

Cockpit do Copom: mantendo o ritmo, por ora

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 19 e 20 de setembro. Esperamos um corte de 50 p.b. da Selic para 12,75% a.a., com o comitê reforçando, por ora, que há unanimidade para manutenção do ritmo e, portanto, sem abrir espaço para discussão de aceleração do ritmo de cortes no curto prazo.
- ▶ 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 0,1 p.p. em 2024 e 2025 (para 3,5% e 3,1%, respectivamente), sem mudanças para 2023 (em 4,9%). A revisão altista em 2024 e 2025 incorpora um câmbio mais depreciado (de 4,75 para 4,90), atividade mais forte e juros mais baixos.
- ▶ O balanço de riscos para a inflação deve continuar sendo descrito como simétrico, com as autoridades adicionando que anteveem um hiato do produto mais estreito que o utilizado atualmente pelo comitê em seu cenário de referência. Em seu *guidance*, o Copom provavelmente manterá a sinalização de serenidade e moderação na condução da flexibilização monetária, a fim de que se consolide o processo de desinflação e a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.
- ▶ No entanto, olhando para além da reunião que se aproxima, acreditamos que a dinâmica mais benigna da inflação de serviços, assim como a esperada desaceleração da economia (que deve ficar mais evidente ao longo da segunda metade do ano), devem permitir cortes maiores a partir de dezembro, bem como um ciclo mais profundo. Com isso, nossa expectativa é que a taxa Selic encerre 2023 em 11,50% a.a. e 9,00% em 2024.

1 – Projeções de inflação

Comparadas ao apresentado na reunião de agosto, 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 0,1 p.p. em 2024 e 2025 (para 3,5% e 3,1%, respectivamente), sem mudanças para 2023 (em 4,9%). A revisão altista em 2024 e 2025 incorpora um câmbio mais depreciado (de 4,75 para 4,90), atividade mais forte e juros mais baixos.

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus avançaram de 4,84% para 4,93% em 2023 e mantiveram-se estáveis em 2024 (3,89%) e 2025 (3,50%), acima da meta por todo o horizonte. As projeções para a taxa Selic recuaram em 0,25 p.p. para 2023, 2024 e 2025 (para 11,75%, 9,00% e 8,50%, respectivamente). 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 Maio	Reunião de Junho	Reunião de Agosto	Reunião de Setembro (proj)
2023	5,8%	5,0%	4,9%	4,9%
2024	3,6%	3,4%	3,4%	3,5%
2025	--	3,1%	3,0%	3,1%
Evolução das variáveis exógenas				
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,05	4,85	4,75	4,90
Taxa Selic (%) 2023	12,50%	12,25%	12,00%	11,75%
Taxa Selic (%) 2024	10,00%	9,50%	9,25%	9,00%
Taxa Selic (%) 2025	9,00%	9,00%	8,75%	8,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2023	6,05%	5,12%	4,84%	4,93%
Expectativa de inflação (Focus) 2024	4,18%	4,00%	3,89%	3,89%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	4,00%	3,80%	3,50%	3,50%

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 (Ago)	Atual*	Copom (Ago)	Atual*	Copom (Ago)	Atual*
IPCA	4,84	4,93	3,89	3,89	3,50	3,50
Crescimento do PIB	2,24	2,64	1,30	1,47	1,90	2,00
Taxa Selic	12,00	11,75	9,25	9,00	8,75	8,50
Taxa de câmbio (BRL/USD)	4,91	5,00	5,00	5,02	5,08	5,10

*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 4,29% a.a. Neste período, a cotação do petróleo avançou e atualmente se situa em 94 dólares por barril. Os preços das commodities agrícolas recuaram, enquanto das matérias primas industriais permaneceram virtualmente inalteradas. Houve depreciação cambial para R\$ 4,87 por dólar no fechamento de ontem e pouca mudança no risco-país medido pelo CDS (167 p.b.), na esteira de uma dinâmica menos benigna para o real, diante do início do ciclo de cortes na taxa Selic, incertezas sobre o sucesso das medidas de arrecadação necessárias para o cumprimento da meta fiscal e, externamente, atividade ainda robusta nos EUA, sustentando patamar elevado para o dólar global, com possibilidade de alta residual nos juros americanos.

Preços de ativos		
	Último Copom (Ago)	Atual*
US Treasury 10 anos	4,08	4,29
Preço do petróleo (Brent)	83	94
Commodities agrícolas**	764	706
Índice CRB RIND***	558	558
CDS 5 anos	172	167
Taxa de câmbio (BRL/USD)	4,81	4,87

*Considerando os preços vigentes no fechamento de 14 de setembro.

**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, os dados evoluíram de maneira ambígua, com surpresas em ambos os sentidos.

