

REUNIÃO DO COPOM DE MARÇO DE 2021

Sérgio Goldenstein

17/03/2021

Na reunião realizada em 17/03, o Copom aumentou a taxa Selic em 0,75 p.p. para 2,75%. Tanto a decisão como o comunicado podem ser vistos como *hawkish*. Uma elevação de 0,50 p.p. representava as expectativas amplamente majoritárias entre os economistas. Na mesma direção, a curva de juros futuros incorporava uma precificação de 0,59 p.p. O comunicado sinalizou ainda uma nova alta de 0,75 p.p. na próxima reunião do Copom, que ocorrerá em 05/05.

Cabe fazer os seguintes destaques: i) sinalização de nova alta de 0,75 p.p. na próxima reunião, a não ser que haja mudança significativa das projeções de inflação ou do balanço de riscos; ii) elevação da projeção de inflação em 2021 de 3,6% para 5,0%, acima da meta de 3,75%, da mediana de 4,6% da pesquisa Focus e próxima ao teto do intervalo de tolerância, que é de 5,25%; iii) a projeção para 2022 foi revisada de 3,4% para 3,5%, cravada na meta de inflação para o próximo ano; iv) a justificativa para uma estratégia de ajuste mais célere foi o benefício de reduzir a probabilidade de não cumprimento da meta para a inflação deste ano, assim como manter a ancoragem das expectativas para horizontes mais longos; v) manteve-se o diagnóstico de que os choques atuais são temporários; vi) o balanço de riscos citou *en passant* os riscos de o agravamento da pandemia atrasar o processo de recuperação econômica, aparentemente subestimando a possibilidade de um desempenho muito mais fraco da atividade no 1º semestre do ano devido ao colapso sanitário do país; e vii) a menção ao início de um processo de normalização parcial, reduzindo o grau extraordinário do estímulo monetário, sinaliza que a taxa Selic ao final do ciclo de ajuste permanecerá em patamar estimulativo, ou seja, abaixo da taxa neutra.

Detalhamos e analisamos, a seguir, os principais pontos.

Cenário externo

O Copom passou a ter uma visão mais otimista sobre a atividade dos países desenvolvidos, em razão dos novos estímulos fiscais e do avanço da vacinação. No entanto, avalia que o ambiente para as economias emergentes pode se tornar desafiador devido à reprecificação nos ativos



financeiros (o que pode ser entendido como, principalmente, a elevação das taxas das *treasuries* e o fortalecimento do dólar), haja vista os questionamentos a respeito de riscos inflacionários nos países desenvolvidos. Note-se que, na reunião de janeiro, o ambiente era visto como favorável, o que foi agora excluído.

Atividade econômica doméstica

O Comitê avalia que indicadores recentes mostram recuperação consistente da economia, mesmo com a redução dos auxílios emergenciais. Apesar da menção ao fato de que essas leituras ainda não contemplam os possíveis efeitos do agravamento da pandemia, o BC não revelou um tom muito mais preocupado com a atividade, repetindo que a incerteza sobre o ritmo de crescimento da economia permanece acima da usual. Consideramos que a razão para tal talvez resida numa maior dificuldade para se explicar um ajuste mais forte da taxa Selic num momento em que os riscos baixistas para a atividade estão aumentando.

Inflação

O Copom, que anteriormente mencionava que a elevação dos preços das *commodities* estava acarretando elevação das projeções de inflação para os próximos meses, agora cita esses preços em moeda local, ou seja, reconheceu também o efeito da desvalorização cambial. Além disso, não se referiu mais aos preços dos alimentos, destacando apenas os preços dos combustíveis. Foi mantido o diagnóstico de que os choques atuais têm se mostrado mais persistentes, mas são temporários, e reconheceu a pressão inflacionária de curto prazo mais forte.

Sobre os núcleos de inflação, foi mantida a descrição de que se apresentam acima do intervalo compatível para o cumprimento da meta para a inflação.

As projeções condicionais de inflação, que sempre representam um dos pontos de maior importância no comunicado, registraram expressiva elevação para o ano de 2021 e alta apenas marginal para 2022.

No cenário básico para 2021, que considera juros da pesquisa Focus (taxa Selic no fim do ano, que subiu de 3,25% na reunião de janeiro para 4,5%) e taxa de câmbio partindo de R\$ 5,70 (desvalorização de 6,5% em relação à reunião anterior) e evoluindo segundo a paridade do poder



de compra, a projeção para o IPCA ficou em 5,0%, o que constituiu uma das principais surpresas do comunicado. Note-se a grande diferença com relação à projeção de janeiro, que era de 3,6%, e que essa variação de 1,4 p.p. foi superior à elevação das expectativas de inflação do Focus, de 1,2 p.p (4,6%, ante 3,4%). Uma das causas foi a revisão da alta dos preços administrados de 5,1% para 9,5%.

