

## Cockpit do Copom: prescrição futura mantida, neste momento

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 19 e 20 de março. Esperamos um corte de 50 p.b. da taxa Selic, para 10,75% a.a., com as autoridades afirmando que, neste momento, antevêm reduções de mesma magnitude nas próximas reuniões.
- ▶ Vemos como mais provável a manutenção de tal prescrição nesta reunião, ainda que com a citada qualificação, considerando (1) seu papel em evitar um aumento de volatilidade com relação às expectativas para as próximas decisões; (2) a distância ainda existente para o fim do ciclo de cortes; (3) o fato de que o Copom vem ressaltando, e deve reforçar, que essa comunicação já embute a condicionalidade apropriada em um ambiente incerto, especificando este que este será o curso de ação caso se confirme o cenário esperado. Nesse contexto, avaliamos que a qualificação, que seria uma sinalização relevante, deveria aparecer no comunicado, e ser elaborada na ata da reunião. Isto porque imprimir um tom marcadamente distinto entre comunicado e ata prejudica o entendimento, pelos agentes, da estratégia de política monetária.
- ▶ O balanço de riscos para a inflação deve continuar sendo descrito como simétrico, com o comitê destacando que a conjuntura, em particular devido ao cenário internacional, segue incerta e exige cautela na condução da política monetária.
- ▶ Com relação às projeções de inflação do Copom, não esperamos alterações, com as estimativas em 3,5% para 2024 e 3,2% para 2025.

### 1 – Projeções de inflação

Comparadas ao apresentado na reunião de janeiro, 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 permanecer inalteradas em 3,5% e 3,2% para 2024 e 2025, respectivamente.

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus recuaram de 3,81% para 3,77% em 2024, subiram 0,1p.p. para 2025 (3,51%) e mantiveram-se estáveis em 2026 (em 3,50%), acima da meta por todo o horizonte. As projeções para a taxa Selic permaneceram inalteradas em 9,0% para 2024 e em 8,50% para 2025 e 2026. 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 Focus (% , final do ano)						
	2024		2025		2026	
	Copom (jan)	Atual*	Copom (jan)	Atual*	Copom (jan)	Atual*
IPCA	3,81	3,77	3,50	3,51	3,50	3,50
Crescimento do PIB	1,60	1,78	2,00	2,00	2,00	2,00
Taxa Selic	9,00	9,00	8,50	8,50	8,50	8,50
Taxa de câmbio (BRL/USD)	4,92	4,93	5,00	5,00	5,05	5,04

\*considerando o relatório Focus mais recente.

Fonte: BCB, Itaú.

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

Período	Reunião de Setembro	Reunião de Outubro	Reunião de Dezembro	Reunião de Janeiro	Reunião de Março (projeção)
2024	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%
2025	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Evolução das variáveis exógenas					
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	4,90	5,00	4,90	4,95	4,95
Taxa Selic (%) 2024	9,00%	9,25%	9,25%	9,00%	9,00%
Taxa Selic (%) 2025	8,50%	8,75%	8,50%	8,50%	8,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2024	3,86%	3,90%	3,93%	3,81%	3,77%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,51%

Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Itaú.

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

## 2 – Evolução dos preços de ativos

Desde a última reunião do Copom e até a publicação deste relatório, houve avanço na taxa do título de 10 anos do Tesouro norte-americano, de 3,91% para 4,29% a.a. A cotação de petróleo Brent teve pouca mudança, subindo de 82 para 85 dólares por barril. Os preços das commodities agrícolas acentuaram tendência de queda, enquanto as commodities industriais permaneceram virtualmente estáveis. A taxa de câmbio manteve-se ao redor de 4,98 reais por dólar, enquanto o risco-país medido pelo CDS de 5 anos seguiu recuando.

Preços de ativos		
	Último Copom (jan)	Atual*
US Treasury 10 anos	3,91	4,29
Preço do petróleo (Brent)	82	85
Commodities agrícolas**	688	638
Índice CRB RIND***	543	549
CDS 5 anos	139	124
Taxa de câmbio (BRL/USD)	4,96	4,99

\*Consideranço os preços vigentes às 18 horas de 14 de março.

\*\*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, vemos sinais de melhora na atividade econômica e piora qualitativa nos dados correntes de inflação.

O PIB do 4T23 permaneceu estável (0,0% na variação trimestral com ajuste sazonal), ligeiramente abaixo da mediana das expectativas de mercado (0,1%), com alguma desaceleração no setor de serviços e contribuição levemente negativa do setor agrícola. Olhando para o ano de 2023 como um todo, a agricultura foi o principal vetor positivo pelo lado da oferta, com expansão de 15,1%. Pelo lado da demanda, consumo das famílias seguiu robusto (+2,8%), sustentando o crescimento.

