

Cockpit do Copom: reduzindo o ritmo, em meio ao aumento de incertezas

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 7 e 8 de maio, com um pano de fundo de incerteza mais elevada, que inspira cautela, tanto no contexto externo (adiamento e redução dos orçamentos de cortes de juros em economias desenvolvidas, ainda que com um noticiário ligeiramente mais benigno na margem) quanto doméstico (com uma convergência da dinâmica das contas públicas que ficou mais tardia e mais incerta).
- ▶ A evolução dos dados também sugere a necessidade de uma postura mais cautelosa. Apesar de divulgações de inflação mais benignas na margem (com surpresas baixistas nos últimos IPCA e IPCA-15), as medidas de serviços subjacentes continuam elevadas. Além disso, dados de desemprego e salários seguem indicando um mercado de trabalho apertado. A taxa de câmbio depreciou em relação à última reunião, com piora nos fundamentos fiscais domésticos e possibilidade de adiamento dos cortes de juros nos Estados Unidos.
- ▶ Com base nessas condições, acreditamos que o comitê optará por uma redução do ritmo de corte de juros, para 25 p.b., levando a taxa Selic para 10,50% a.a. Tal escolha difere da sinalização utilizada na última reunião, que era consistente com mais uma redução de 50 p.b., mas não será de todo surpreendente, à luz das comunicações mais recentes de membros do comitê, e da magnitude das mudanças ocorridas desde então. Para as próximas reuniões, esperamos que o Copom mantenha uma sinalização de dependência dos dados, reforçando que o aumento da incerteza requer cautela na condução da política monetária.
- ▶ O balanço de riscos para a inflação deve continuar sendo descrito como simétrico, mas com uma possível indicação de aumento dos riscos, com a conjuntura internacional e trajetórias de convergência fiscal mais incertas. Considerando o cenário atual, as autoridades também podem optar por incluir, diretamente, uma menção ao mercado de trabalho mais apertado.
- ▶ Com relação às projeções de inflação do Copom, as estimativas devem subir para 3,9% e 3,4% para 2024 e 2025 (de 3,5% e 3,2%, respectivamente).

1 – Projeções de inflação

Comparadas ao apresentado na reunião de março, 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 3,9% e 3,4% para 2024 e 2025 (de 3,5% e 3,2%, respectivamente).

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus recuaram de 3,79% para 3,72% em 2024, subiram 0,12 p.p. para 2025 (3,64%) e mantiveram-se estáveis em 2026 (em 3,50%), acima da meta por todo o horizonte. As projeções para a taxa Selic atingiram 9,63% para 2024 (de 9,00%), 9,00% (de 8,50%) para 2025 e 8,75% (de 8,50%) para 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. Apesar da apreciação recente, a taxa de câmbio utilizada, de R\$ 5,15 por dólar, considera o procedimento do BCB de utilizar a média dos últimos 10 dias úteis,

Projeções Focus (% , final do ano)						
	2024		2025		2026	
	Copom (mar)	Atual*	Copom (mar)	Atual*	Copom (mar)	Atual*
IPCA	3,79	3,72	3,52	3,64	3,50	3,50
Crescimento do PIB	1,80	2,05	2,00	2,00	2,00	2,00
Taxa Selic	9,00	9,63	8,50	9,00	8,50	8,75
Taxa de câmbio (BRL/USD)	4,95	5,00	5,00	5,05	5,04	5,10

*considerando o relatório Focus mais recente.

Fonte: BCB, Itaú.

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"*						
Período	Reunião de Outubro	Reunião de Dezembro	Reunião de Janeiro	Reunião de Março	Reunião de Maio (projeção)	
2024	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,9%	
2025	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,4%	
Evolução das variáveis exógenas						
Taxa de câmbio** (R\$/US\$)	5,00	4,90	4,95	4,95	5,15	
Taxa Selic (%) 2024	9,25%	9,25%	9,00%	9,00%	9,63%	
Taxa Selic (%) 2025	8,75%	8,50%	8,50%	8,50%	9,00%	
Expectativa de inflação (Focus) 2024	3,90%	3,93%	3,81%	3,79%	3,72%	
Expectativa de inflação (Focus) 2025	3,50%	3,50%	3,50%	3,52%	3,64%	

Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Itaú.

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

** Considera a média dos 10 últimos dias úteis.

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 4,27% para 4,51% a.a. A cotação de petróleo Brent recuou de 86 para 83 dólares por barril (mas com alguma volatilidade durante este período). Os preços das commodities agrícolas e industriais subiram levemente. A taxa de câmbio mostrou alta volatilidade entre às reuniões, chegando a atingir 5,29, mas recuando para 5,07 no fechamento de mercado em 3 de maio, o que ainda representa depreciação frente aos 4,97 reais por dólar observados na reunião de março. Já o risco-país medido pelo CDS de 5 anos interrompeu tendência de queda, subindo levemente para 139 p.b. (de 137).

