

Cockpit do Copom: ciclo de cortes se aproxima, mas não é iminente

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 20 e 21 de junho 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 recuar de 5,8% para 5,1% em 2023 e de 3,6% para 3,5% em 2024. Para o próximo ano, a melhora se dá com recuo da inércia e expectativas de inflação, enquanto uma revisão de PIB/hiato deve atuar na direção contrária.
- ▶ O Copom deve manter a taxa Selic estável em 13,75% a.a. na reunião de junho, ajustando a comunicação, mas sem sinalizar ainda que um corte de juros é iminente.
- ▶ Acreditamos que a eventual flexibilização da política monetária deveria ocorrer de forma gradual. Por um lado, a queda da inflação corrente tem sido importante. Mesmo que concentrada em itens voláteis e bens industriais, a desinflação tende a ser repassada para itens mais indexados, pela inércia menor. Esses fatores devem permitir o início de um ciclo de cortes em setembro.

1 – Projeções de inflação

Comparadas ao apresentado na reunião de maio, 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 recuar de 5,8% para 5,1% em 2023 e de 3,6% para 3,5% em 2024. A revisão baixista em 2023 se dá com impacto da apreciação do BRL, queda no preço de commodities e revisão nas projeções de inflação de curto prazo, principalmente associadas aos cortes recentes nos preços de combustíveis na refinaria pela Petrobras. Já a revisão baixista em 2024 se dá com a queda da inércia do ano corrente e com melhora, ainda que tímida, das expectativas mais longas de inflação (projeção Focus 25/26 recuou 0.1 p.p. desde último Copom). Para o próximo ano, no entanto, atua na direção contrária uma revisão do hiato. A última projeção do BCB disponível para o PIB deste ano está em 1,2%, o que esperamos que seja revisto para cima, não só pelo desempenho do setor agropecuário, e, portanto, pode levar também a uma revisão altista na trajetória de inflação esperada.

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus recuaram de 6,05% para 5,42% para 2023, de 4,18% para 4,04% para 2024 e de 4,00% para 3,90% para 2025. Em todo o horizonte, as projeções 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 Dezembro	Reunião de Fevereiro	Reunião de Março	Reunião de Maio	Reunião de Junho (proj)
2023	5,0%	5,6%	5,8%	5,8%	5,1%
2024	3,0%	3,4%	3,6%	3,6%	3,5%
Evolução das variáveis exógenas					
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,25	5,15	5,25	5,05	4,85
Taxa Selic (%) 2023	11,75%	12,50%	12,75%	12,50%	12,50%
Taxa Selic (%) 2024	8,50%	9,50%	10,00%	10,00%	10,00%
Expectativa de inflação (Focus) 2023	5,08%	5,74%	5,95%	6,05%	5,42%
Expectativa de inflação (Focus) 2024	3,50%	3,90%	4,11%	4,18%	4,04%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	3,00%	3,50%	3,90%	4,00%	3,90%

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 (Mai)	Atual*	Copom (Mai)	Atual*	Copom (Mai)	Atual*
IPCA	6,05	5,42	4,18	4,04	4,00	3,90
Crescimento do PIB	1,00	1,84	1,41	1,27	1,80	1,80
Taxa Selic	12,50	12,50	10,00	10,00	9,00	9,00
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,20	5,10	5,25	5,17	5,30	5,20

*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 para 3,8% a.a. Neste período, em função de anúncios de novos cortes na produção, houve movimentos consideráveis na cotação do petróleo, que atualmente se situa em 76 dólares por barril. Os preços das commodities agrícolas avançaram, enquanto das matérias primas industriais caíram ligeiramente. Na esteira de um cenário doméstico mais benigno e da elevação da perspectiva do Brasil de 'estável' para 'positiva' pela S&P, houve apreciação cambial para R\$ 4,83 por dólar e redução do risco-país medido pelo CDS para 185 p.b.