Já no cenário básico para 2022, que considera juros da pesquisa Focus (taxa Selic de 4,5% no fim de 2022 e de 5,5% no fim de 2022, contra 4,75% no Copom de janeiro), e taxa de câmbio partindo de R\$ 5,70 e evoluindo segundo a paridade do poder de compra, a projeção para o IPCA situou-se em 3,5%, cravado na meta de inflação, e apenas 0,1 p.p. maior do que a projeção de janeiro. Cabe ressaltar que os preços administrados para 2022 também foram revisados para cima, passando de 3,0% para 4,4%.

Balanco de riscos

A descrição do balanço de riscos do Copom continua bastante pobre. Como fator de risco baixista para a inflação, foi excluído o nível de ociosidade da economia. Esse aspecto surpreende, tendo em vista a elevada taxa de desemprego e as notícias recentes sobre a forte aceleração dos casos de Covid, que certamente acarretarão maior rigor nas medidas de distanciamento social e, conseqüentemente, efeitos bem negativos sobre a atividade, notadamente no setor de serviços. O comunicado se restringiu a afirmar que “o agravamento da pandemia pode atrasar o processo de recuperação econômica, produzindo trajetória de inflação abaixo do esperado”, mas o que é visto como uma possibilidade já deveria ser analisado praticamente como uma certeza. Isso porque os dados recentes mostram tanto um crescimento explosivo dos casos de Covid quanto uma disseminação muito maior pelas diversas regiões do país.

Como risco altista para a inflação, permanece a possibilidade de aumento dos prêmios de risco (o que pode ser traduzido como depreciação cambial) devido ao quadro fiscal. O Copom 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. Isso significa que o valor esperado do conjunto de cenários do BC está acima da projeção do cenário básico.



Decisão de política monetária

Para referendar a elevação de 0,75 p.p. da taxa Selic, o Copom alegou que “o cenário atual já não prescreve um grau de estímulo extraordinário. O PIB encerrou 2020 com crescimento forte na margem, recuperando a maior parte da queda observada no primeiro semestre, e as expectativas de inflação passaram a se situar acima da meta no horizonte relevante de política monetária. Adicionalmente, houve elevação das projeções de inflação para níveis próximos ao limite superior da meta em 2021”.

Cabem aqui alguns comentários: i) o Copom deu maior importância ao desempenho da atividade no 4º trimestre de 2020 do que às perspectivas bem mais negativas para a atividade no 1º semestre de 2021, que deverá ser afetada de forma bem negativa pelos efeitos da pandemia; ii) foi dado um peso grande às projeções de inflação para 2021, apesar de o horizonte relevante da política monetária abranger principalmente o ano de 2022; e iii) o comunicado, em seguida, aponta que “uma estratégia de ajuste mais célere do grau de estímulo tem como benefício reduzir a probabilidade de não cumprimento da meta para a inflação deste ano, assim como manter a ancoragem das expectativas para horizontes mais longos”. Fica implícito, desse modo, um receio elevado do BC que haja desancoragem das expectativas de inflação para 2022, apesar de a elevação já ocorrida das projeções para 2021 não ter contaminado, até o momento, as expectativas para o próximo ano, que estão cravadas na meta. Por sinal, se a revisão altista das estimativas para 2021 decorreu principalmente de choques de oferta, que são percebidos como transitórios, e não há sinais de pressão de demanda sobre os preços, os receios de contaminação das expectativas de prazo mais longo não deveriam ser significativos. Provavelmente, a maior preocupação, não explicitada, esteja na trajetória da taxa de câmbio.

Outro ponto relevante é que o Copom mencionou o início de um processo de normalização parcial. Em outras palavras, a mensagem é que ciclo de ajuste deve terminar com a taxa Selic abaixo da chamada “taxa neutra”, ou seja, em patamar ainda estimulativo, o que significaria uma taxa provavelmente abaixo de 6,0%. Por fim, o BC sinalizou nova elevação de 0,75 p.p. na reunião de maio, a não ser que haja uma mudança significativa nas projeções de inflação ou no balanço de riscos. Provavelmente, a intenção aqui é de desestimular apostas de uma ação ainda mais agressiva no próximo Copom.