Preços de ativos		
	Último Copom (mar)	Atual*
US Treasury 10 anos	4,27	4,51
Preço do petróleo (Brent)	86	83
Commodities agrícolas**	661	688
Índice CRB RIND***	544	556
CDS 5 anos	137	139
Taxa de câmbio (BRL/USD)	4,97	5,07

*Consideração os preços vigentes às 17 horas de 3 de maio.

**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 força da atividade econômica e do mercado de trabalho no começo do ano, enquanto o núcleo da inflação de serviços segue rodando em patamar alto.

As vendas no varejo superaram expectativas em fevereiro, com o índice restrito avançando em 1,0% ante expectativas de -1,5%, corroborando a nossa visão de que os precatórios (disponibilizados para os consumidores no início do ano) e o aumento do salário-mínimo estão impactando positivamente o consumo. O resultado do setor de serviços mostrou uma retração de 0,9% em fevereiro ante expectativas de 0,2%, desempenho puxado por serviços de transporte e serviços profissionais. Apesar da queda do índice cheio, a categoria de serviços prestados às famílias, altamente relacionada ao consumo e relevante para a nossa estimativa do PIB, avançou na margem. Quanto à produção industrial, o indicador subiu 0,9% no mês de março (-2,8% a/a), menor que a mediana das expectativas de mercado (+1,4% m/m). O desempenho abaixo do esperado na margem foi parcialmente compensado por uma revisão altista no indicador de fevereiro. Para o 1T24, a produção industrial expandiu 0,3%, com alta de 1,0% na indústria de transformação e queda de 3,9% em mineração/extrativa. Já o mercado de trabalho segue apertado, com elevada criação de empregos formais, recuo do desemprego e forte crescimento da massa salarial.

Do lado da inflação, o IPCA de março demonstrou sinais de desaceleração, registrando alta de 0,16%, ante expectativas de 0,25%. O IPCA-15 de abril também veio abaixo do esperado, mas com surpresa concentrada em itens voláteis. No entanto, a abertura mostra que as medidas de inflação subjacentes seguem pressionadas, em particular os itens relacionados à mão-de-obra e ao mercado de trabalho.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
26-mar-24	IPCA-15 (mar/24) - Var. mensal	0,36%	0,30%
27-mar-24	IGP-M (mar/24) - Var. mensal	-0,47%	-0,24%
27-mar-24	Criação de empregos formais (fev/24) - Milhares	306	236
28-mar-24	Taxa de desemprego (fev/24)	7,7%	7,8%
03-abr-24	Produção industrial (fev/24) - Var. mensal	-0,3%	0,2%
05-abr-24	Fiscal: Resultado Primário (fev/24) - R\$ bilhões	-48,7	-49,0
10-abr-24	IPCA (mar/24) - Var. mensal	0,16%	0,25%
11-abr-24	Vendas no varejo restrito (fev/24) - Var. mensal	1,0%	-1,5%
12-abr-24	Volume real do setor de serviços (fev/24) - Var. mensal	-0,9%	0,2%
17-abr-24	IBC-Br (fev/24) - Var. mensal	0,40%	0,35%
26-abr-24	IPCA-15 (abr/24) - Var. mensal	0,21%	0,29%
29-abr-24	IGP-M (abr/24) - Var. mensal	0,31%	0,10%
30-abr-24	Criação de empregos formais (mar/24) - Milhares	244	194
30-abr-24	Taxa de desemprego (mar/24)	7,9%	8,1%
03-mai-24	Produção industrial (mar/24) - Var. mensal	0,9%	1,4%
06-mai-24	Fiscal: Resultado Primário (mar/24) - R\$ bilhões	-	-

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 19 e 20 de março, o Copom seguiu reduzindo a taxa de juros no mesmo ritmo (de 50 p.b.) e optou, com razão, por encurtar a sua prescrição futura em meio a um ambiente mais incerto, sinalizando outro movimento de 50 p.b. apenas na sua próxima reunião (e não nas próximas reuniões, como vinha fazendo). Apesar do aumento dos riscos, o Copom afirmou ainda que seu cenário de inflação e atividade não mudou substancialmente e manteve sua projeção de inflação para 2025 (principal ponto do horizonte relevante) acima da meta, em 3,2%.

