

Cockpit do Copom: juros estáveis, por ora

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 30 e 31 de julho, com um pano de fundo que se tornou, novamente, mais complexo desde a decisão anterior.
- ▶ A despeito de alguma melhora no ambiente externo, a percepção de risco local se manteve elevada e preços de ativos no geral passaram por forte volatilidade. A taxa de câmbio, que é um dos insumos mais voláteis para o modelo de inflação do BCB, avançou de R\$ 5,30/dólar na reunião anterior (e 5,15 na reunião de maio) para cerca de 5,55 (média de 10 dias úteis encerrados na sexta-feira passada, valor utilizado pelo BC para rodar o modelo).
- ▶ Dados de atividade econômica divulgados desde a última decisão seguiram mostrando um quadro de resiliência e de aquecimento do mercado de trabalho – com salários sob pressão, que são consistentes com aumento da inflação de serviços à frente. A propósito, após uma sequência de divulgações benignas, o IPCA-15 de julho trouxe uma surpresa para cima relevante e preocupante neste componente, marcando, ao nosso ver, uma inflexão na direção de alta do indicador de serviços subjacentes. Desde o último Copom, a expectativa de inflação para 2025 teve elevação adicional de 16 pontos base, para 3,96%, enquanto para 2026 não mudou (3,60%).
- ▶ Simulando o modelo do BCB com estes insumos, esperamos alta das projeções de inflação de 3,4% para 3,7% em 2025 e de 3,2% para 3,3% em 2026, no cenário de referência. No cenário alternativo, com juros constantes, o incremento deve ser de 3,1% para 3,5% em 2025. Também deve ser divulgada a projeção para a inflação acumulada até o 1T26, em 3,2%.
- ▶ Sob essas condições, o comitê deve renovar a promessa de vigilância, e afirmar que avaliará se a estratégia de manutenção da política monetária em patamar contracionista por tempo suficiente será capaz de assegurar o processo de desinflação e reancoragem das expectativas. Um possível sinal mais duro, mas inteiramente cabível, seria a descrição de um balanço de riscos assimétrico para cima, acompanhada da afirmação de que o comitê não hesitará em retomar o ciclo de ajuste (para cima). Acreditamos, ademais, que uma minoria do comitê já deve ter tal avaliação do balanço de riscos, o que tende a aparecer no ciclo de comunicação associado à próxima reunião do Copom.

1 – Projeções de inflação

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. A taxa de câmbio utilizada (em R\$5,55/US\$) considera o procedimento do BCB de utilizar a média dos últimos 10 dias úteis.

Comparadas ao apresentado na reunião de junho, 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 4,2% e 3,7% para 2024 e 2025 (de 4,0% e 3,4%, respectivamente). A projeção para 2026, que tende a ganhar relevância crescente nas próximas reuniões, deve subir de 3,2% para 3,3%, também acima da meta, ainda que por margem limitada. No cenário alternativo, com juros constantes, o incremento deve ser de 3,1% para 3,5% em 2025. Também deve ser divulgada a projeção para a inflação acumulada até o 1T26, em 3,2%.

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus avançaram de 3,96% para 4,10% em 2024, subiram 0,16 p.p. para 2025 (3,96%) e mantiveram-se estáveis em 3,60% para 2026, acima da meta por todo o horizonte. Não houve, ainda, alteração nas projeções para a taxa Selic, que seguiram em 10,50% para 2024, 9,50% para 2025 e 9,00% para 2026.

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"					
Período	Reunião de Maio	Reunião de Junho - referência	Reunião de Junho - alternativo**	Reunião de Julho (projeção) - referência	Reunião de Julho (projeção) - alternativo**
2024	3,8%	4,0%	4,0%	4,2%	4,2%
2025	3,3%	3,4%	3,1%	3,7%	3,5%
2026 / 1T26	--	3,2%	-- / --	3,3% / --	-- / 3,2%
Evolução das variáveis exógenas					
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,15	5,30	4,95	5,55	5,55
Taxa Selic (%) 2024	9,63%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%
Taxa Selic (%) 2025	9,00%	9,50%	9,50%	9,50%	10,50%
Taxa Selic (%) 2026	8,75%	9,00%	9,00%	9,00%	10,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2024	3,72%	3,96%	3,96%	4,10%	4,10%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	3,64%	3,80%	3,80%	3,96%	3,96%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	3,50%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%

Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Itaú.
* Modelo elaborado pelo Itaú replicando o modelo do Banco Central.
**Cenário no qual a taxa Selic é mantida constante ao longo do horizonte relevante.

