

Cockpit do Copom: persistência na desinflação

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 2 e 3 de maio e deve manter a taxa Selic estável em 13,75% a.a., a fim de assegurar a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante de política monetária.
- ▶ Estimamos que as projeções de inflação do comitê no cenário de referência (que inclui taxa de câmbio seguindo a paridade do poder de compra e taxa de juros de acordo com a pesquisa Focus) devem avançar de 5,8% para 5,9% em 2023 e de 3,6% para 3,7% em 2024.
- ▶ Novamente, o comitê deve reforçar a sinalização de manutenção da postura vigilante da política monetária e de perseverança no processo de desinflação até a convergência às metas no horizonte relevante.
- ▶ Esperamos que o balanço de riscos para a inflação continue sendo descrito como simétrico. Ainda que apresentação da proposta para o novo arcabouço fiscal possa contribuir para limitar incertezas e reduzir o risco fiscal estrutural, a evolução da trajetória da dívida pública ainda deve ser mencionada como risco de alta, junto com a piora das expectativas de inflação para horizontes mais longos. Por outro lado, uma desaceleração global mais pronunciada, a queda adicional dos preços de commodities e uma redução na concessão doméstica de crédito maior do que a esperada devem ser apontados novamente como riscos de baixa.

1 – Projeções de inflação

Comparadas ao apresentado na reunião de março, as projeções de inflação do comitê no cenário de referência (que inclui taxa de câmbio seguindo a paridade do poder de compra e taxa de juros de acordo com a pesquisa Focus) devem avançar de 5,8% para 5,9% em 2023 e de 3,6% para 3,7% em 2024.

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus aumentaram de 5,95% para 6,04% para 2023, de 4,11% para 4,18% para 2024 e de 3,90% para 4,00% para 2025. Adicionalmente, também houve mudanças nas projeções para a taxa Selic de 2023 (12,50%; -0,25 p.p.). Nos demais horizontes, as expectativas para a taxa Selic permaneceram inalteradas. As tabelas abaixo resumem as estimativas baseadas em nosso modelo, que busca replicar o modelo de pequeno porte do BCB, e as mudanças na pesquisa Focus desde a última reunião do comitê.

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"

Período	Reunião de Setembro	Reunião de Outubro	Reunião de Dezembro	Reunião de Fevereiro	Reunião de Março	Reunião de Maio (proj)
2023	4,6%	4,8%	5,0%	5,6%	5,8%	5,9%
2024	2,8%	2,9%	3,0%	3,4%	3,6%	3,7%
Evolução das variáveis exógenas						
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,20	5,25	5,25	5,15	5,25	5,00
Taxa Selic (%) 2023	11,25%	11,25%	11,75%	12,50%	12,75%	12,50%
Taxa Selic (%) 2024	8,00%	8,00%	8,50%	9,50%	10,00%	10,00%
Expectativa de inflação (Focus) 2023	5,01%	4,94%	5,08%	5,74%	5,95%	6,04%
Expectativa de inflação (Focus) 2024	3,50%	3,50%	3,50%	3,90%	4,11%	4,18%

Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Itaú.

* Modelo elaborado pelo Itaú replicando o modelo do Banco Central.

Projeções Focus (% , final do ano)						
	2023		2024		2025	
	Copom (Mar)	Atual*	Copom (Mar)	Atual*	Copom (Mar)	Atual*
IPCA	5,95	6,04	4,11	4,18	3,90	4,00
Crescimento do PIB	0,88	0,96	1,47	1,41	1,70	1,70
Taxa Selic	12,75	12,50	10,00	10,00	9,00	9,00
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,25	5,20	5,30	5,25	5,30	5,30

*considerando o relatório Focus mais recente.

Fonte: BCB, Itaú.

2 – Evolução dos preços de ativos

Desde a última reunião do Copom e até a publicação deste relatório, a taxa do título de dez anos do Tesouro norte-americano aumentou ligeiramente para 3,52% a.a. Neste período, houve movimentos consideráveis na cotação do petróleo, apesar do preço atual estar próximo ao observado no último encontro do Copom. Os preços das commodities agrícolas caíram, enquanto as cotações matérias-primas industriais mantiveram-se relativamente constantes. A taxa de câmbio está próxima de R\$ 5,0 por dólar, registrando apreciação do real em relação a março. O risco-país medido pelo CDS recuou 20 p.b. para 227 p.b.