Em junho, as vendas no varejo restrito (PMC) e o índice de atividade econômica IBC-Br surpreenderam positivamente, enquanto o volume real do setor de serviços (PMS) ficou abaixo do esperado. Em julho, serviços vieram em linha com o esperado, mas com alta significativa no componente de serviços oferecidos às famílias, sustentado pela resiliência do mercado de trabalho, enquanto o varejo veio mais forte e a indústria (PIM), por fim, continuou com desempenho aquém das expectativas. Ainda do lado da atividade econômica, o PIB do segundo trimestre cresceu 0,9% na comparação trimestral com ajuste sazonal, acima das expectativas, com queda menor do que a esperada no setor agropecuário e aceleração do consumo das famílias, sugerindo resiliência da atividade. Do lado do emprego, a tônica segue a de um mercado de trabalho apertado, com taxa de desemprego baixa e geração líquida de vagas formais (Caged) próxima ao nível neutro. As leituras de julho e agosto do IPCA confirmaram o processo de desinflação gradual, com a última divulgação mostrando uma abertura mais benigna, em particular nos núcleos de serviços.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
09-ago-23	Vendas no varejo restrito (jun/23) - Var. mensal	0,0%	-0,2%
10-ago-23	Volume real do setor de serviços (jun/23) - Var. mensal	0,2%	0,5%
11-ago-23	IPCA (jul/23) - Var. mensal	0,12%	0,08%
14-ago-23	IBC-Br (jun/23) - Var. mensal	0,6%	0,5%
25-ago-23	IPCA-15 (ago/23) - Var. mensal	0,28%	0,16%
30-ago-23	IGP-M (ago/23) - Var. mensal	-0,14%	0,03%
30-ago-23	Criação de empregos formais (jul/23) - Milhares	143	145
31-ago-23	Fiscal: Resultado Primário (jul/23) - R\$ bilhões	-35,8	-32,2
31-ago-23	Taxa de desemprego (jul/23)	7,9%	7,9%
01-set-23	PIB (2T23) - Var. trimestral	0,9%	0,3%
05-set-23	Produção industrial (jul/23) - Var. mensal	-0,6%	-0,3%
12-set-23	IPCA (ago/23) - Var. mensal	0,23%	0,28%
14-set-23	Volume real do setor de serviços (jul/23) - Var. mensal	0,5%	0,5%
15-set-23	Vendas no varejo restrito (jul/23) - Var. mensal	0,7%	0,5%
18-set-23	IBC-Br (jul/23) - Var. mensal	-	-

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, nos dias 1 e 2 de agosto, o Copom reduziu a taxa Selic em 0,50 p.p., para 13,25% a.a. As autoridades avaliaram que a evolução do cenário desde a última reunião permitiu acumular a confiança necessária para iniciar um ciclo gradual de flexibilização monetária. A magnitude do corte na taxa de juros, porém, não foi consensual, tendo cinco membros optado pela redução de 0,50 p.p., enquanto quatro votaram por uma flexibilização menor, de 0,25 p.p.

O grupo que defendeu uma redução da taxa de juros mais parcimoniosa reforçou a sinalização anterior de cautela pelo comitê, não tendo ocorrido alterações relevantes no cenário ou projeções do Comitê que justificassem uma reavaliação dessa sinalização. Por outro lado, a maioria considerou que a postura de política monetária em patamar significativamente contracionista permite um início do ciclo já no ritmo de 0,50 p.p., sem detrimento do comprometimento com a meta e a credibilidade da política monetária. Além disso, destacaram alguns

desenvolvimentos desde a reunião anterior, como a dinâmica recente de inflação mais benigna do que era esperado, a reancoragem parcial relativamente rápida após a definição da meta pelo CMN e a adequação de recalibrar a taxa de juros real em função dos movimentos nas expectativas de inflação.