Nas últimas duas divulgações, a produção industrial ficou acima das expectativas de mercado. Em particular, a queda vista em janeiro foi puxada pelo setor extrativo, que é menos sensível à política monetária, com a parte de indústria de transformação caindo menos do que o esperado. As vendas no varejo de dezembro cresceram menos que o previsto, mas o dado de janeiro mostrou avanço mensal de 2,5% no índice restrito ante expectativas de 0,20%, corroborando um cenário mais construtivo para a atividade no primeiro semestre de 2024. O resultado do setor de serviços também mostrou uma surpresa positiva relevante, com alta de mensal de 0,70% em janeiro ante expectativa de queda de 0,40%. O mercado de trabalho segue apertado, com taxa de desemprego baixa e salários acelerando.

Quanto à inflação, a surpresa altista no IPCA de janeiro foi acompanhada de uma composição pior, com alta de serviços subjacentes e itens ligados ao mercado de trabalho.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
02-fev-24	Produção industrial (dez/23) - Var. mensal	1,10%	0,30%
07-fev-24	Fiscal: Resultado Primário (dez/23) - R\$ bilhões	-116,1	-125,5
07-fev-24	Vendas no varejo restrito (dez/23) - Var. mensal	-1,30%	-0,10%
08-fev-24	IPCA (jan/24) - Var. mensal	0,42%	0,34%
09-fev-24	Volume real do setor de serviços (dez/23) - Var. mensal	0,30%	0,80%
19-fev-24	IBC-Br (dez/23) - Var. mensal	0,82%	0,75%
27-fev-24	IPCA-15 (fev/24) - Var. mensal	0,78%	0,83%
28-fev-24	IGP-M (fev/24) - Var. mensal	-0,52%	-0,53%
29-fev-24	Taxa de desemprego (jan/24)	7,60%	7,80%
01-mar-24	PIB (4T23) - Var. trimestral	0,00%	0,10%
06-mar-24	Produção industrial (jan/24) - Var. mensal	-1,60%	-1,70%
07-mar-24	Fiscal: Resultado Primário (jan/24) - R\$ bilhões	102,1	96,7
12-mar-24	IPCA (fev/24) - Var. mensal	0,83%	0,79%
14-mar-24	Vendas no varejo restrito (jan/24) - Var. mensal	2,50%	0,20%
15-mar-24	Volume real do setor de serviços (jan/24) - Var. mensal	0,70%	-0,40%
15-mar-24	Criação de empregos formais (jan/24) - Milhares	180	85
18-mar-24	IBC-Br (jan/24) - 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 30 e 31 de janeiro, o Copom, com sua nova composição, tomou por unanimidade a decisão amplamente esperada de manter o ritmo de redução dos juros (levando a taxa Selic para 11,25% a.a.) e praticamente repetiu a comunicação anterior.

Na ata, o comitê não trouxe mudanças na mensagem geral sobre condução da política monetária, assim como o comunicado. No entanto, as autoridades acrescentaram algumas observações de viés mais duro ao avaliarem como o cenário evoluiu desde a reunião anterior – particularmente no que diz respeito à atividade econômica. Recebeu destaque a possibilidade de que o arrefecimento esperado à frente se revele menos intenso, em resultado de uma renda das famílias mais robusta devido a aumentos do salário-mínimo, de benefícios sociais e a um mercado de trabalho apertado. Foi também mencionado que os mercados de crédito e de capitais estão demonstrando maior dinamismo. No que diz respeito à inflação, o comitê observou que há um potencial transbordamento da desinflação de alimentos e bens industriais (fatores temporários de oferta) para o componente de serviços, mas com pressão de ganhos salariais acima da inflação (possivelmente, uma questão mais duradoura de demanda).

