

Cockpit do Copom: acelerando novamente, para 100 p.b.

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 10 e 11 de dezembro. Esperamos que o comitê opte por acelerar o ritmo de ajuste para 100 p.b. (de 50 p.b. na reunião anterior), levando a taxa Selic para 12,25% a.a.
- ▶ Comparadas ao apresentado na reunião de novembro, 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 subir: para 4,8% para 2024 (ante 4,6% na reunião de novembro), para 4,6% em 2025 (ante 3,9%), e, mais importante, para 4,1% (de 3,6%) no horizonte relevante (2T26).
- ▶ Ao longo dos últimos meses, testemunhamos um crescente de incerteza e aversão a risco. Parte dessa pressão decorreu do contexto externo, mas foi também bastante impulsionada pelo anúncio de um ajuste fiscal que, pelo menos em um primeiro momento, frustrou os analistas independentes.
- ▶ A taxa de câmbio, variável relevante para as perspectivas de inflação, chegou à sua máxima histórica, acumulando depreciação intensa (e bastante descolada das moedas de mercados emergentes). As expectativas de inflação tiveram alta acentuada, seja nas métricas implícitas em preços de ativos, seja na pesquisa Focus, onde as medianas das projeções para 2025 e 2026 tiveram saltos comparáveis a poucos episódios do passado, inclusive na data crítica utilizada como referência para a decisão desta semana. Esse cenário preocupante requer uma postura mais vigorosa por parte da autoridade monetária.
- ▶ Em adição a essa deterioração, outro condicionante importante da inflação evoluiu em direção consistente com maior pressão: a atividade econômica medida pelo PIB do 3º trimestre surpreendeu para cima, indicando dinamismo maior que o esperado. O mercado de trabalho seguiu aquecido, com a taxa de desemprego fazendo nova mínima histórica.
- ▶ Em nossa visão, a reação mais provável da autoridade monetária a tais desdobramentos será uma nova intensificação no ritmo de alta da taxa básica de juros, que deverá subir em 100 p.b. para 12,25% a.a. Tal decisão, unânime, seria justificada pela piora do cenário base e das projeções de inflação, com um balanço de riscos ainda assimétrico para cima, que levam à necessidade de avançar mais em território contracionista.
- ▶ Para a próxima reunião, o Copom deve afirmar que antevê um ajuste de mesma magnitude (leia-se, 100 p.b.) e indicar que, diante da piora das projeções e do balanço de riscos, além da possibilidade de desancoragem adicional das expectativas, a taxa de juros deverá se manter em patamar contracionista pelo tempo necessário, diante do firme compromisso do comitê no processo de convergência da inflação à meta. Com esse contexto, acreditamos que a taxa terminal deve ser maior que nossa atual projeção de 13,50% a.a.

1 – Projeções de inflação

As tabelas abaixo resumem as projeções 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. A taxa de câmbio utilizada (em R\$/US\$) considera o procedimento do BCB de utilizar a média dos últimos 10 dias úteis.

Comparadas ao apresentado na reunião de novembro, 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 subir: para 4,8% para 2024 (ante 4,6%), para 4,6% em 2025 (ante 3,9%), e, mais importante, subir para 4,1% (de 3,6%) no horizonte relevante (2T26), sem sinal de convergência para a meta de 3,0% no horizonte relevante para a política monetária.

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus subiram intensamente para 4,84% em 2024 (de 4,55%), para 4,59% em 2025 (de 4,00%) e para 4,00% em 2026 (de 3,60%). Para a taxa Selic, a projeção de 2024 subiu para 12,00% (de 11,75%), para 13,50% em 2025 (de 11,25%), e para 11,00% em 2026 (de 9,50%).

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"*			
Período	Reunião de Setembro	Reunião de Novembro	Reunião de Dezembro (proj)
2024	4,3%	4,6%	4,8%
2025	3,7%	3,9%	4,6%
Horizonte relevante	3,5% (1T26)	3,6% (2T26)	4,1% (2T26)
Evolução das variáveis exógenas			
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,60	5,75	6,00
Taxa Selic (%) 2024	11,25%	11,75%	12,00%
Taxa Selic (%) 2025	10,50%	11,25%	13,50%
Taxa Selic (%) 2026	9,50%	9,50%	11,00%
Expectativa de inflação (Focus) 2024	4,35%	4,55%	4,84%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	3,95%	4,00%	4,59%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	3,61%	3,60%	4,00%

Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Itaú.

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

Projeções Focus (% , final do ano)						
	2024		2025		2026	
	Último Copom	Atual*	Último Copom	Atual*	Último Copom	Atual*
IPCA	4,55	4,84	4,00	4,59	3,60	4,00
Crescimento do PIB	3,10	3,39	1,93	2,00	2,00	2,00
Taxa Selic	11,75	12,00	11,25	13,50	9,50	11,00
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,48	5,95	5,40	5,77	5,35	5,73

*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, o principal destaque na variação de preços de ativos foi a significativa depreciação cambial, que subiu de 5,75 para 6,05. Já a percepção de risco-país medido pelo CDS de 5 anos teve uma pequena alta. A taxa do título de 10 anos do Tesouro norte-americano teve pequeno recuo. A cotação de petróleo tipo Brent oscilou para baixo, de 76 para 72 dólares por barril, enquanto o preço de commodities agrícolas e industriais apresentaram uma leve queda.