Preços de ativos		
	Último Copom (Mar)	Atual*
US Treasury 10 anos	3,43	3,52
Preço do petróleo (Brent)	77	78
Commodities agrícolas**	847	819
Índice CRB RIND***	558	559
CDS 5 anos	247	227
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,24	4,98

*Consideranço os preços vigentes às 9:00 de 28 de abril.

**média geométrica dos preços de soja, milho e trigo, em dólares.

***índice de preços de matérias-primas industriais compilado pelo Commodity Research Bureau (CRB).

Fonte: CRB, BBG, Itaú.

3 – Evolução dos dados

A tabela abaixo mostra o conjunto de indicadores divulgados entre a última reunião do Copom e a próxima. Em linhas gerais, a tendência de desaceleração econômica se manteve, bem como o processo gradual de desinflação, mas com núcleos ainda acima dos níveis compatíveis com as metas.

O IPCA de março registrou alta de 0,71%, abaixo das expectativas (0,77%), levando o indicador a 4,7% em 12 meses. Por sua vez, o IPCA-15 de abril veio ligeiramente abaixo do consenso (0,57% vs. 0,60%, recuando para 4,3% em 12 meses), corroborando o cenário de desinflação em curso, embora as medidas de núcleo sigam acima do compatível para o cumprimento da meta. No âmbito da atividade econômica, os dados sugerem tendência de desaceleração. O IBC-Br de janeiro, que sintetiza indicadores da indústria, varejo, serviços e alguns indicadores agrícolas, manteve-se estável em janeiro (0,0%), mas cresceu 3,3% em fevereiro, acima das expectativas de mercado (1,0%). Tanto a produção industrial (-0,2%) quanto o varejo (-0,1%) recuaram em fevereiro. Já o setor de serviços avançou 1,1% na comparação mensal. No mercado de trabalho, o Caged de fevereiro surpreendeu os agentes com leitura de 242 mil novos postos de trabalhos formais (vs. expectativa de 170 mil). Todavia, vale notar que a leitura foi a mais fraca para o mês desde 2021. Em março, o indicador voltou a surpreender, com criação de

195 mil trabalhos formais, acima do consenso de 90 mil. A taxa de desemprego sem ajuste sazonal avançou de 8,6% em fevereiro para 8,8% em março.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
24-mar-23	IPCA-15 (mar/23) - Var. mensal	0,69%	0,67%
29-mar-23	Criação de empregos formais (fev/23) - Milhares	242	170
30-mar-23	IGP-M (mar/23) - Var. mensal	0,05%	0,14%
30-mar-23	Produção industrial (jan/23) - Var. mensal	-0,3%	-0,3%
31-mar-23	Fiscal: Resultado Primário (fev/23) - R\$ bilhões	-26,5	-27,5
31-mar-23	Taxa de desemprego (fev/23)	8,6%	8,7%
04-abr-23	Vendas de veículos Fenabrave (mar/23) - Milhares	199	-
10-abr-23	Produção de veículos Anfavea (mar/23) - Milhares	222	-
11-abr-23	IPCA (mar/23) - Var. mensal	0,71%	0,77%
12-abr-23	Vendas no varejo restrito (jan/23) - Var. mensal	3,8%	3,4%
14-abr-23	Volume real do setor de serviços (jan/23) - Var. mensal	-3,1%	-1,4%
17-abr-23	IBC-Br (jan/23) - Var. mensal	0,0%	-0,2%
19-abr-23	Produção industrial (fev/23) - Var. mensal	-0,2%	-0,2%
25-abr-23	Vendas no varejo restrito (fev/23) - Var. mensal	-0,1%	-0,1%
26-abr-23	IPCA-15 (abr/23) - Var. mensal	0,57%	0,60%
27-abr-23	IGP-M (abr/23) - Var. mensal	-0,95%	-0,71%
27-abr-23	Volume real do setor de serviços (fev/23) - Var. mensal	1,1%	0,5%
27-abr-23	Criação de empregos formais (mar/23) - Milhares	195	90
28-abr-23	Fiscal: Resultado Primário (mar/23) - R\$ bilhões	-14,2	1,1
28-abr-23	Taxa de desemprego (mar/23)	8,8%	8,9%
28-abr-23	IBC-Br (fev/23) - Var. mensal	2,8%	1,0%
03-mai-23	Vendas de veículos Fenabrave (abr/23) - Milhares	-	-

