

## Ata do Copom: Selic estável no cenário base

- ▶ A ata do Copom, a nosso ver, reforça a percepção de que a taxa Selic será mantida em seu novo patamar na próxima reunião e, provavelmente, durante o restante do ano. Ainda que mencionando a assimetria no balanço de riscos no que tange a trajetória fiscal e a continuidade da agenda de reformas, o comitê enxerga inflação abaixo das metas no horizonte relevante para a política monetária. Ao mesmo tempo, o Copom se mostra preocupado com questões de natureza prudencial e riscos para estabilidade financeira, com a queda das taxas de juros para níveis historicamente baixos, o que, aliado às preocupações fiscais e às expectativas de inflação ancoradas, justificam a estabilidade das taxas de juros à frente. O comitê afirma que novos cortes, se necessários, exigiriam maior clareza sobre a atividade econômica e a inflação prospectiva e poderiam ser espaçados ao longo do tempo. Esperamos que a Selic encerre o ano no nível atual, de 2,00% a.a.

### Atualização da conjuntura e cenário básico

O comitê iniciou a atualização de seu cenário básico discutindo o quadro externo, afirmando, como no comunicado, que a pandemia segue provocando a maior retração econômica desde a Grande Depressão, o que mantém o ambiente para economias emergentes desafiador, apesar de alguns sinais promissores de retomada da atividade nas principais economias e de alguma moderação na volatilidade dos ativos financeiros.

Em relação à atividade econômica brasileira, o Copom avalia que indicadores recentes sugerem uma recuperação parcial, com alguns setores mais diretamente afetados pelo distanciamento social ainda em níveis deprimidos, apesar da recomposição de renda gerada pelos programas de governo. Segundo as autoridades, a incerteza sobre o ritmo de crescimento da economia permanece acima da usual, sobretudo para o período a partir do final deste ano, quando deve começar um arrefecimento dos efeitos dos auxílios emergenciais.

O comitê mais uma vez ressaltou que as medidas de inflação subjacente estão em níveis abaixo daqueles compatíveis com o cumprimento da meta no horizonte relevante para a política monetária. Se referindo ao curto prazo, no parágrafo 5, as autoridades avaliaram que a inflação tende a mostrar arrefecimento após alta mais forte em julho, com os impactos da depreciação do real e da alta nos preços de commodities sendo compensados por revisões em alguns componentes da inflação de serviços, movimento que contribuiria para manter as projeções de inflação de curto prazo relativamente estáveis em comparação à reunião anterior.

Em seguida, o documento descreve as principais premissas e projeções do Copom. No cenário híbrido 1, com taxa de câmbio constante a R\$ 5,20/US\$ e trajetória de juros extraída da pesquisa Focus, as projeções de inflação se situam em torno de 1,9% para 2020 (ante 2,0% na última ata), 3,0% para 2021 (ante 3,2%) e 3,4% para 2022, horizonte que passou a ser incluído na ata desta última reunião. Esse cenário supõe trajetória de juros que encerra 2020 em 2,0% a.a. e se eleva até 3,0% a.a. em 2021 e 5,0% a.a. em 2022. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 1,6% para 2020 (ante 1,3%), 3,4% para 2021 (de 3,8%) e 3,9% para 2022.

No cenário de referência, com taxa de juros e câmbio constantes em 2,25% a.a. e R\$ 5,20/US\$, respectivamente, as projeções situam-se em torno de 1,9% para 2020 e 3,0% para 2021 (ambas estáveis em relação à última ata), e 3,7% para 2022. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 1,6% para 2020 (ante 1,3%), 3,4% para 2021 (de 3,8%), e 3,9% para 2022.

## Riscos

Como no comunicado, o comitê destaca que o nível de ociosidade econômica pode ocasionar trajetória de inflação aquém do esperado, um risco que se intensifica caso uma reversão mais lenta da pandemia prolongue o ambiente de elevada incerteza e de aumento da poupança precaucional. Sem alterar a descrição dos riscos de alta, o Copom menciona que os diversos programas de estímulo creditício e de recomposição da renda implementados recentemente podem fazer com que a demanda agregada recue menos que o esperado, criando uma assimetria no balanço de riscos que se soma ao risco introduzido no comunicado anterior, de que políticas fiscais de resposta à pandemia piorem de forma duradoura a trajetória fiscal. Como de costume, o comitê também destaca que frustrações com a agenda de reformas podem elevar os prêmios de risco e gerar trajetória de inflação acima do projetado.