Preços de ativos		
	Reunião anterior	Atual*
US Treasury 10 anos	4,27	4,17
Preço do petróleo (Brent)	76	72
Commodities agrícolas**	620	615
Índice CRB RIND***	552	545
CDS 5 anos	165	167
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,75	6,05

*Consideração os preços vigentes no fechamento de mercado do dia anterior à publicação.

**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. O principal destaque vai para a surpresa positiva no PIB do 3º trimestre (aumento de 0,9% t/t com ajuste sazonal e 4,0% a/a, ante consenso de 0,8% t/t e 3,8% a/a). Esta é explicada, do lado da oferta, pelo crescimento mais forte no setor de serviços, e, do lado da demanda, por um forte desempenho do consumo das famílias, impulsionado por um mercado de trabalho resiliente (evidenciado pela taxa de desemprego na mínima histórica de 6,2%) e condições favoráveis para crédito.

Já para os dados de inflação, o mais recente foi o IPCA-15 de novembro, que trouxe uma surpresa altista (0,62% m/m, ante consenso de 0,5% m/m). A principal surpresa veio em itens mais voláteis e que não compõem os núcleos de inflação, como passagem aérea e pacote turístico. Em relação aos núcleos, serviços subjacentes vieram abaixo das expectativas puxados por alimentação fora do domicílio, enquanto industriais subjacentes vieram em linha com as expectativas.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
07-nov-24	Fiscal: Resultado Primário (set/24) - R\$ bilhões	-5,3	-5,4
08-nov-24	IPCA (out/24) - Var. mensal	0,56%	0,54%
12-nov-24	Vendas no varejo restrito (set/24) - Var. mensal	0,5%	1,4%
13-nov-24	Volume real do setor de serviços (ago/24) - Var. mensal	1,0%	0,70%
14-nov-24	IBC-Br (ago/24) - Var. mensal	0,80%	0,50%
25-nov-24	IPCA-15 (out/24) - Var. mensal	0,62%	0,50%
27-nov-24	Criação de empregos formais (set/24) - Milhares	132,7	192,5
28-nov-24	IGP-M (out/24) - Var. mensal	1,30%	1,17%
29-nov-24	Taxa de desemprego (set/24)	6,2%	6,2%
03-dez-24	PIB (3T24) - Var. trimestral	0,9%	0,8%
03-dez-24	Fiscal: Resultado Primário (out/24) - R\$ bilhões	40,8	41
04-dez-24	Produção Industrial (set/24) - Var. mensal	-0,20%	0,10%
10-dez-24	IPCA (nov/24) - Var. mensal	-	0,38%
11-dez-24	Volume real do setor de serviços (ago/24) - Var. mensal	-	0,6%

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 e Copômetro

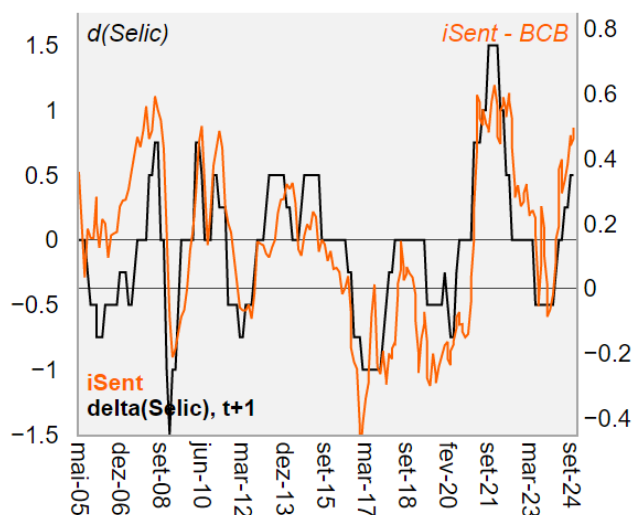
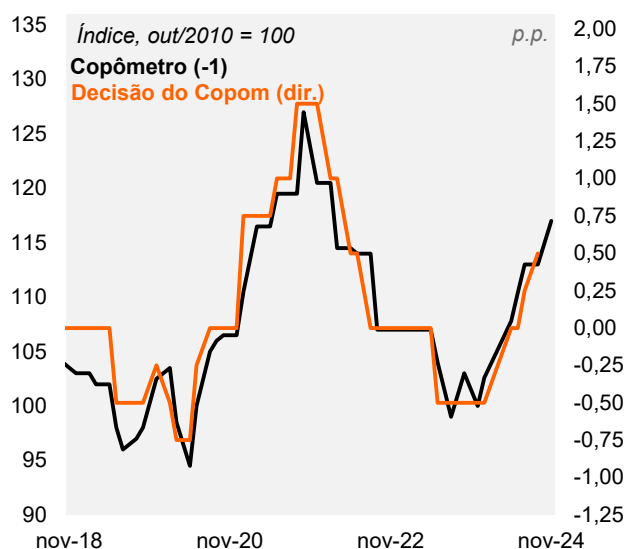
Em sua última reunião de política monetária, nos dias 5 e 6 de novembro, o Copom optou, em decisão unânime, por acelerar o ritmo de aperto monetário, para uma alta de 50 p.b. (ante 25 p.b. na reunião anterior), levando a taxa Selic para 11,25% a.a., como amplamente esperado pelo mercado.

