

ANÁLISE DO COMUNICADO
DO COPOM

Sérgio Goldenstein

Estrategista-Chefe - sergio@dtvm.com.br

13/12/2023

ANÁLISE DO COMUNICADO DO COPOM DE DEZEMBRO

Em decisão unânime, o Copom reduziu a taxa Selic em 0,50 p.p. para 11,75%, em linha com a sinalização dada na reunião de novembro e com a visão consensual do mercado. Conforme esperávamos, o comunicado foi neutro e apresentou poucas alterações com relação ao anterior, o que pode frustrar parte do mercado que esperava alguma flexibilização do discurso. Vale destacar a queda discreta de 0,1 p.p das projeções de inflação para 2023 e 2024 no cenário de referência, a estabilidade para 2025 e o reconhecimento de que o ambiente externo se mostra menos adverso, mas segue volátil. Principalmente, assinala-se a manutenção da frase de que os membros do Comitê anteveem, unanimemente, redução de mesma magnitude nas próximas reuniões, em linha com o nosso *call*. Isso indica que a barra segue alta para uma aceleração do ritmo de ajuste.

As **projeções de inflação** no cenário de referência para 2023 e 2024 mostraram uma ligeira queda de 0,1 p.p, passando de 4,7% e 3,6%, respectivamente, para 4,6% (acima da estimativa de 4,4% da Área de Inflação da Warren Rena) e 3,5%. Já a projeção para 2025 manteve-se em 3,2%. Vale ressaltar que o fato de as projeções para 2024 e 2025 seguirem acima da meta de 3,0% representa um obstáculo para uma trajetória mais agressiva da política monetária

Ao descrever o **comportamento da inflação**, o Copom foi factual ao excluir a menção de que a inflação cheia ao consumidor segue acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta (dado que a projeção para 2023 caiu para 4,6%). Destacou que as medidas de inflação subjacente se aproximam da meta de inflação nas divulgações mais recentes, enquanto o comunicado de novembro citava que ainda se situavam acima da meta. Porém, ao apontar que a inflação cheia ao consumidor manteve a trajetória de desinflação, acrescentou “conforme esperado”. Cabe notar que, ao menos no comunicado, não transparece a avaliação de uma dinâmica substancialmente mais benigna do que a esperada da inflação de serviços, que era um dos fatores elencados nas atas de agosto e setembro que poderiam levar a uma intensificação adicional do ritmo de ajustes.

Na avaliação sobre a **atividade**, o Comitê manteve o tom, repetindo que o conjunto de indicadores segue consistente com o cenário de desaceleração da economia. Nesse sentido, pode-se inferir que não houve alterações adicionais relevantes na estimativa de hiato do produto e, muito menos, que se observou uma “abertura contundente do hiato”, outro dos fatores mencionados anteriormente que poderiam levar a uma aceleração do ritmo.

Já na descrição do **ambiente externo**, o Comitê reconheceu que se mostra menos adverso, como não poderia deixar de ser. Apontou a queda das taxas de juros de prazos mais longos nos EUA e os sinais incipientes de queda dos núcleos de inflação, além de excluir as tensões geopolíticas. No entanto, mencionou que o cenário externo segue volátil e segue exigindo cautela por parte de países emergentes. A propósito, isto está em linha com o que argumentamos no nosso relatório publicado em 11/12 (vide <http://tinyurl.com/4daw7sus>): “Após o Copom ter revelado na reunião

anterior uma maior preocupação com o ambiente externo mais adverso, pode-se ponderar que seria prematuro apontar que o recuo recente da curva de juros nos EUA seja suficiente para mudar a sinalização da necessidade de cautela, mesmo que reconheça uma evolução mais positiva no período recente”.

A descrição do **balanço de riscos** manteve os mesmos fatores em ambas as direções, mas revelou um tom mais *dovish* na frase final do parágrafo. Enquanto anteriormente avaliava que a conjuntura, em particular devido ao cenário internacional, era “mais incerta do que o usual”, agora comenta que “segue incerta”.

Com relação aos **próximos passos da política monetária**, principal destaque do comunicado, o Copom manteve a sinalização do ritmo de queda de 0,50 p.p nas próximas reuniões. Esse é um ponto *hawkish*, pois alguns *players* de mercado esperam que essa indicação fosse excluída ou passasse para o singular.

Consideramos como mais provável a manutenção do ritmo de queda de 0,50 p.p ao longo do ciclo, em função dos seguintes fatores: (i) as projeções de inflação para 2024 e 2025 no cenário de referência situam-se acima da meta de 3,0%, lembrando que uma trajetória mais agressiva da política monetária aumentaria esses desvios; (ii) as expectativas de inflação permanecem desancoradas e é improvável que convirjam para a meta de 3,0%; (iii) as incertezas relativas à execução da política fiscal seguem elevadas e devem persistir, sendo que uma eventual mudança da meta fiscal em 2024 poderia desancorar ainda mais as expectativas e/ou depreciar o real; e (iv) a resiliência da atividade doméstica (confirmada pelo PIB do 3º trimestre acima das expectativas e com destaque positivo para o consumo das famílias) e a dinâmica robusta do mercado de trabalho não configuram uma “abertura contundente do hiato do produto”, além do fato de que a desaceleração da atividade já é algo antecipado pelo Comitê. Vemos uma chance minoritária de aceleração do ritmo de queda para 0,75 p.p, que poderá se concretizar caso ocorra uma conjugação de fatores, como: dinâmica benigna da inflação de serviços, declínio da projeção de inflação para 2025, permanência de um ambiente externo mais favorável (acarretando uma apreciação do real) e redução dos temores com relação à disciplina fiscal.

Seguimos com *call* de Selic de 9,0% ao término do ciclo de relaxamento monetário em 2024. A dinâmica mais benigna da inflação de serviços deve perdurar, os indicadores de atividade e de mercado de trabalho tendem a mostrar um maior arrefecimento (o que pode ter uma importância maior para a ala mais *dovish* do Comitê) e o ano de 2025, cuja projeção está ligeiramente acima da meta de 3,0%, ganhará maior peso no horizonte relevante da política monetária. Nosso cenário alternativo, no entanto, é de uma Selic terminal em torno de 10,50%, mais em função dos riscos fiscais do que dos riscos externos. Em particular, uma eventual decisão pela alteração da meta fiscal no próximo ano tiraria a força do arcabouço, ao evitar que os gatilhos fossem acionados. Isso provavelmente acarretaria uma depreciação do câmbio (devido à elevação do prêmio de risco), uma desancoragem adicional das expectativas de inflação e uma elevação da taxa neutra de juros. Para concluir, esperamos que o comunicado gere um movimento de *flattening* da curva de juros, com a redução de apostas de aceleração do ritmo de ajuste.