



**COPOM:  
DE VOLTA AO  
MODUS  
OPERANDI**

**COMENTÁRIO MACRO**  
JANEIRO, 2021



O Copom decidiu, conforme amplamente esperado, pela manutenção da taxa Selic em 2,00% ao ano. Com o fim do “forward guidance”, o comitê retorna ao seu “modus operandi” tradicional, analisando, a cada momento, o nível de ociosidade da economia, o cenário prospectivo para a inflação, suas projeções e balanço de riscos. No seu comunicado, houve reconhecimento de um nível elevado de incertezas com relação à atividade econômica, de um lado, e a manutenção dos riscos acerca da política fiscal, de outro. Acreditamos que, nos próximos meses, a materialização de uma trajetória de recuperação econômica mais fraca que o inicialmente esperado, em conjunto com a manutenção de um nível de incerteza elevado acerca do ritmo de vacinação, levará o Copom a não elevar juros em suas próximas reuniões.

## COMENTÁRIO MACRO

Esta semana, o Copom manteve a taxa Selic inalterada em 2,00%, conforme amplamente esperado. Não obstante, o comunicado divulgado após a reunião trouxe elementos tanto hawkish quanto dovish, em nossa opinião. De um lado, a linguagem do comunicado sugere a possibilidade de o BC começar a reduzir o nível de acomodação monetária em um futuro breve. Mas, por outro lado, há dúvidas sobre a velocidade de recuperação da economia neste início do ano e quanto aos impactos da continuidade da pandemia sobre a atividade.

Logo no início do documento, o Copom reconhece que a atividade econômica surpreendia positivamente ao final do ano passado. Não obstante, em seguida relativizou esta realidade ao reconhecer que estes dados não contemplam os possíveis efeitos do aumento de casos de covid19 desde a passagem do ano. À frente, o nível de incertezas permanece elevado, principalmente no 1T21, devido à evolução da doença e o fim do auxílio emergencial.

Sobre inflação, o comitê pontuou novamente quanto à inflação corrente elevada, que deve continuar nos próximos meses, mas manteve o diagnóstico de que tal cenário é decorrente de choques que tendem a ser temporários, mesmo que estes estejam se mostrando mais persistentes que o esperado. As projeções condicionais pouco se alteraram, saindo de 3,4% para 3,6% para 2021 e mantendo-se em 3,4% para 2022, no cenário que assume a trajetória da pesquisa Focus para o juros, considerando alta a partir de agosto e chegando a 3,25% ao final do ano. A manutenção da projeção para o próximo ano ganha relevo dado o deslocamento produzido no “horizonte relevante, que inclui o ano-calendário de 2021 e, principalmente, o de 2022”.

O balanço de riscos sobre as projeções centrais, por sua vez, não foi alterado. Do lado baixista, o Copom destaca o nível de ociosidade da economia podendo produzir uma trajetória de inflação abaixo da esperada, risco este que “se intensifica caso uma reversão mais lenta dos efeitos da pandemia prolongue o ambiente de elevada incerteza e de aumento da poupança precaucional.” Do outro lado, o risco altista para a inflação permanece sendo um possível prolongamento das políticas fiscais de resposta à crise e atraso na agenda de reformas.

À frente, o comunicado trouxe o fim do chamado “forward guidance” (FG), cuja expiração já havia sido indicada na reunião anterior, em dezembro. Neste sentido, o comitê explicou que, não mais satisfeitas as condicionantes para a existência do FG, em especial projeções para a inflação no horizonte relevante abaixo da meta, este sai de cena e a política monetária retoma sua dinâmica usual, com o BC voltando a analisar o hiato do produto, projeções e expectativas de inflação, e o balanço de riscos.

O comitê também voltou a repetir que o fim do FG não implica necessariamente aumento de juros no curto prazo, e disse que o cenário atual ainda é condizente, “neste momento”, com a manutenção de condições monetárias extraordinariamente estimulativas, visto as incertezas quanto à evolução da atividade.