Preços de ativos		
	Último Copom (Mai)	Atual*
US Treasury 10 anos	3,34	3,75
Preço do petróleo (Brent)	72	76
Commodities agrícolas**	836	852
Índice CRB RIND***	558	554
CDS 5 anos	223	185
Taxa de câmbio (BRL/USD)	4,99	4,83

*Consideranço os preços vigentes às 10:00 de 16 de junho.

**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 resiliência da atividade econômica surpreendeu, enquanto, do lado dos preços, houve continuidade do processo gradual de desinflação.

Os indicadores de atividade referentes a março vieram acima das expectativas, com crescimento mensal de 1,1% da produção industrial, 0,9% do volume real do setor de serviços e 0,8% das vendas no varejo restrito. O PIB do 1T23 cresceu 1,9% na variação trimestral com ajuste sazonal (vs. consenso de 1,2%), impulsionado principalmente pelo setor agropecuário. Na contramão, os dados de atividade de abril mostraram desaceleração econômica, com recuo de 0,6% da produção industrial, queda de 1,6% do volume real de serviços e estabilidade (+0,1%) das vendas no varejo restrito. O IPCA de abril registrou alta de 0,61%, acima do esperado pelo mercado (0,55%). No entanto, a leitura de maio do indicador registrou surpresa baixista, confirmando tendência já observada na prévia quinzenal (IPCA-15), com alta de 0,23% (vs. expectativas de 0,33%), levando a inflação acumulada em 12 meses para 3,9%. No mercado de trabalho, o Caged de abril apontou para a criação de 180 mil empregos formais. A taxa de desemprego sem ajuste sazonal recuou de 8,8% em março para 8,5% em abril, mostrando um mercado de trabalho ainda forte.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso				
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso	
08-mai-23	Produção de veículos Anfavea (abr/23) - Milhares	179	-	
10-mai-23	Produção industrial (mar/23) - Var. mensal	1,1%	0,9%	
12-mai-23	IPCA (abr/23) - Var. mensal	0,6%	0,6%	
16-mai-23	Volume real do setor de serviços (mar/23) - Var. mensal	0,9%	0,5%	
17-mai-23	Vendas no varejo restrito (mar/23) - Var. mensal	0,8%	-0,2%	
19-mai-23	IBC-Br (mar/23) - Var. mensal	-0,2%	-0,3%	
25-mai-23	IPCA-15 (mai/23) - Var. mensal	0,5%	0,6%	
30-mai-23	IGP-M (mai/23) - Var. mensal	-1,8%	-1,7%	
31-mai-23	Fiscal: Resultado Primário (abr/23) - R\$ bilhões	20	16	
31-mai-23	Criação de empregos formais (abr/23) - Milhares	180	187	
31-mai-23	Taxa de desemprego (abr/23)	8,5%	8,8%	
01-jun-23	PIB (1T23) - Var. trimestral	1,9%	1,2%	
02-jun-23	Produção industrial (abr/23) - Var. mensal	-0,6%	-0,2%	
02-jun-23	Vendas de veículos Fenabrave (mai/23) - Milhares	176	-	
06-jun-23	Produção de veículos Anfavea (mai/23) - Milhares	228	-	
07-jun-23	IPCA (mai/23) - Var. mensal	0,2%	0,3%	
14-jun-23	Vendas no varejo restrito (abr/23) - Var. mensal	0,1%	0,2%	
15-jun-23	Volume real do setor de serviços (abr/23) - Var. mensal	-1,6%	-0,1%	
16-jun-23	IBC-Br (abr/23) - Var. mensal	0,6%	0,2%	

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 3 de maio, o Copom manteve a taxa Selic inalterada em 13,75% a.a., como amplamente esperado. A ata da decisão trouxe uma ampla discussão sobre taxas de juros neutras, mas a combinação do texto e projeções sugeriu uma perspectiva de inflação um pouco melhor. O comitê indicou que a situação exige paciência e serenidade e que, embora esteja pronto para subir a taxa de juros, se necessário, esse risco se tornou menos provável.