Dados em vermelho sugerem resultados mais restritivos para política monetária (inflação mais alta ou atividade mais forte do que esperado) e dados em azul, resultados mais expansionistas.

Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil, Ministério da Economia e Bloomberg

4 – Evolução da comunicação, Copômetro e algoritmo para leitura das atas do Copom

Em sua última reunião de política monetária, em 22 de março, o Copom manteve a taxa Selic inalterada em 13,75% a.a., como amplamente esperado. A ata da decisão reforçou que a política monetária deve ser paciente e serena, indicando que um corte de juros não é iminente: o comitê aguarda o impacto da desaceleração econômica e dos anúncios de política econômica sobre as expectativas de inflação.

Em relação às finanças públicas, o Copom reconheceu as sinalizações do Ministério da Fazenda, especificamente a possibilidade de o pacote fiscal anunciado no início do ano atenuar os estímulos sobre a demanda e reduzir o risco de alta da inflação no curto prazo. Ademais, o comitê afirmou que seguirá monitorando o desenho, tramitação e implementação do arcabouço fiscal – que, desde então, foi oficialmente apresentado e aguarda elaboração de parecer do relator na Câmara dos Deputados. No entanto, as autoridades enfatizaram que não há relação mecânica entre a apresentação do arcabouço e a convergência da inflação à meta, que é condicional à reação das expectativas de inflação, às projeções de dívida pública e aos preços de ativos.

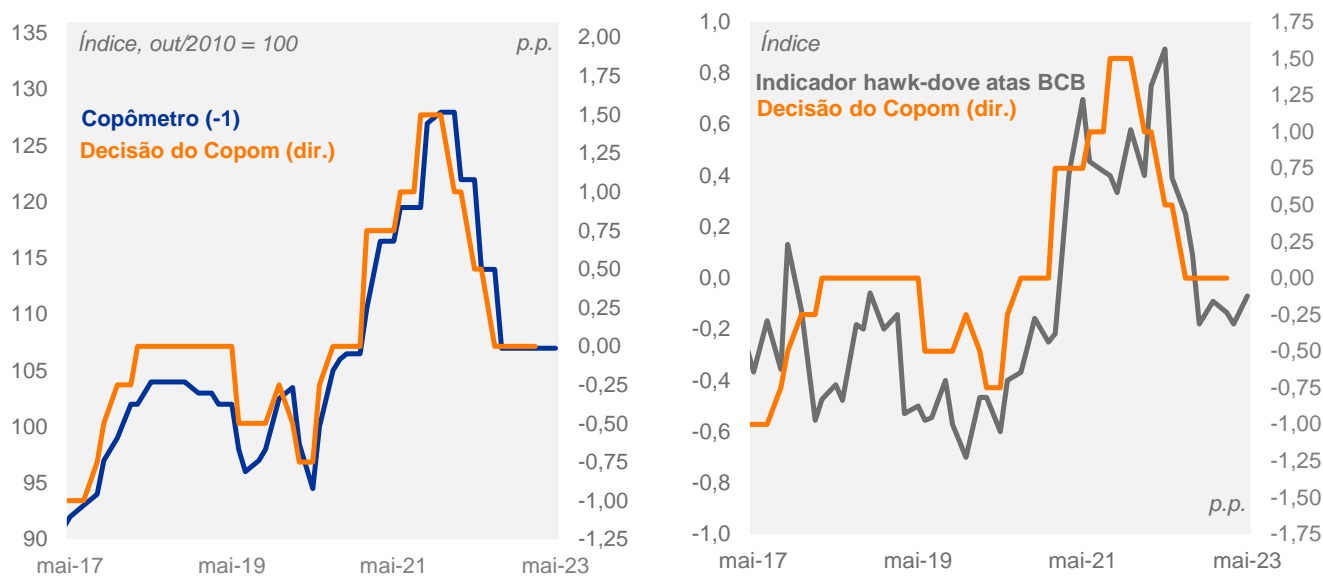
Mais recentemente, o presidente do Banco Central participou de audiência pública na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal. Na ocasião, Roberto Campos Neto afirmou que, somente com o controle da