## COMENTÁRIO MACRO

A expressão “neste momento”, que não constava até então do comunicado, gerou questionamentos frente à possibilidade de mudança de postura da autoridade monetária já na sua reunião de março. Acreditamos que a chance deste cenário é muito baixa, uma vez que o grau de estímulo monetário atual ainda foi considerado necessário. Pesa contra o aumento no curto prazo o fato de que no próximo Copom (17 de março), apenas termos poucas informações sobre o trimestre em curso (dados referentes a janeiro), em contexto de incertezas em patamar elevado quanto à evolução da pandemia.

No entanto, a porta para mais elevações de juros poderia estar aberta a partir da reunião de maio. Hoje, as projeções condicionais apresentadas no comunicado, que mostram a inflação de 2022 praticamente na meta (3,40% frente ao centro da meta de 3,50%), sugerem a necessidade de alta de juros apenas a partir de agosto. Desta forma, por que o BC cogitaria uma elevação de juros antecipada?

Algumas hipóteses para esta pergunta passam pela possibilidade de se escolher um início de aperto monetário antecipado para poder subir de forma mais suave e, eventualmente, parar antes. Outra possibilidade poderia ser acerca do balanço de riscos apresentado: a despeito da projeção central praticamente na meta ao se subir juros a partir de agosto, a assimetria do balanço de riscos para cima, advinda dos riscos a partir da condução da política fiscal, poderiam justificar um aumento de juros já nos próximos meses.

Não temos como tentar inferir a preferência sugerida pela autoridade monetária quanto ao timing de uma alta, mas é possível traçar cenários a partir de algumas hipóteses. Em especial, acreditamos que as seguintes perguntas são relevantes para tal exercício: (i) qual deve ser a trajetória da atividade econômica neste 1T21? (ii) O regime fiscal será mantido? (iii) Como as projeções centrais de inflação e o balanço de riscos do Copom serão afetados?

Com relação à primeira pergunta, a velocidade da recuperação faz parte do balanço de riscos do comitê, e as dúvidas com relação ao 1T21 foram explicitadas logo no início do documento, como comentamos, visto a evolução da pandemia e o fim do auxílio emergencial. Projetamos queda de 0,6% na comparação trimestral dessazonalizada, com projeção de crescimento para o ano em 2,4%, sensivelmente abaixo da projeção do BC, que no último Relatório Trimestral de Inflação se encontrava em 3,8%. E uma visão mais conservadora com relação à atividade também é justificada pelo possível atraso no processo de vacinação, que sugere a necessidade de manutenção de medidas de distanciamento social por mais tempo do que o inicialmente previsto (conforme Comentário Macro de 15/01/21, “O custo do atraso da vacina”).

Quanto à política fiscal, acreditamos que, na ausência de uma piora significativa da evolução da pandemia, o cenário base continua sendo de manutenção do regime fiscal. Inclusive, os riscos de criação de novo estado de calamidade e novo auxílio emergencial, parecem menores hoje do que ao final do ano passado, quando o Orçamento de Guerra ainda era vigente. Tal cenário, acreditamos,

## COMENTÁRIO MACRO

ficará mais claro após as eleições das mesas diretoras para a Câmara e Senado e continuidade do processo de vacinação da população. O mais provável é que haja algum programa de ampliação de abrangência do Bolsa Família, respeitado o teto de gastos. Já caso haja um recrudescimento forte da doença, com necessidade de novo fechamento relevante da economia e nova rodada de auxílio emergencial, acreditamos que isto seria acompanhado de medidas de compensação seja do lado do gasto, seja com receitas extras.

Por fim, qual impacto disto para o Copom? Para responder a esta última pergunta, primeiro vale analisar a sensibilidade das projeções do BC a diferentes cenários de PIB. Como é possível observar na tabela abaixo (com cenário de juros do Focus), caso estejamos corretos na avaliação de que o crescimento irá decepcionar no 1T21, levando para baixo projeções para o ano (supondo, por exemplo, para um patamar próximo a 3,0%), haveria impacto baixista relevante na projeção de inflação da autoridade monetária para o próximo ano. Ademais, caso haja apreciação do BRL frente aos seus níveis atuais, haveria impacto adicional nas projeções para o próximo ano, como é possível ver abaixo, em que estimamos a projeção com a qual o BC deverá se deparar em sua reunião de março.