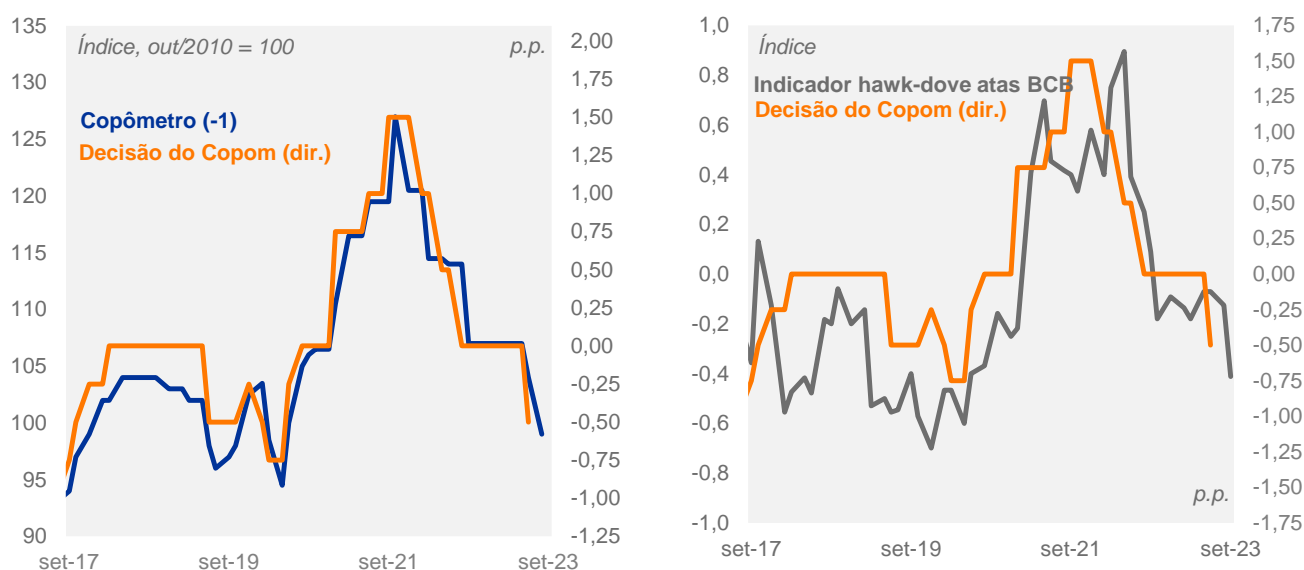
Olhando à frente, os membros do Comitê concordaram unanimemente com manutenção do ritmo de 0,50 p.p. nas próximas reuniões. Além disso, indicaram que uma intensificação adicional do ritmo de ajustes é pouco provável, já que isso exigiria surpresas positivas substanciais que elevassem ainda mais a confiança na dinâmica desinflacionária prospectiva. O fator que poderia alterar esse cenário seria uma alteração significativa dos fundamentos da dinâmica da inflação, tais como uma reancoragem bem mais sólida das expectativas, uma abertura contundente do hiato do produto ou uma dinâmica substancialmente mais benigna do que a esperada da inflação de serviços.

Por fim, o comitê reforçou que, apesar de iniciar o processo de flexibilização, tem o firme objetivo de manter a política monetária contracionista, visando a reancoragem das expectativas e a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante.

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 uma manutenção do ritmo de flexibilização da taxa Selic em setembro, com corte de 0,50 p.p..

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 dovish (direção de menos juros, -1), neutro (0) e hawkish (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 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 no campo negativo (-0,41), compatível com redução dos juros.

Copômetro Itaú Unibanco e algoritmo de leitura de atas



Fonte: BCB, Itaú

5 – Nossa visão

Na última reunião, o Copom afirmou que há apoio unânime quanto a manter o ritmo de 50 p.b. nas próximas decisões. As autoridades estabeleceram uma barra relativamente alta para a aceleração do processo de flexibilização, ao menos no curto prazo, que exigiria uma reancoragem mais forte das expectativas, uma ampliação mais acentuada do hiato do produto ou uma inflação de serviços substancialmente menor.

Desde a última reunião, o conjunto de informações evoluiu de maneira ambígua. Por um lado, foram divulgados dados mais benignos de inflação, com recuo dos núcleos de serviços. Por outro, o PIB do segundo trimestre surpreendeu para cima, o ambiente externo se tornou mais complexo (com aumento dos juros longos nos Estados Unidos e economia ainda resiliente), as dúvidas locais sobre o cumprimento da meta de orçamento equilibrado em 2024 se intensificaram, e o real depreciou em relação ao dólar.

Dessa forma, esperamos um corte de 50 p.b. da Selic para 12,75% a.a., com o comitê reforçando, por ora, que há unanimidade para manutenção do ritmo e, portanto, sem abrir espaço para discussão de aceleração do ritmo de cortes no curto prazo. O balanço de riscos para a inflação deve continuar sendo descrito como simétrico, com as autoridades adicionando que anteveem um hiato do produto mais estreito que o utilizado atualmente pelo Comitê em seu cenário de referência.

Em seu *guidance*, o Copom provavelmente manterá a sinalização de serenidade e moderação na condução da flexibilização monetária, a fim de que se consolide o processo de desinflação e a ancoragem das expectativas em torno de suas metas. Entendemos que seria prematuro abrir espaço para discussão de aceleração de corte neste momento, dado o risco que tal comunicação atrapalhe o processo de convergência das expectativas de inflação.

No entanto, olhando para além da reunião que se aproxima, acreditamos que a dinâmica mais benigna da inflação de serviços, assim como a esperada desaceleração da economia (que deve ficar mais evidente ao longo da segunda metade do ano), devem permitir cortes maiores na virada do ano (isto é, em dezembro), bem como um ciclo mais profundo. Com isso, nossa expectativa é que a taxa Selic encerre 2023 em 11,50% a.a., e 9,00% em 2024.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

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

App Itaú Análises Econômicas
Nossos relatórios no seu celular.
Baixe agora na App Store ou no Google Play.



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 520/2021.
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.itaubr.com.br/atendimento-itaubr/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.