

Cockpit do Copom: início do ciclo de alta, com 0,25 p.p.

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 17 e 18 de setembro, após semanas de intensa volatilidade e com fundamentos que justificam o início de um ciclo de alta de juros, começando ao ritmo de 0,25 p.p.
- ▶ O real seguiu pressionado, próximo das máximas recentes, refletindo os ruídos na comunicação do BCB e as contínuas incertezas sobre os rumos das contas públicas. Além disso, os dados mais recentes de atividade indicam que a economia se encontra mais aquecida do que o BCB esperava na última reunião, e as expectativas de inflação seguem desancoradas.
- ▶ Simulando o modelo utilizado pelo Copom, com o câmbio em 5,60 e considerando a deterioração de expectativas 12 meses à frente desde a última reunião, além de alguma revisão do hiato do produto – que não deve ser grande, dados os sinais ainda limitados do contágio da atividade mais forte para a inflação de serviços – encontramos uma projeção de inflação no horizonte relevante acima da meta, em 3,4%. Com tal projeção, estimamos que a taxa de juros necessária para trazer o IPCA de volta à meta seria de pelo menos 12,00%. Nesse contexto, o ciclo de alta a princípio não deve ser grande, totalizando 1,5 p.p. Projetamos taxa Selic de 11,75% ao final de 2024, começando ao ritmo de 0,25 p.p. em setembro, seguido por duas altas de 0,50 p.p. ainda esse ano e uma alta final de 0,25 p.p. na primeira reunião do ano que vem.
- ▶ Sob essas condições, a autoridade monetária deve renovar no comunicado a promessa de vigilância e o firme compromisso de convergência da inflação à meta, com os membros do comitê, unanimemente, optando por sinalizar a retomada do ciclo de alta na taxa de juros a partir de setembro. Nesse contexto, a maioria dos membros deve enfatizar a assimetria, para cima, do balanço de riscos, em meio às projeções e riscos mais elevados para a trajetória futura da inflação.

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\$5,60/US\$) considera o procedimento do BCB de utilizar a média dos últimos 10 dias úteis.

Comparadas ao apresentado na reunião de julho, 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 oscilar para 4,1% para 2024 (ante 4,2% em julho), subir para 3,7% para 2025 (ante 3,6%) e se manter estável em 3,3% para 2026 (também estável em 3,4% no acumulado em 12 meses no 1T26, vs a reunião de julho).

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus avançaram de 4,10% para 4,30% em 2024, recuaram 0,04 p.p. para 2025 (para 3,92%) e mantiveram-se estáveis em 3,60% para 2026, acima da meta por todo o horizonte. As projeções para a taxa Selic aumentaram para 11,25% em 2024 (de 10,50%), para 10,25% em 2025 (de 9,50%), e para 9,50% em 2026 (de 9,00%).

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"***					
Período	Reunião de Março	Reunião de Maio	Reunião de Junho	Reunião de Julho	Reunião de Setembro (projeção)
2024	3,5%	3,8%	4,0%	4,2%	4,1%
2025	3,2%	3,3%	3,4%	3,6%	3,7%
2026 / 1T26	--	--	--	3,3% / 3,4%	3,3% / 3,4%
Evolução das variáveis exógenas					
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	4,95	5,15	5,30	5,55	5,60
Taxa Selic (%) 2024	9,00%	9,63%	10,50%	10,50%	11,25%
Taxa Selic (%) 2025	8,50%	9,00%	9,50%	9,50%	10,25%
Taxa Selic (%) 2026	8,50%	8,75%	9,00%	9,00%	9,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2024	3,79%	3,72%	3,96%	4,10%	4,30%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	3,52%	3,64%	3,80%	3,96%	3,92%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	3,50%	3,50%	3,60%	3,60%	3,60%

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	
	Copom (jul)	Atual*	Copom (jul)	Atual*	Copom (jul)	Atual*
IPCA	4,10	4,30	3,96	3,92	3,60	3,60
Crescimento do PIB	2,19	2,68	1,94	1,90	2,00	2,00
Taxa Selic	10,50	11,25	9,50	10,25	9,00	9,50
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,30	5,35	5,25	5,30	5,25	5,30

*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 recuou 0,38 p.p., em resposta à sinalização do início do ciclo de cortes pelo Fed. A cotação de petróleo tipo Brent registrou forte recuo no período, de 81 para 71 dólares por barril, enquanto o preço de commodities agrícolas teve um leve aumento, e o das commodities industriais permaneceu estável. A taxa de câmbio ficou relativamente estável (aumento de apenas +R\$0,01), apesar de intensa volatilidade desde a última reunião, oscilando entre R\$5,40 e R\$5,70. Essa dinâmica, inclusive, levou o Banco Central a intervir no mercado de câmbio à vista em 30 de agosto (leilão de 1,5bi de dólares). Já a percepção de risco-país medido pelo CDS de 5 anos teve uma leve queda (-2bps para 156).