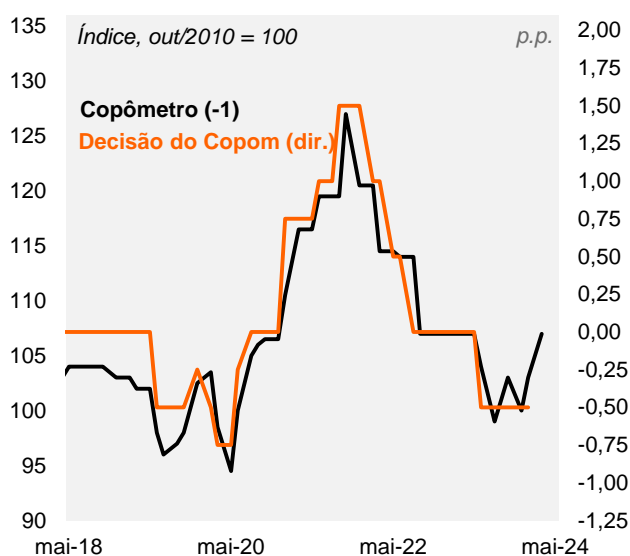
Na ata, o Copom trouxe uma discussão mais detalhada sobre o motivo pelo qual a sinalização futura foi encurtada. O comitê enfatizou uma análise de custos/benefícios dessa decisão, em que a vantagem da menor volatilidade foi recentemente superada pelo custo da inflexibilidade em um ambiente mais incerto, tanto no que diz respeito às perspectivas de atividade como de inflação. As autoridades também reforçaram que a mudança na sinalização futura não deve ser confundida com uma indicação de alteração na dimensão do ciclo de flexibilização. Mas, posteriormente, em um trecho crucial (parágrafo 23), o Copom ressaltou que novas divulgações de dados serão fundamentais para definir tanto o ritmo quanto, principalmente, a taxa terminal.

Em comunicações públicas após a reunião, e em uma semana marcada pelo enfraquecimento do Real, aumento dos riscos geopolíticos e um movimento global de aversão ao risco, o presidente do Banco Central evitou se comprometer com um curso específico de ação para a política monetária, mencionando que a política monetária se ajustará à evolução do cenário – sendo a redução do ritmo de cortes e do montante total de flexibilização uma das possíveis respostas – a depender do nível de incerteza. Tais colocações foram vistas como mais duras pelo mercado, intensificando a reprecificação da curva futura de juros local na direção de menos cortes de juros à frente.

Já outro participante do Copom enfatizou que a inflação corrente tem melhorado, vide a divulgação do IPCA de março, e que o BC deveria agir com parcimônia e serenidade nesse momento de reprecificação das Treasuries, mesmo que incorra no risco de estar um pouco mais atrasado na função de reação.

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 no geral mais duras, indica um menor orçamento de juros, e abre espaço para discussão sobre redução de ritmo de cortes ou até mesmo pausa no ciclo de flexibilização.

Copômetro Itaú Unibanco



Fonte: BCB, Itaú

5 – Nossa visão

A próxima reunião contará com um pano de fundo de incerteza mais elevada, que inspira cautela, tanto no contexto externo (adiamento e redução dos orçamentos de cortes de juros em economias desenvolvidas, ainda que com um noticiário ligeiramente mais benigno na margem) quanto doméstico (com uma convergência da dinâmica das contas públicas que ficou mais tardia e mais incerta).

A evolução dos dados também sugere a necessidade de uma postura mais cautelosa. Apesar de divulgações de inflação mais benignas na margem (com surpresas baixistas nos últimos IPCA e IPCA-15), as medidas de serviços subjacentes continuam elevadas. Além disso, dados de desemprego e salários seguem indicando um mercado de trabalho apertado. A taxa de câmbio depreciou em relação à última reunião, com piora nos fundamentos fiscais doméstico e possibilidade de adiamento dos cortes de juros nos Estados Unidos.

Com base nessas condições, acreditamos que o comitê optará por uma redução do ritmo de corte de juros, para 25 p.b., levando a taxa Selic para 10,50% a.a. Tal escolha difere da sinalização utilizada na última reunião, que era consistente com mais uma redução de 50 p.b., mas não será de todo surpreendente, à luz das comunicações mais recentes de membros do comitê, e da magnitude das mudanças ocorridas desde então. Para as próximas reuniões, esperamos que o Copom mantenha uma sinalização de dependência dos dados, reforçando que o aumento da incerteza requer cautela na condução da política monetária.

O balanço de riscos para a inflação deve continuar sendo descrito como simétrico, mas com uma possível indicação de aumento dos riscos, com a conjuntura internacional e trajetórias de convergência fiscal mais incertas. Considerando o cenário atual, as autoridades também podem optar por incluir, diretamente, uma menção ao mercado de trabalho mais apertado.

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.