O comunicado não sinalizou um ritmo específico para as próximas decisões, mas deixou clara a relevância de medidas fiscais estruturais, que estavam por ser anunciadas. Já a ata do Copom indicou que as autoridades poderiam prolongar o ciclo de aperto monetário se as expectativas de inflação continuassem a se deteriorar. Também sinalizou que a manutenção de um ritmo de 50 p.b. era apropriada naquele momento, considerando as condições econômicas e incertezas prospectivas. No entanto, em nossa visão, na possibilidade de piora das condições econômicas e expectativas de inflação, as autoridades deixaram a porta aberta para um aumento do ritmo de aperto à frente.

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 as mensagens possuem tons mais duros, o que, à vista das condições atuais, é compatível com a expectativa de aumento do ritmo de alta da taxa Selic.

Além do Copômetro, desenvolvemos o [iSent, Classificador do Itaú de Sentimento do Banco Central](#), baseado no GPT-4, desenvolvido pela nossa equipe de ciência de dados usando frases publicadas em documentos oficiais dos bancos centrais, rotuladas por nossos economistas. Nosso conjunto de dados rotulados é composto por cerca de mil frases de documentos oficiais do Banco Central do Brasil. Cada sentença foi classificada como *dovish*, *neutral*, *hawkish* ou fora de contexto e o índice é construído com base na presença relativa de cada classe dentro do documento. O índice é um valor entre -1 e 1 e é maior quando o tom percebido é mais *hawkish*. O iSent-BCB tem uma boa aderência às mudanças atuais e futuras da taxa de juros no Brasil (correlação em torno de 0,8). Uma análise visual confirma uma boa aderência do índice e a mudança da taxa Selic uma reunião à frente. Na verdade, o índice capturou bem a maioria das mudanças nos últimos 18 anos, principalmente os ciclos de alta no final dos anos 2000 e início dos anos 2020. Para a próxima reunião, o índice sugere que a comunicação recente é consistente com um aumento mais rápido da taxa de juros.

Copômetro Itaú Unibanco e Classificador do Itaú iSent



5 – Nossa visão

Ao longo dos últimos meses, testemunhamos um crescente de incerteza e aversão a risco. Parte dessa pressão decorreu do contexto externo, mas foi também bastante impulsionada pelo anúncio de um ajuste fiscal que, pelo menos em um primeiro momento, frustrou expectativas dos analistas independentes. A taxa de câmbio, variável relevante para as perspectivas de inflação, chegou à sua máxima histórica, acumulando depreciação intensa (e bastante descolada das moedas de mercados emergentes). As expectativas de inflação tiveram alta acentuada, seja nas métricas implícitas em preços de ativos, seja na pesquisa Focus, onde as medianas das projeções para 2025 e 2026 tiveram saltos comparáveis a poucos episódios do passado, inclusive na data crítica utilizada como referência para a decisão desta semana. Tal cenário demanda uma ação mais vigorosa por parte do Copom.

Em adição a essa deterioração, outro condicionante importante da inflação evoluiu em direção consistente com maior pressão: a atividade econômica medida pelo PIB do 3º trimestre surpreendeu para cima, indicando dinamismo maior que o esperado. O mercado de trabalho seguiu aquecido, com a taxa de desemprego fazendo nova mínima histórica.

Em nossa visão, a reação mais provável da autoridade monetária a tais desdobramentos será uma nova intensificação no ritmo de alta da taxa básica de juros, que deverá subir em 100 pontos base para 12,25% a.a. Tal decisão, unânime, seria justificada pela piora do cenário base e das projeções de inflação, com um balanço de riscos ainda assimétrico para cima, que levam à necessidade de avançar mais em território contracionista.

Para a próxima reunião, o Copom deve sinalizar que antevê um ajuste de mesma magnitude (leia-se, 100 p.b.) e indicar que, diante da piora das projeções e do balanço de riscos, além da possibilidade de desancoragem adicional das expectativas, a taxa de juros deverá se manter em patamar contracionista pelo tempo necessário, diante do firme compromisso do comitê no processo de convergência da inflação à meta. Com esse contexto, acreditamos que a taxa terminal deve ser maior que nossa atual projeção de 13,50% a.a.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba-pt/analises-economicas>



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.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.