Conclusão

A decisão e o comunicado foram, inegavelmente, mais duros do que o esperado. Aparentemente, o BC ficou bastante incomodado com a elevação expressiva das expectativas de inflação para 2021 e o aumento do risco de rompimento do teto de 5,25% neste ano. Vale destacar algumas contradições com o discurso recente. Na última Ata do Copom, por exemplo, foi dito que “o ambiente de incerteza quanto à dinâmica prospectiva das principais variáveis econômicas permanece acima do usual. As próximas divulgações serão muito informativas sobre a evolução da pandemia, da atividade econômica e da política fiscal. (...) A conjuntura econômica continua a prescrever, neste momento, estímulo extraordinariamente elevado frente às incertezas quanto à evolução da atividade”. O ponto é que fica difícil de afirmar que essas incertezas não aumentaram...

Avaliamos que a evolução recente da pandemia e da atividade representam fatores baixistas para a inflação. É certo que o aumento das preocupações com o quadro fiscal contribuiu para a depreciação da moeda, mas as intervenções recentes do BC no mercado de câmbio foram bem-sucedidas em controlar a espiral negativa, que, vale frisar, não decorreu apenas do aumento do prêmio de risco, mas também da utilização do real como *funding* para o carregamento de posições em outras moedas e para *hedge* em posições em outros ativos no mercado local. Nesse sentido, uma atuação mais forte e discricionária do BC em suas intervenções cambiais é mais eficaz para quebrar essa dinâmica do que um ajuste mais agressivo da taxa Selic.

É importante que ressaltar que consideramos o início da normalização monetária como adequado neste momento. Em relatório anterior,¹ foi abordado que “não descartamos, porém, que a redução do estímulo monetário se inicie em março caso haja deterioração adicional do quadro fiscal, surpresas para cima da inflação corrente ou elevação das expectativas de inflação. Vale a ressalva que, mesmo num cenário de frustração com a atividade econômica, o BC pode ter que elevar os juros. A taxa Selic está muito abaixo da neutra e vem contribuindo significativamente para a performance relativa e absoluta ruim da moeda brasileira. Se a atividade decepcionar, haveria um agravamento do quadro fiscal, além do aumento do risco de flexibilização do teto e expansão dos gastos públicos sem a adoção de medidas compensatórias. Esses vetores

¹ [Reunião do Copom de 20/01/2021 - OHMRESEARCH](#)



contribuiriam para uma nova rodada de depreciação cambial num ambiente de reflação global liderada pela alta dos preços das *commodities*".

Porém, um ajuste de 0,50 p.p. com um comunicado em aberto daria mais flexibilidade e tempo ao BC para entender melhor a evolução da atividade, a persistência ou não dos choques de oferta, a reação da taxa de câmbio à mensagem mais *dovish* do FED e a evolução das expectativas de inflação de prazo mais longo. A opção foi por ser mais incisivo inicialmente e reduzir o risco de rompimento do teto da meta em 2021 e de desancoragem das expectativas para 2022. Por outro lado, assumem-se outros tipos de risco, como: i) maior possibilidade que o mercado faça uma relação mecânica entre política cambial e política monetária (o que tende a gerar ruídos em eventuais novas intervenções do BC); ii) aumento do custo das dívidas indexadas ao CDI e encarecimento do custo do crédito (para prazos até 1 ano) num momento de agravamento da situação econômica, lembrando que a redução dos compulsórios foi prorrogada recentemente sob a alegação de persistência conjuntural nas restrições de liquidez para a captação bancária; e iii) como a política monetária produzirá efeitos principalmente em 2022, com reduzido impacto em 2021, fica o questionamento se faz sentido um ajuste inicial mais duro para reduzir o risco da inflação no ano corrente num cenário repleto de incertezas, levando em conta que a projeção de inflação para 2022 está cravada na meta de 3,5%. Em outras palavras, o risco de se apertar muito agora para reduzir o risco de furar o teto em 2021 é levar a inflação de 2022 para um patamar abaixo da meta num ambiente de atividade medíocre. Esse risco é ainda maior pelo fato de as projeções do BC incorporarem a trajetória da pesquisa Focus de ajuste mais gradual de ajuste da Selic. Portanto, um exercício agora com esse ritmo mais agressivo anunciado pelo BC já levaria a inflação de 2022 para baixo da meta.

Por outro lado, a decisão do Copom de iniciar de forma mais agressiva o processo de normalização monetária pode se mostrar acertada caso possibilite um ciclo de ajuste mais curto e uma taxa terminal menor.

O impacto do Copom sobre os mercados deve ter efeitos moderados e apenas no curto prazo. A curva de juros deve experimentar um movimento de desinclinação (*flattening*) e o real tende a se beneficiar da ligeira melhora do seu carregamento. No entanto, ao longo do tempo, os ativos continuarão condicionados, como de praxe, a fatores como o cenário externo, a evolução da atividade doméstica, o quadro fiscal e o cenário político.