Preços de ativos		
	Último Copom (jul)	Atual*
US Treasury 10 anos	4,03	3,65
Preço do petróleo (Brent)	81	71
Commodities agrícolas**	592	595
Índice CRB RIND***	545	545
CDS 5 anos	158	156
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,65	5,66

*Consideração os preços vigentes no fechamento de 11 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 de atividade e mercado de trabalho seguiram mostrando sinais de que a economia brasileira cresce acima do seu potencial. Já a inflação corrente, registrou no mês de agosto desempenho e abertura melhor que o esperado, mas que ainda pode apresentar maior pressão em serviços subjacentes até o final do ano.

Do lado da atividade, o PIB cresceu 1,4% t/t com ajuste sazonal (3,3% a/a) no 2T24, acima da nossa estimativa (+1,0% t/t com ajuste sazonal; 2,8% a/a) e da mediana das expectativas de mercado (+0,9% t/t com ajuste sazonal; 2,7% a/a). Em linhas gerais, o resultado contou com expansão do setor público (gastos do governo do lado da demanda e administração pública do lado da oferta), além de consumo resiliente e alguma recuperação do investimento (que vem de patamar baixo). Em nossa visão, o aumento da renda (liderado por um mercado de trabalho resiliente), bem como o ciclo de crédito benigno e mercado de capitais aquecido vem contribuindo para o forte crescimento do PIB no período.

Em junho, a produção industrial avançou 4,1% no mês, devolvendo o choque das enchentes do Rio Grande do Sul que havia afetado a indústria em maio. Já no mês de julho, a produção industrial recuou 1,4%, revertendo apenas parcialmente a forte alta observada no mês anterior. No setor de serviços, o índice PMS de receita real cresceu (1,7% m/m) acima das expectativas do mercado, enquanto as vendas no varejo restrito recuaram 1,0% (4,0% a/a), abaixo das expectativas.

O mercado de trabalho em julho seguiu mostrando resiliência, com a taxa de desemprego caindo novamente. Do lado da inflação, o IPCA de julho superou as expectativas do mercado (resultado de 0,38% m/m contra expectativa de 0,35% m/m). Já o resultado de agosto veio ligeiramente abaixo do esperado, registrando queda de 0,02%, com muitas das aberturas que apresentavam pressões na divulgação anterior, incluindo o núcleo e o segmento de serviços, recuando na variação mensal.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
02-ago-24	Produção Industrial (jun/24) - Var. mensal	4,1%	2,7%
09-ago-24	IPCA (jul/24) - Var. mensal	0,38%	0,35%
13-ago-24	Volume real do setor de serviços (jun/24) - Var. mensal	1,7%	0,8%
14-ago-24	Vendas no varejo restrito (jun/24) - Var. mensal	-1,0%	-0,2%
16-ago-24	IBC-Br (jun/24) - Var. mensal	1,4%	0,5%
27-ago-24	IPCA-15 (ago/24) - Var. mensal	0,19%	0,17%
28-ago-24	Criação de empregos formais (jul/24) - Milhares	188	190
29-ago-24	IGP-M (ago/24) - Var. mensal	0,29%	0,45%
30-ago-24	Fiscal: Resultado Primário (jul/24) - R\$ bilhões	-21,3	-6,9
30-ago-24	Taxa de desemprego (jul/24)	6,8%	6,8%
03-set-24	PIB (2T24) - Var. trimestral	1,4%	0,9%
04-set-24	Produção Industrial (jul/24) - Var. mensal	-1,4%	-1,0%
10-set-24	IPCA (ago/24) - Var. mensal	-0,02%	0,01%
11-set-24	Volume real do setor de serviços (jul/24) - Var. mensal	1,2%	0,0%
12-set-24	Vendas no varejo restrito (jul/24) - Var. mensal	0,6%	0,5%
13-set-24	IBC-Br (jul/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 e Copômetro

Em sua última reunião de política monetária, nos dias 30 e 31 de julho, o Copom manteve a taxa Selic inalterada em 10,50% ao ano, pela terceira vez consecutiva, como amplamente esperado pelo mercado. A decisão foi novamente unânime, assim como na decisão anterior.

Embora tenha decidido pela manutenção da taxa de juros, o comitê destacou na última ata que está pronto para aumentá-la, caso persistam a tendência de aumento das projeções de inflação e a dinâmica desfavorável da taxa de câmbio. No balanço de riscos, o comitê manteve a avaliação de que em seus cenários para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Mas sinalizou que durante as discussões, todos os membros concordaram que há mais riscos para cima na inflação, inclusive com vários membros enfatizando a assimetria do balanço de riscos. A autoridade monetária também seguiu reforçando que monitora as implicações da política fiscal na política monetária e nos preços dos ativos (leia-se, a taxa de câmbio).