inflação (que, por sua vez, requer disciplina das contas públicas), é possível obter crescimento econômico sustentável. Em sua visão, o projeto do arcabouço fiscal reduziu o risco de piora significativa na trajetória da dívida pública, sendo, portanto, um movimento na direção correta – mas ressaltou novamente a ausência de uma relação automática entre a apresentação da nova regra fiscal e o início do corte de juros.

A fim de tentar antecipar as decisões do Copom, utilizamos o Copômetro, um índice que mede o grau de restrição ou expansão implícita na comunicação do BC. Aplicando a metodologia, que se baseia em pontuações atribuídas às comunicações relevantes do comitê, entendemos que o exercício é consistente com a manutenção da taxa Selic estável em 13,75% a.a. em sua próxima reunião, nos dias 2 e 3 de maio.

Além do Copômetro, desenvolvemos uma ferramenta sistemática para análise da comunicação de bancos centrais via algoritmos de *Natural Language Processing* (NLP). Aplicamos tal ferramenta aqui para interpretação das atas do Copom. O modelo foi treinado e testado por sentenças contidas nas atas das reuniões do comitê entre 2016 e 2022, em momentos em que a taxa Selic passou por corte, alta e manutenção. A modelagem se dá por sentenças (em inglês) classificadas como *dove* (direção de menos juros, -1), neutro (0) e *hawk* (direção de mais juros, +1), passando por um processo de vetorização (*sentence to vec*). O índice mostra boa capacidade preditiva para movimentos de juros (2003-2022), atuando como bom previsor adicional para expectativas sobre próximos passos de política monetária. Para a próxima reunião, o índice calculado a partir da última ata do Copom se encontra ligeiramente negativo, porém próximo ao nível neutro. Avaliamos que o valor de -0,07 é compatível com a manutenção da taxa Selic no patamar atual.

Copômetro Itaú Unibanco e algoritmo de leitura de atas



Fonte: BCB, Itaú

5 – Nossa visão

Acreditamos que o Copom manterá a taxa Selic estável em 13,75% a.a. em sua próxima reunião, nos dias 2 e 3 de maio. Mais uma vez, o comitê deve reforçar a sinalização de manutenção da postura vigilante da política monetária e de perseverança no processo de desinflação até a convergência às metas no horizonte relevante – agora, o ano-calendário de 2024. As autoridades devem alertar novamente que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados caso o processo de desinflação não transcorra como esperado.

Quanto ao cenário doméstico, as autoridades devem ressaltar que a atividade econômica segue desacelerando, conforme antecipado, e que a inflação mostrou alguns sinais de melhora desde a reunião de março, embora ainda

com núcleos acima dos níveis compatíveis com o cumprimento das metas. No que tange ao ambiente externo, o comitê deverá mencionar que a conjuntura segue volátil, embora com alguma estabilização, após os episódios bancários nos EUA e na Europa, e que a política monetária nas economias centrais continua contracionista, mas se aproxima do fim de ciclo.

Esperamos que o balanço de riscos para a inflação continue sendo descrito como simétrico. Ainda que apresentação da proposta para o novo arcabouço fiscal possa contribuir para limitar incertezas e reduzir o risco fiscal estrutural, a evolução da trajetória da dívida pública ainda deve ser mencionada como risco de alta, junto com a piora das expectativas de inflação para horizontes mais longos. Por outro lado, uma desaceleração global mais pronunciada, a queda adicional dos preços de commodities e uma redução na concessão doméstica de crédito maior do que a esperada devem ser apontados novamente como riscos de baixa.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

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



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 de 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.itaú.com.br/atendimento-itaú/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.