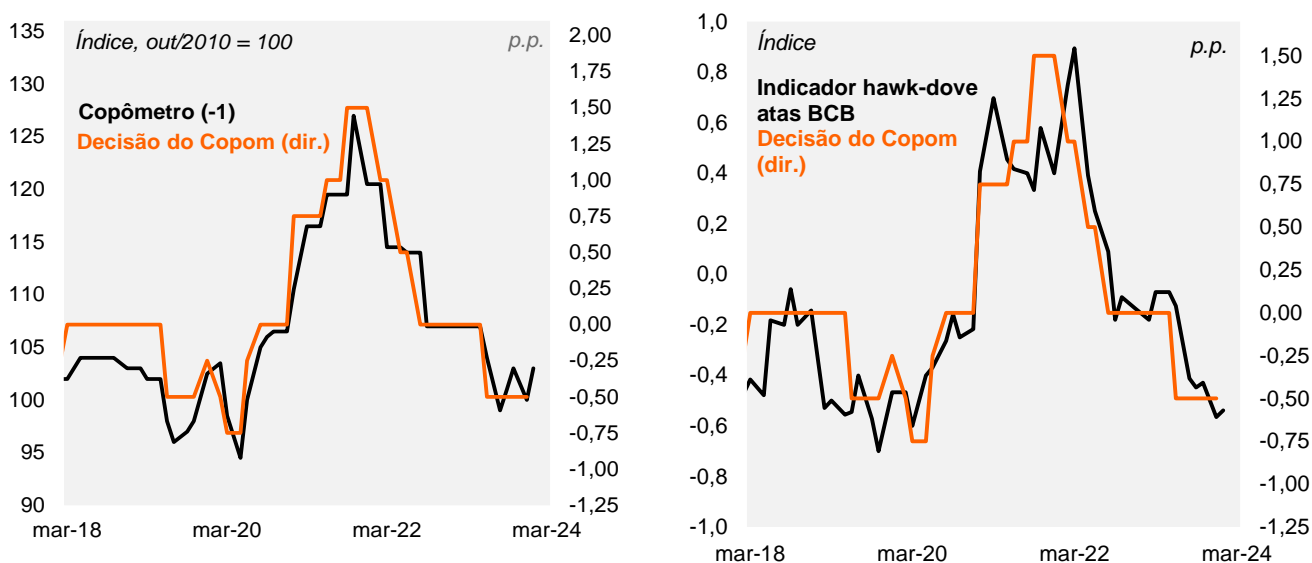
Em comunicações públicas após a reunião, um membro do comitê comentou a preocupação da autarquia com a inflação de serviços, e enfatizou que ainda há dúvidas com relação à influência que o mercado de trabalho aquecido, e com alta de salários, tem na dinâmica de preços de serviços. Quanto ao *guidance*, o mesmo membro destacou que a estratégia adotada até então, de ritmo de redução de 0,50 p.p. tem funcionado e reduzido a volatilidade do mercado, apesar de significar certa perda de liberdade para a autoridade monetária.

Já outro participante do Copom fez colocações mais duras, demonstrando preocupação não somente com o fato de as expectativas para 2025 e 2026 estarem acima da meta, mas também com o fato de que essa desancoragem já dura um período de tempo considerável.

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 teor das comunicações recentes, com mensagens mais duras, indica um menor orçamento de juros, e não abre espaço para discussão sobre aumento de ritmo de cortes.

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 (-0,54), compatível com redução dos juros no ritmo atual.

### Copômetro Itaú Unibanco e algoritmo de leitura de atas



Fonte: BCB, Itaú

## 5 – Nossa visão

Esperamos um corte de 50 p.b. da taxa Selic, para 10,75% a.a., com as autoridades afirmando que, neste momento, anteveem reduções de mesma magnitude nas próximas reuniões.

Vemos como mais provável a manutenção de tal prescrição nesta reunião, ainda que com a citada qualificação, considerando (1) seu papel em evitar um aumento de volatilidade com relação às expectativas para as próximas decisões; (2) a distância ainda existente para o fim do ciclo de cortes; (3) o fato de que o Copom vem ressaltando, e deve reforçar, que essa comunicação já embute a condicionalidade apropriada em um ambiente incerto, especificando este que este será o curso de ação caso se confirme o cenário esperado. Nesse contexto, avaliamos que a qualificação, que seria uma sinalização relevante, deveria aparecer no comunicado, e ser elaborada na ata da reunião. Isto porque imprimir um tom marcadamente distinto entre comunicado e ata prejudica o entendimento, pelos agentes, da estratégia de política monetária.

Por fim, o balanço de riscos para a inflação deve continuar sendo descrito como simétrico, com o comitê destacando que a conjuntura, em particular devido ao cenário internacional, segue incerta e exige cautela na condução da política monetária. Com relação às projeções de inflação do Copom, não esperamos alterações, com as estimativas em 3,5% para 2024 e 3,2% para 2025.

### Pesquisa macroeconômica – Itaú

**Mario Mesquita** – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba.com.br/analises-economicas>

**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 20, de 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 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.