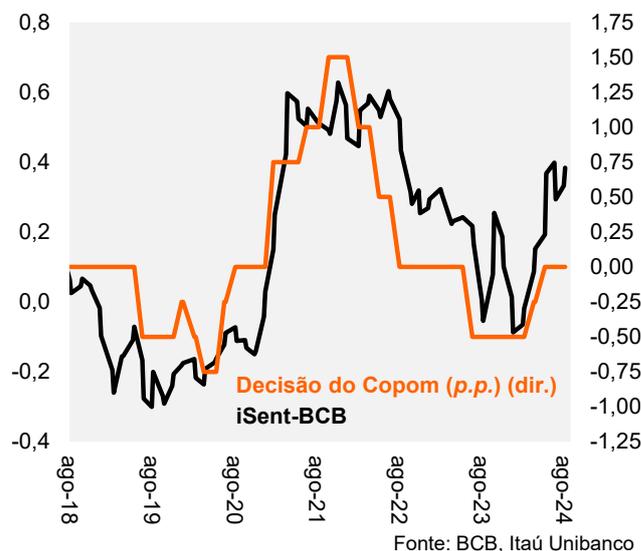
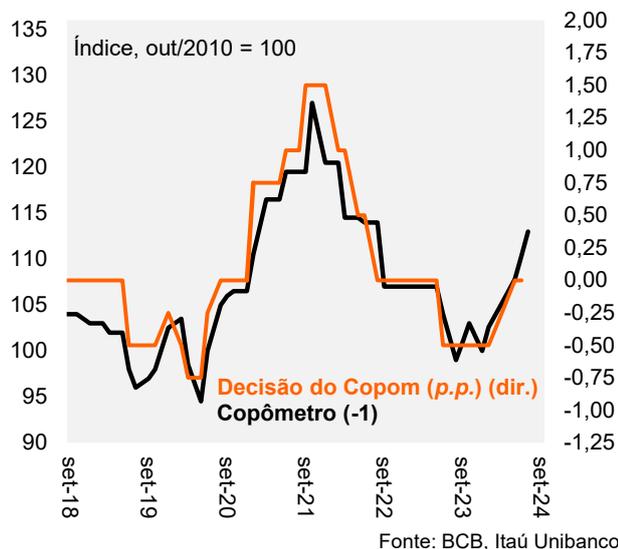
Nas semanas seguintes à última reunião do Copom, diretores da instituição sinalizaram à imprensa que a autoridade não poupará esforços para trazer a inflação para a meta, reforçando o tom mais duro da última ata.

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 é compatível com as sinalizações de alta na 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 da taxa de juros.

Copômetro Itaú Unibanco e Classificador do Itaú iSent



5 – Nossa visão

O Copom volta a se reunir nos dias 17 e 18 de setembro, após semanas de intensa volatilidade e com fundamentos que justificam o início de um ciclo de alta de juros, começando ao ritmo de 0,25 p.p.

O real seguiu pressionado, próximo das máximas recentes, refletindo os ruídos na comunicação do BCB e as contínuas incertezas sobre os rumos das contas públicas. Além disso, os dados mais recentes de atividade indicam que a economia se encontra mais aquecida do que o BCB esperava na última reunião, e as expectativas de inflação seguem desancoradas.

Simulando o modelo utilizado pelo Copom, com o câmbio em 5,60 e considerando a deterioração de expectativas 12 meses à frente desde a última reunião, além de alguma revisão do hiato do produto – que não deve ser grande, dados os sinais ainda limitados do contágio da atividade mais forte para a inflação de serviços – encontramos uma projeção de inflação no horizonte relevante acima da meta, em 3,4%. Com tal projeção, estimamos que a taxa de juros necessária para trazer o IPCA de volta à meta seria de pelo menos 12,00%. Nesse contexto, o ciclo de alta a princípio não deve ser grande, totalizando 1,5 p.p. Projetamos taxa Selic de 11,75% ao final de 2024, começando ao ritmo de 0,25 p.p. em setembro, seguido por duas altas de 0,50 p.p. ainda esse ano e uma alta final de 0,25 p.p. na primeira reunião do ano que vem.

Sob essas condições, a autoridade monetária deve renovar no comunicado a promessa de vigilância e o firme compromisso de convergência da inflação à meta, com os membros do comitê, unanimemente, optando por sinalizar a retomada do ciclo de alta na taxa de juros a partir de setembro. Nesse contexto, a maioria dos membros deve enfatizar a assimetria, para cima, do balanço de riscos, em meio às projeções e riscos mais elevados para a trajetória da inflação.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba.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.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.