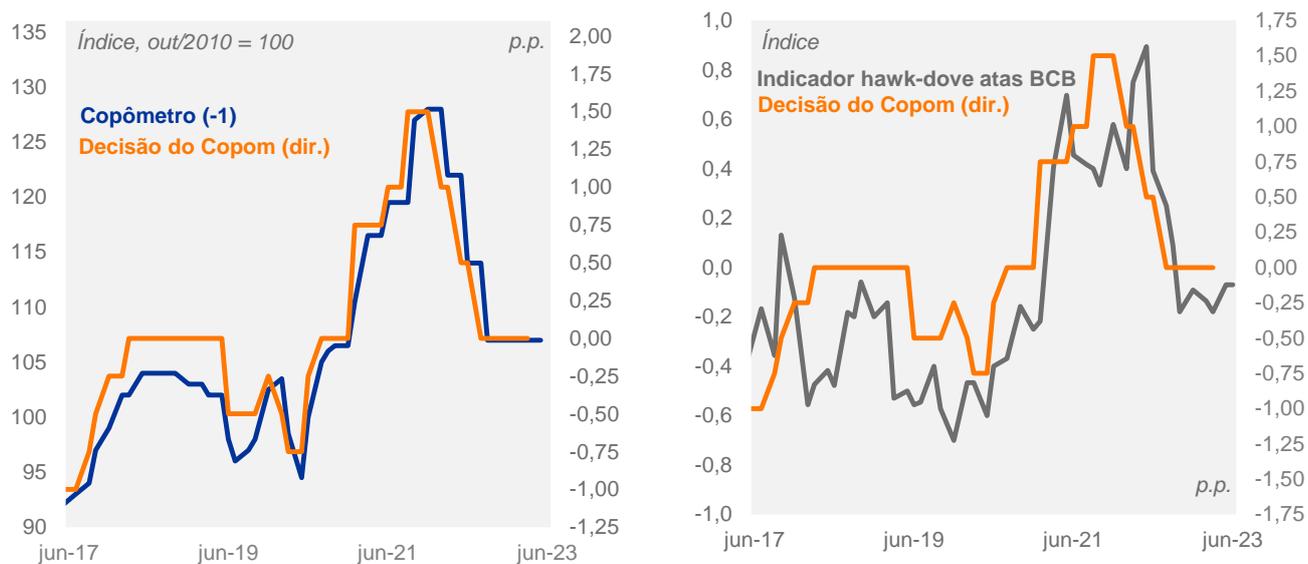
Em relação às finanças públicas, as autoridades monetárias avaliaram que a apresentação de uma proposta de arcabouço contribuiu para reduzir parte da incerteza advinda da política fiscal, afastando cenários extremos de crescimento da dívida pública, mas voltaram a alertar que não há relação mecânica entre a aprovação do arcabouço fiscal e a convergência da inflação, que é condicional à reação das expectativas de inflação, às projeções de dívida pública e aos preços de ativos. O Copom afirmou que seguirá monitorando a tramitação e implementação da proposta, que, atualmente, está sob a avaliação da Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado, após aprovação na Câmara dos Deputados.

Recentemente, observou-se algum grau de reancoragem nas expectativas de inflação em reação ao avanço das medidas fiscais e arrecadatórias do governo, leituras mais benignas dos índices de preço e melhora da perspectiva de crescimento econômico. Em um evento do setor do varejo, o presidente do Banco Central avaliou positivamente a evolução da curva de juros futura, afirmando que este movimento abriria espaço para início do ciclo de flexibilização à frente. Contudo, Roberto Campos Neto também reforçou a necessidade de parcimônia, vide um núcleo de inflação ainda elevado. Na mesma direção, o diretor de Organização do Sistema Financeiro e Resolução do BC, Renato Dias Gomes, adotou publicamente uma posição cautelosa, ressaltando os custos elevados de um afrouxamento precoce. Em paralelo, a alteração da perspectiva do rating BB- do Brasil de 'estável' para 'positiva' pela agência de classificação S&P Global também intensificou as discussões sobre o início do ciclo de flexibilização. Outro evento que será de suma importância para a condução da política monetária é a próxima reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN), agendada para o dia 29 de junho (veja mais detalhes na seção seguinte).