Projeções Focus (% , final do ano)						
	2024		2025		2026	
	Copom (jun)	Atual*	Copom (jun)	Atual*	Copom (jun)	Atual*
IPCA	3,96	4,10	3,80	3,96	3,60	3,60
Crescimento do PIB	2,08	2,19	2,00	1,94	2,00	2,00
Taxa Selic	10,50	10,50	9,50	9,50	9,00	9,00
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,13	5,30	5,10	5,25	5,12	5,25

*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 10 anos do Tesouro norte-americano ficou virtualmente estável ao redor de 4,20%. A cotação de petróleo Brent teve queda expressiva, de 85 para 81 dólares por barril, acompanhada por uma redução nos preços das commodities agrícolas e industriais. A taxa de câmbio, atualmente em 5,66, se depreciou significativamente frente aos 5,43 reais por dólar observados na reunião de junho, movimento mais intenso do que o observado em outras economias da região. Já o risco-país medido pelo CDS de 5 anos teve pouca alteração (-2p.b para 157).

Preços de ativos		
	Último Copom (jun)	Atual*
US Treasury 10 anos	4,22	4,19
Preço do petróleo (Brent)	85	81
Commodities agrícolas**	675	606
Índice CRB RIND***	552	542
CDS 5 anos	159	157
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,43	5,66

*Consideração os preços vigentes no fechamento de 26 de julho.
**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 atividade econômica e o mercado de trabalho continuam mostrando força, enquanto o núcleo da inflação de serviços, que já rodava em patamar alto, acelerou novamente.

Em maio, a produção industrial contraiu 0,9% no mês (-1,0% a/a), dessa vez refletindo os impactos das enchentes do Rio Grande do Sul. Por outro lado, a receita real do setor de serviços ficou estável em relação ao mês anterior (0,8% a/a), enquanto as vendas no varejo ampliado subiram 0,8% (+5,0% a/a), ambas acima do esperado pelo mercado. De maneira geral, as enchentes do Rio Grande do Sul parecem ter tido efeito menor do que o previamente estimado sobre a atividade econômica em maio e os dados para junho seguem apontando para uma atividade econômica resiliente – o nosso IDAT-Atividade avançou 0,5% m/m em junho. Quanto ao mercado de trabalho, a taxa de desemprego recuou mais uma vez em junho, puxada principalmente pelo setor formal, enquanto a taxa de participação seguiu estável. Além disso, os salários reais continuaram subindo.

Do lado da inflação, após a leitura do IPCA de junho vir mais fraca que o consenso, o IPCA-15 de julho surpreendeu para cima e com abertura pior, especialmente em função da aceleração dos serviços subjacentes. Para frente, esperamos que o componente de serviços siga pressionado, refletindo o mercado de trabalho apertado. Também esperamos aceleração dos bens industriais, refletindo o câmbio mais depreciado.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
26-jun-24	IPCA-15 (jun/24) - Var. mensal	0,39%	0,44%
27-jun-24	IGP-M (jun/24) - Var. mensal	0,81%	0,85%
27-jun-24	Criação de empregos formais (mai/24) - Milhares	132	200
28-jun-24	Fiscal: Resultado Primário (mai/24) - R\$ bilhões	-61,0	-59,5
28-jun-24	Taxa de desemprego (mai/24)	7,1%	7,3%
03-jul-24	Produção industrial (mai/24) - Var. mensal	-0,9%	-1,4%
10-jul-24	IPCA (jun/24) - Var. mensal	0,21%	0,30%
11-jul-24	Vendas no varejo restrito (mai/24) - Var. mensal	1,2%	-0,5%
12-jul-24	Volume real do setor de serviços (mai/24) - Var. mensal	0,0%	-0,7%
15-jul-24	IBC-Br (mai/24) - Var. mensal	0,25%	0,30%
25-jul-24	IPCA-15 (jul/24) - Var. mensal	0,30%	0,22%
29-jul-24	Fiscal: Resultado Primário (jun/24) - R\$ bilhões	-38,8	-37,0
30-jul-24	IGP-M (jul/24) - Var. mensal	-	-
30-jul-24	Criação de empregos formais (jun/24) - Milhares	-	-
31-jul-24	Taxa de desemprego (jun/24)	-	-