Observa-se que nos patamares atuais de câmbio, a inflação de 2022 diverge da meta no caso de um PIB que cresça 3% ou abaixo nesse ano. E caso o crescimento fique em 2,5%, teríamos a inflação significativamente abaixo da meta em 2022 mesmo com câmbio de R\$ 5,50/US\$.

**Tabela 1: IPCA projetado para 2022 sob diferentes combinações de PIB e BRL**

PIB / BRL	5,00	5,10	5,20	5,30	5,35	5,40	5,50
3,80	3,29	3,32	3,35	3,38	3,40	3,42	3,45
3,50	3,17	3,20	3,23	3,26	3,28	3,30	3,33
3,00	2,97	3,00	3,03	3,06	3,08	3,10	3,13
2,50	2,77	2,80	2,83	2,86	2,88	2,90	2,93

Fonte: BCB e Asa Investments

Ademais, mesmo sem revisões baixistas de PIB ou de taxa de câmbio, uma antecipação da alta de juros para maio, em passos de 25 ou de 50 pontos base, levando a taxa Selic a 3,50% (abaixo do consenso do Focus, visto a antecipação do processo de ajuste), teria como efeito levar a projeção para a inflação de 2022 a se afastar do centro da meta, como mostrado abaixo. Desta forma, uma eventual elevação antecipada da taxa de juros, com projeções de inflação abaixo do centro da meta, poderia ser justificada pelo balanço de riscos. Mas, como argumentamos, este caminha para ficar assimétrico para baixo, principalmente no que toca o ritmo da recuperação da atividade.

**Tabela 2: Trajetórias para a taxa Selic em cada cenário**

	mar	mai	jun	ago	set	out	dez	jan	fev	mar
Selic Focus	2,00	2,00	2,00	2,30	2,75	3,00	3,25	3,50	3,75	4,00
Altas de 25	2,00	2,25	2,50	2,75	3,00	3,25	3,50	3,50	3,50	3,50
Altas de 50	2,00	2,50	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

Fonte: BCB e Asa Investments

**Tabela 3: IPCA em cada cenário de Selic**

	2021	2022
Selic Focus	3,60	3,40
Altas de 25	3,55	3,25
Altas de 50	3,40	2,90

**Fonte: BCB e Asa Investments**

Desta forma, acreditamos que, caso estejamos corretos em nossa visão de que o degrau de massa salarial observado neste início de ano (visto o nível ainda muito deprimido da população ocupada e o fim do auxílio emergencial), a continuidade de medidas de restrição à mobilidade com a piora recente dos casos de covid19 (cujo viés é para pior, uma vez que a probabilidade de atraso para o processo de vacinação aumentou) e um impulso fiscal fortemente negativo devem provocar uma retração do nível de atividade no 1T21, o que deverá levar o BC a manter o atual grau de estímulo monetário extraordinário. Afinal, a inflação esperada no horizonte relevante terá retornado para baixo do centro da meta e o seu balanço de riscos estará pendendo para menos inflação. Por conseguinte, mantemos nossa visão de que o BC deverá manter a taxa Selic inalterada em 2,00% em suas próximas reuniões, devendo iniciar um ciclo de alta de juros apenas em 2022. Caso estejamos errados em nossas projeções de crescimento, no entanto, e o PIB caminhe para uma expansão de 3,0% ou mais, aí sim a alta de juros seria antecipada, porém para o 2S21.



**Carlos Kawall**

Diretor

**Gustavo Ribeiro**

Economista-chefe

**Leonardo Costa**

Economista

**Gabriel Braga**

Estagiário

Acesse [asainvestments.com](https://asainvestments.com)