forward guidance* não necessariamente significa que a taxa Selic será elevada logo depois.

### Conclusão

O comunicado mostra que o Copom tem ainda uma leitura benigna da inflação, ao manter a avaliação que os choques atuais são temporários e ao não incorporar no balanço de riscos fatores como a possibilidade de uma maior inércia inflacionária. Apesar disso, o comunicado pode ser visto como mais *hawk* do que era esperado pela maioria dos analistas de mercado. As projeções condicionais indicam menor folga com relação à trajetória de metas e não se aguardava, nesse momento, a sinalização da possibilidade de remoção do *forward guidance*.

Caso as projeções de inflação não voltem a recuar (o recuo poderia ser ocasionado por uma apreciação adicional do câmbio, por revisões baixistas para a atividade em 2021 ou por uma rápida reversão dos choques de oferta), o *forward guidance* pode ser removido na reunião do Copom de janeiro ou março. Em ambos os casos, faria sentido o processo de normalização



monetária começar em maio do próximo ano, quando o foco da política monetária passa a ser o ano de 2022 e o BC terá maiores informações sobre a evolução da atividade após o fim dos auxílios emergenciais. Caso siga um ritmo de ajuste de 0,50 p.p. por reunião, a taxa Selic chegaria a 5,0% no fim de 2021, um patamar ainda abaixo da taxa neutra e, portanto, estimulativo. A experiência brasileira mostra que a leniência na condução da política monetária tende a afetar rapidamente a credibilidade do Banco Central, o que pode resultar em desancoragem das expectativas, inflação alta mesmo com hiato do produto aberto, e taxa Selic terminal mais elevada.

O impacto do comunicado do Copom sobre os mercados deve ser, de forma geral, positivo. A leitura benigna da inflação pelo BC mostra que é bastante improvável um choque de juros (situação que pode se configurar no caso de alteração do regime fiscal). Ao mesmo tempo, fica claro que o BC não irá demorar para reagir, via aperto monetário, caso necessário. Nesse sentido, a tendência é que a curva de juros experimente um movimento de desinclinação (*flattening*) e que seja reforçada a tendência recente de apreciação do real. Obviamente, os desenvolvimentos no campo fiscal ao longo das próximas semanas continuarão a ser principais condicionantes locais dos movimentos dos mercados.