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 18 e 19 de junho, o Copom manteve a taxa Selic inalterada em 10,50% ao ano, como amplamente esperado. Com isso, encerrou-se a sequência de sete cortes seguidos na taxa de juros. A decisão foi unânime, em contraste com o encontro anterior, quando houve dissenso quanto ao ritmo de redução.

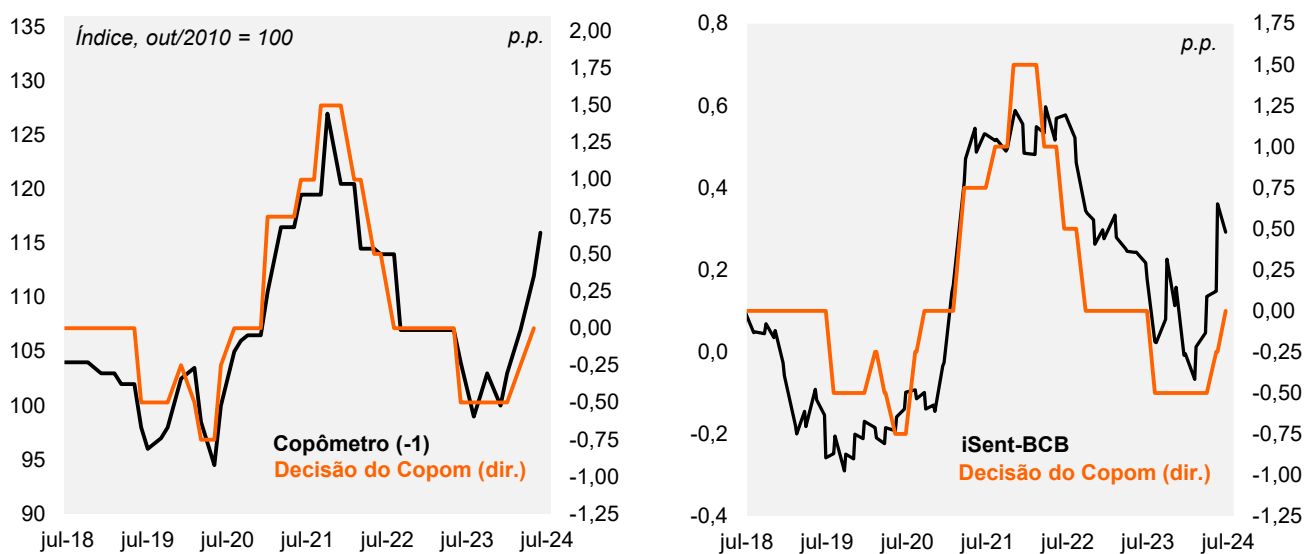
Ao optar por interromper o ciclo de queda de juros, o comitê destacou que o cenário global incerto, a conjuntura doméstica marcada por resiliência na atividade, a elevação das projeções de inflação e expectativas desancoradas demandam maior cautela. A autoridade monetária também observou que está monitorando as implicações da política fiscal na política monetária e nos preços dos ativos (leia-se, a taxa de câmbio).

Na ata, o tom da comunicação foi um pouco mais duro, trazendo uma revisão altista de sua hipótese de taxa neutra para 4,75%, versus 4,50%, além de considerar que o hiato do produto fechou, o que, em nossa visão, torna mais difícil equacionar a projeção de inflação de 3,1% para 2025.

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, é compatível com as discussões de elevação na taxa Selic, enfatizando a necessidade de uma postura cautelosa da autoridade.

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 da taxa de juros, o que, apesar de não ser nossa expectativa atual, reflete ao menos parcialmente um risco real.

Copômetro Itaú Unibanco e Classificador do Itaú iSent



Fonte: BCB, Itaú

5 – Nossa visão

Nas duas publicações mais recentes do Cockpit do Copom (maio e junho), iniciamos essa seção afirmando que o comitê voltaria a se reunir com um pano de fundo que se tornou mais complexo e desafiador. Este é o caso, novamente – em praticamente todas as dimensões.