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 20 e 21 de junho.

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

O Copom deve manter a taxa Selic estável em 13,75% a.a. na reunião de junho, ajustando a comunicação, mas sem sinalizar ainda que um corte de juros é iminente. As autoridades podem ajustar a descrição do balanço de riscos (em especial no que diz respeito à incerteza em torno da dinâmica de contas públicas) mas mantendo a noção de simetria entre os fatores de alta/baixa. Também deve haver mudanças no *guidance*, onde o comitê deve indicar que continuará vigilante e comprometido com a consolidação do processo de desinflação e ancoragem das expectativas reiterando o tom de paciência/cautela, mas substituindo a manutenção da taxa básica por 'período suficientemente prolongado' por 'período adequado', e removendo o alerta de que não hesitará em retomar o ciclo de ajuste, caso necessário.

As surpresas inflacionárias recentes têm sido baixistas, com inflação de alimentos e bens industriais arrefecendo mais intensamente do que previsto. Adicionalmente, um corte no preço da gasolina na refinaria em julho pode compensar parcialmente a alta de PIS/Cofins prevista para aquele mês. No entanto, esses fatores são parcialmente contrabalanceados por riscos advindos de um hiato do produto menor, dada a surpresa positiva na atividade econômica, e de um mercado de trabalho mais apertado, com queda adicional da taxa de desemprego. O saldo desses efeitos tem sido uma queda da inflação implícita em títulos públicos, bem como uma redução nas expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus do Banco Central – inclusive, de forma incipiente, para prazos mais longos, como 2025 e 2026.

Acreditamos que a eventual flexibilização da política monetária deveria ocorrer de forma gradual. Por um lado, a queda da inflação corrente tem sido importante. Mesmo que concentrada em itens voláteis e bens industriais, a desinflação tende a ser repassada para itens mais indexados, pela inércia menor. Esses fatores devem permitir o início de um ciclo de cortes em setembro. Por outro lado, a inflação permaneceu elevada por um período prolongado, com expectativas longas desancoradas, e há pouca ociosidade no mercado de trabalho, o que implica uma inflação de serviços ainda elevada. Adicionalmente, o ajuste fiscal ainda é desafiador e a política monetária nos países desenvolvidos continua avançando em território contracionista. Esses fatores demandam cautela com as projeções de inflação de médio prazo e recomendam uma condução paciente e parcimoniosa da política monetária, com cortes graduais da taxa de juros.

Cabe destacar que as nossas projeções consideram que o CMN se reunirá no dia 29 de junho e irá sancionar a meta de inflação de 3% para 2024 em diante. De fato, entendemos que o cenário mais provável seja a manutenção da meta em 3% e da banda de tolerância em torno da meta. Outras modificações do atual regime podem ser contempladas, como uma mudança de meta apurada no ano calendário para apuração contínua. Se feitas com cuidado, essas mudanças podem trazer ganhos marginais ao regime de metas. Por outro lado, uma mudança no horizonte para o cumprimento da meta e/ou ampliação da banda de tolerância em torno dela seriam negativas. A decisão do CMN deve impactar a formação de expectativas de inflação e, em última instância, a condução da política monetária, evidenciando a relevância da referida reunião ao final deste mês. Veja mais detalhes sobre o assunto em nossa publicação recente: [Regime de meta de inflação contínua: ganhos, riscos, implementação e impacto](#).

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<http://www.itaubba.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 e 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.itaubba.com.br/atendimento-itaubba-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.