## Discussão de política monetária

No parágrafo 11, o Copom discute a economia internacional e menciona que os dados recentes evidenciaram que a profundidade da atual retração econômica só é comparável a da Grande Depressão. O comitê destaca que há sinais promissores de recuperação, embora esta seja assimétrica: a forte retomada no consumo de bens não é acompanhada pelo setor de serviços. A percepção do Copom é que a maior restrição para a recuperação plena nas principais economias é a própria evolução da pandemia, sendo uma segunda onda o principal risco.

Sobre a atividade econômica doméstica, o comitê avalia, no parágrafo 12, que os dados recentes sugerem uma recuperação parcial da atividade econômica. Embora o Copom ressalte que os programas governamentais de recomposição de renda têm permitido uma retomada relativamente forte do consumo de bens duráveis e até do investimento, também reconhece que várias atividades do setor de serviços, sobretudo aquelas mais diretamente afetadas pelo distanciamento social, permanecem bastante deprimidas, como ocorre no resto do mundo. O comitê ponderou ainda que a imprevisibilidade e os riscos associados à evolução da pandemia, bem como à necessária redução de auxílios emergenciais a partir do final do ano, podem implicar um cenário de retomada ainda mais gradual da economia doméstica.

Sobre a ociosidade da economia, o Copom considera no parágrafo 13 que a pandemia deve continuar a ter efeitos heterogêneos sobre os setores econômicos. Em particular, dada a natureza do choque, o setor de serviços deve continuar a apresentar maior ociosidade que os demais, o que, segundo o comitê, provavelmente implica que pressões desinflacionárias podem ter duração maior do que em recessões anteriores.

No parágrafo 14, há uma discussão do Copom sobre o grau de estímulo adequado para o atual ambiente. Tendo em vista a ociosidade econômica e a inflação prospectiva, o comitê considerou que, embora haja um balanço de riscos assimétrico relacionado à trajetória fiscal e à continuidade do processo de reformas, suas projeções de inflação apresentam valor esperado abaixo da meta para o horizonte relevante para política monetária. Sendo assim, o Copom concluiu que seria adequado aumentar residualmente o grau de estímulo monetário, em linha com seu mandato de metas.

O comitê retomou a questão sobre um potencial limite efetivo mínimo para a taxa básica de juros brasileira no parágrafo 15, destacando pela primeira vez sua associação a questões de natureza prudencial e de estabilidade financeira. O Copom repetiu que já estaríamos próximos do nível a partir do qual reduções adicionais na taxa de juros poderiam ser acompanhadas de instabilidade nos preços de ativos. No parágrafo seguinte, as autoridades aprofundaram a discussão sobre questões prudenciais, destacando que os juros baixos sem precedentes podem comprometer o desempenho de alguns mercados e setores econômicos, com potencial impacto sobre a intermediação financeira. Isto, segundo o comitê, pode gerar aumento da volatilidade de preços de ativos e afetar, sem o devido tempo necessário de transição para um novo ambiente, o bom funcionamento e a dinâmica do sistema financeiro e do mercado de capitais. Por essa razão, o Copom concluiu que eventuais novas reduções na taxa de juros exigiriam cautela e gradualismo adicionais, e poderiam ser temporalmente espaçadas.

O Copom considerou a utilização de uma “prescrição futura” (*forward guidance*) como um instrumento de política monetária adicional, como descrito no parágrafo 17. Segundo avaliou o comitê, em relação aos pares desenvolvidos, países emergentes são mais suscetíveis a contágio de crises externas e possuem maiores vulnerabilidades nos fundamentos econômicos, sendo o uso da prescrição futura, portanto, mais desafiador. Mesmo com tais limitações, o Copom concluiu que esta seria a estratégia de implementação de política que atualmente apresenta a melhor relação custo benefício.

