

ANÁLISE DO COMUNICADO
DO COPOM

Sérgio Goldenstein

Estrategista-Chefe - sergio@dtvm.com.br

20/09/2023

ANÁLISE DO COMUNICADO DO COPOM DE SETEMBRO

Em decisão unânime, o Copom reduziu a taxa Selic em 0,50 p.p. para 12,75%, em linha com a clara sinalização dada na reunião de agosto e com as expectativas amplamente majoritárias do mercado. Avaliamos o comunicado como neutro. Pelo lado mais *dovish*, vale destacar as projeções de inflação no cenário de referência, que subiram apenas 0,1 p.p., abaixo do que a maioria dos analistas esperava. Pelo lado mais *hawkish*, nota-se um aumento da preocupação com o ambiente externo e com a execução das metas fiscais. Consideramos natural a manutenção da frase de que os membros do Comitê anteveem redução de mesma magnitude nas próximas reuniões, pois modificá-la, neste momento, seria vista como uma forte sinalização de aceleração do ritmo de ajuste, sendo que não se materializaram surpresas positivas substanciais que elevem ainda mais a confiança na dinâmica desinflacionária prospectiva.

Era esperado um aumento das **projeções de inflação** no cenário de referência, devido principalmente aos efeitos altistas da trajetória de Selic no Focus (passou de 12% no fim de 2023 e 9,25% no final de 2024 para, respectivamente, 11,75% e 9,0%), da elevação do preço do petróleo e de uma possível reestimativa da trajetória do hiato do produto (tendo em vista as surpresas positivas de atividade e da robustez do mercado de trabalho). Porém, como a **alta das projeções foi bem discreta**, com a relativa ao ano de 2024 passando de 3,4% para 3,5% e a para 2025 de 3,0% para 3,1%, fica a dúvida de como Copom tratou o hiato, o que pode ser esclarecido na ata e no Relatório Trimestral de Inflação. Vale ressaltar que o comunicado aponta que se observou uma maior resiliência da atividade econômica, mas segue antecipando um cenário de desaceleração.

A descrição dos **fatores de riscos** não foi alterada, mas percebe-se uma maior preocupação com o **ambiente externo**, visto como mais incerto, com o Comitê notando a elevação das taxas de juros de longo prazo nos EUA e a perspectiva de menor crescimento na China. No **ambiente doméstico**, destaca-se que, enquanto na ata de agosto, alguns membros avaliavam que persistia alguma incerteza entre os agentes sobre a superação dos desafios fiscais, o que poderia também estar se refletindo em expectativas de inflação desancoradas para prazos mais longos, agora o Comitê (como um todo) reforça a importância da **execução das metas fiscais** já estabelecidas para a ancoragem das expectativas de inflação. Em outras palavras, fica claro o recado de que uma frustração com o resultado primário ou uma eventual mudança

das metas fiscais poderia levar a uma desancoragem adicional das expectativas, afetando a condução da política monetária.

Um ponto de atenção é a repetição da **indicação de redução da Selic na mesma magnitude nas próximas reuniões**, o que sinalizaria, a princípio, a continuidade do ritmo de -50 bps na reunião de novembro e também na de dezembro. Avaliamos que alterar essa frase, neste momento, poderia ser interpretada como uma menor resistência do Copom à aceleração do ritmo, o que seria contraproducente com relação ao objetivo de reancorar as expectativas. Além disso, há a necessidade de se acompanhar a evolução dos dados nos próximos meses para que o Comitê possa julgar se aumentou a confiança na dinâmica desinflacionária. Por outro lado, vale ressaltar que **manter a frase não deixaria o Comitê com as mãos amarradas para eventualmente acelerar o ritmo em dezembro**, pois a própria ata de agosto já listou os fatores que poderiam abrir o espaço para a intensificação do ritmo.

Seguimos com o nosso *call* de Selic de 11,50% no final de 2023 e de 9,0% no final do ciclo de relaxamento monetário. Consideramos como levemente majoritária a probabilidade de aceleração para o ritmo de 75 bps em dezembro, tendo em vista que a desinflação de serviços deve avançar, os indicadores de atividade e de mercado de trabalho tendem a mostrar algum arrefecimento (o que poderia ter um peso maior para a ala mais *dovish* do Comitê) e o ano de 2025, cuja projeção está em 3,1%, bem próxima à meta, ganhará peso no horizonte relevante da política monetária. Com relação aos impactos da decisão e do comunicado sobre a curva de juros, não esperamos oscilações significativas.