Começando pelo aspecto que teve algum alívio, desde a reunião anterior, é possível dizer que o ambiente externo se tornou um pouco menos adverso, com dados de inflação e atividade econômica nos EUA que trouxeram a perspectiva (já plenamente incorporada nos preços de ativos) de que o Fed irá iniciar seu ciclo de afrouxamento monetário mais cedo do que esperado anteriormente. Nós passamos a esperar um primeiro corte de juros em setembro, seguidos de outros quatro ao longo do ano. A precificação de mercado hoje é consistente com esse cenário, ou mesmo um movimento um pouco mais acelerado.

A despeito dessa melhora, a taxa de câmbio, que é um dos insumos mais voláteis para o modelo de inflação do BCB, avançou de R\$ 5,30/dólar na reunião anterior (e 5,15 na reunião de maio) para cerca de 5,55 (média de 10 dias úteis encerrados hoje, valor utilizado pelo BC para rodar o modelo). O real seguiu descolado de seus pares, apesar de a pressão dos últimos poucos dias parecer ter sido mais relacionada a questões globais, com depreciação das principais “moedas de carregio”, aquelas de países que oferecem taxas de juros mais atrativas. A percepção de risco local se manteve elevada e preços de ativos no geral passaram por forte volatilidade, com dúvidas a respeito dos rumos das contas públicas ainda sendo o principal vetor de pressão. Foi deixada para trás a incerteza sobre o anúncio de contenção de gastos em 2024, que foi divulgada com alguns dias de antecedência, em R\$ 15 bilhões (valor que, a nosso ver, não inviabiliza, mas não garante, o cumprimento das regras do arcabouço em 2024). Tal anúncio era ansiosamente aguardado, mas aparentemente, a julgar pela dinâmica dos ativos, o avanço do calendário apenas deslocou o foco para a próxima data-chave, 31 de agosto (limite para envio do projeto de orçamento para 2025), e para medidas mais estruturais de contenção do gasto público, cuja dinâmica coloca ameaça o limite anual em vigor, de 2,5% em termos reais.

Os dados de atividade econômica divulgados desde a última decisão seguiram mostrando um quadro de resiliência e de aquecimento do mercado de trabalho – com salários sob pressão, que são consistentes com aumento da inflação de serviços à frente. A propósito, após uma sequência de divulgações benignas, o IPCA-15 de julho trouxe uma surpresa para cima relevante e preocupante neste componente, marcando, ao nosso ver, uma inflexão na direção de alta do indicador de serviços subjacentes. Desde o último Copom, a expectativa de inflação para 2025 teve elevação adicional de 16 pontos base, para 3,96%, enquanto para 2026 não mudou (3,60%). Simulando o modelo do BCB com estes insumos, esperamos alta das projeções de inflação de 3,4% para 3,7% em 2025 e de 3,2% para 3,3% em 2026 (que tende a ganhar relevância crescente nas próximas reuniões), no cenário de referência. No cenário alternativo, com juros constantes, o incremento deve ser de 3,1% para 3,5% em 2025. Também deve ser divulgada a projeção para a inflação acumulada até o 1T26 em 3,2%.

Com esse pano de fundo, entendemos que a política monetária se encontra no limiar de uma inflexão (nossa simulação dos modelos do BCB aponta que, nas condições atuais, a patamar de Selic necessário para levar a inflação à meta no horizonte relevante já seria de pelo menos 11,00% a.a.). Tal condição deve levar o comitê a renovar a promessa de vigilância, e afirmar que avaliará se a estratégia de manutenção da política monetária em patamar contracionista por tempo suficiente será capaz de assegurar o processo de desinflação e reancoragem das expectativas. Um possível sinal mais duro, mas inteiramente cabível, seria a descrição de um balanço de riscos assimétrico para cima, acompanhada da afirmação de que o comitê não hesitará em retomar o ciclo de ajuste (para cima). Acreditamos, ademais, que uma minoria do comitê já deve ter tal avaliação do balanço de riscos, o que tende a aparecer no ciclo de comunicação associado à próxima reunião do Copom.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaú.com.br/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.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.