Para adequar a prescrição futura ao dinamismo dos limites impostos por questões prudenciais, o comitê ponderou, no parágrafo 18, que deveria ter uma intenção de política assimétrica, em que, satisfeitas as condições necessárias, não elevaria a taxa de juros, mas poderia reduzi-la. Para maximizar sua efetividade, o Copom decidiu ainda que essa prescrição futura deveria ser condicional às expectativas de inflação, assim como às projeções de inflação de seu cenário básico para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022. Essas informações seriam consideradas conjuntamente e, caso estivessem suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte correspondente, indicariam o fim da intenção.

O comitê refinou ainda mais sua descrição do uso de prescrições futuras no Brasil ao considerar, no parágrafo 19, que este deve ser condicional não apenas às expectativas e projeções de inflação no horizonte relevante, mas também a dois outros fatores: (1) à manutenção do regime fiscal, já que sua ruptura implicaria alterações significativas para a taxa de juros estrutural da economia, e (2) à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo, tendo em vista que a desancoragem indicaria que os custos do estímulo monetário estariam se sobrepondo a seus benefícios.

## Decisão de política monetária

Considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa básica de juros em 0,25 p.p., para 2,00% a.a., repetindo a afirmação de que essa decisão reflete seu cenário básico e um balanço de riscos de variância maior que a usual para a inflação prospectiva, e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante (que inclui o ano-calendário de 2021 e, agora em grau menor, o de 2022). O comitê também reafirmou que questionamentos sobre a continuidade das reformas e alterações de caráter permanente no processo de ajuste das contas públicas podem elevar a taxa de juros estrutural da economia.

Apesar de entender que a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo monetário extraordinariamente elevado nesse momento, o comitê reconheceu que questões prudenciais e de estabilidade financeira fazem com que o espaço remanescente para utilização de política monetária deva ser pequeno, caso exista. Dessa forma, eventuais ajustes futuros ocorreriam com gradualismo adicional e de forma condicional à percepção sobre a trajetória fiscal, como a novas informações que alterem a atual avaliação do Copom sobre a inflação prospectiva.

Introduzindo a utilização de uma “prescrição futura” (*forward guidance*) como instrumento adicional de política monetária, as autoridades afirmam que, apesar de uma assimetria em seu balanço de riscos, não anteveem reduções no grau de estímulo monetário, a menos que as expectativas e projeções de inflação em seu cenário básico se aproximem das metas para 2021 e, em menor grau, 2022. No entanto, o comitê pondera que essa intenção é condicional à manutenção do atual regime fiscal e da ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.

## Interpretação

A ata do Copom, a nosso ver, reforça a percepção de que a taxa Selic será mantida em seu novo patamar na próxima reunião e, provavelmente, durante o restante do ano. Ainda que mencionando a assimetria no balanço de riscos no que tange a trajetória fiscal e a continuidade da agenda de reformas, o comitê enxerga inflação abaixo das metas no horizonte relevante para a política monetária. Ao mesmo tempo, o Copom se mostra preocupado com questões de natureza prudencial e riscos para estabilidade financeira, com a queda das taxas de juros para níveis historicamente baixos, o que, aliado às preocupações fiscais e às expectativas de inflação ancoradas, justificam a estabilidade das taxas de juros à frente. O comitê afirma que novos cortes, se necessários, exigiriam maior clareza sobre a atividade econômica e a inflação prospectiva e poderiam ser espaçados ao longo do tempo. Esperamos que a Selic encerre o ano no nível atual, de 2,00% a.a.

## Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<http://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/publicacoes>

### App Itaú Análises Econômicas Nossos relatórios no seu celular.

Baixe agora na App Store ou no Google Play.



## Informações Relevantes

1. Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 598, de 3 de maio de 2018.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Entretanto, o Itaú Unibanco não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. O Itaú Unibanco não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
3. As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.
4. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou e outra, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.

**Observação Adicional:** Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste relatório e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

**SAC Itaú:** Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, fale com o SAC Itaú: 0800 728 0728. Ou entre em contato através do nosso portal <https://www.itaubba.com.br/atendimento-itaubba-para-voce/>. Caso não fique satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos os dias, 24h, 0800 722 1722.