

ANÁLISE DA ATA DO COPOM

Sérgio Goldenstein

Estrategista-Chefe - sergio@dtvm.com.br

06/02/2024

ANÁLISE DA ATA DO COPOM DE JANEIRO

A ata do Copom de janeiro não trouxe alterações na discussão sobre a condução da política monetária e na sinalização dos próximos passos. Vale destacar, porém, que pode ser vista como levemente mais *hawkish*, dado que a avaliação dos cenários e análise de riscos revela, na margem, uma maior preocupação com a dinâmica recente da inflação de serviços, a aceleração dos rendimentos reais, a possibilidade de atenuação de desaceleração da atividade e um cenário internacional que segue volátil e incerto, demandando cautela. Assim, não há qualquer indicação de que o Comitê possa acelerar o ritmo de ajuste monetário, o que, inclusive, deveria ter como um dos pressupostos projeções de inflação abaixo da meta, o que não é o caso. Consideramos que, na medida em que se avança no ciclo de relaxamento monetário, a discussão sobre uma eventual aceleração do ritmo perderá ainda mais força, com o debate se centrado no patamar da taxa Selic terminal.

O Comitê manteve a avaliação de que o **cenário doméstico** vem se encaminhando em linha com o esperado, com o prosseguimento da trajetória desinflacionária dos núcleos e da inflação de serviços, além da moderação da atividade econômica. No entanto, apontou que há alguns aspectos na dinâmica inflacionária recente que requerem maior escrutínio e que a desaceleração da atividade pode ser mais branda.

Na ata de dezembro, o Copom notava alguma surpresa para baixo em **serviços subjacentes** e citou ter debatido esse resultado. Agora, além de ter excluído essa menção e também ter eliminado o destaque para a composição benigna da inflação ao consumidor, mostra uma maior preocupação com o comportamento desse componente. Ao reiterar a grande relevância da evolução prospectiva do hiato do produto e do mercado de trabalho para a velocidade de convergência da inflação à meta, apontou o risco de um mercado de trabalho mais apertado (com reajustes salariais acima do esperado) afetar a inflação de serviços e os setores mais intensivos em mão de obra. Ao mesmo tempo, e talvez buscando não endurecer muito o tom, incluiu a descrição de fatores que poderiam parcialmente contribuir para uma convergência mais rápida, como uma recomposição favorável de preços relativos, uma dinâmica benigna de *commodities* ou uma menor inflação de serviços. A conclusão do Comitê é de que o cenário prospectivo para a inflação não se alterou, mas consideramos que fica claro que a trajetória dos serviços subjacentes é um dos principais pontos de preocupação. Vale ressaltar ainda que já estão incorporadas nas projeções uma elevação dos preços dos alimentos em razão do *El Niño*.

A discussão sobre a **atividade doméstica** enfatizou a possibilidade de uma atenuação da desaceleração da atividade devido ao aumento da renda das famílias, como consequência do aumento do salário mínimo, dos benefícios sociais e do mercado de trabalho mais resiliente. Adiciona que alguns indicadores de alta frequência corroborariam esse argumento. A maior fonte de preocupação parece se centrar no mercado de trabalho, ao excluir que não há evidência de pressões salariais nas negociações trabalhistas, ao incluir um “ainda” após a

palavra “pode” na seguinte frase: “manteve a avaliação de que a ampliação de ganhos reais pode refletir questões temporárias” e ao ressaltar a importância do acompanhamento minucioso da dinâmica dos rendimentos. Contudo, à semelhança da avaliação sobre a inflação, aparentemente busca amenizar um tom mais duro na análise sobre a atividade. Foi eliminada a menção à possibilidade de ocorrer, no médio prazo, um excesso de demanda com relação à oferta e foi repetida a frase de que os dados de atividade divulgados desde a última reunião corroboram o cenário delineado pelo Copom. Um detalhe é que foi incluído não ter ocorrido alteração substancial sobre o cenário de crescimento, o que permite inferir que alguma revisão para cima ocorreu, ainda que discreta.

A descrição sobre o **cenário fiscal** ficou inalterada, sem qualquer menção a eventuais impactos do aumento do crédito direcionado com a adoção da nova política industrial anunciada pelo governo. Foi mantido o recado da importância da firme persecução das metas fiscais já estabelecidas para a ancoragem das expectativas de inflação.

A avaliação do **cenário internacional** também revela que há fatores de preocupação para o Copom. Enquanto na ata anterior descrevia que a conjuntura se mostrava menos adversa, agora enfatiza que segue volátil, reincluindo as tensões geopolíticas e citando o debate sobre o início do processo de flexibilização nas principais economias. Apesar de reconhecer uma melhora do quadro inflacionário global, apontou diversos fatores de risco, como a permanência da grande incerteza sobre a demanda global futura, as tensões geopolíticas, a elevação dos preços de fretes e a velocidade da desinflação de serviços. Nesse sentido, o Comitê seguiu com a avaliação de que é apropriado adotar uma postura de cautela, principalmente em países emergentes. Ao lembrar que não há relação mecânica entre a condução da política monetária norte-americana e a determinação da taxa básica de juros doméstica, interpretamos que isso busca desautorizar análises de que o início do ciclo de cortes nos EUA poderia ser um *trigger* quase que automático para a aceleração do ritmo de queda da taxa Selic, colocando o foco nos mecanismos de transmissão.

Por fim, não houve quaisquer alterações na discussão sobre a condução da política monetária e a sinalização dos próximos passos, a não ser a exclusão, ao comentar que prossegue a trajetória desinflacionária dos núcleos e da inflação de serviços, da menção que reforçava a dinâmica benigna recente da inflação.

A **avaliação da Área de Estratégia da Warren Rena** é que a ata reforça o nosso *call* de manutenção do ritmo de queda de 0,50 p.p nas próximas reuniões. Na margem, observa-se algum aumento do desconforto com a piora recente dos serviços subjacentes, com a aceleração dos rendimentos reais e com uma menor desaceleração da atividade doméstica. No entanto, a própria redação da ata procura amenizar o tom e aponta que o cenário doméstico vem se encaminhando em linha com o esperado. Seguimos com *call* de Selic de 9,0% ao término do ciclo de relaxamento monetário em 2024. A taxa básica de juros ainda está em patamar bem contracionista, os indicadores de atividade e de mercado de trabalho tendem a mostrar algum arrefecimento (o que pode ter uma importância maior para a ala mais *dovish* do Comitê) e o ano de 2025, cuja projeção de 3,2% está ligeiramente acima da meta de 3,0%, assumiu maior peso no horizonte relevante da política monetária. Por ora, seguimos projetando a retomada da desinflação de serviços subjacentes, mas os números recentes ligam um sinal de alerta.