

# Copom se prepara para reverter flexibilização e deve elevar Selic a 10,75% nesta semana

Em pesquisa do Valor, 86% das casas veem alta de 0,25 ponto; apenas 9,5% projetam estabilidade

Em apenas 45 dias, as expectativas para os rumos da política monetária sofreram uma reviravolta vista poucas vezes. Se no fim de julho predominava a sensação de que a Selic seguiria em 10,5% por um longo período, agora o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central se prepara para começar a reverter, ainda que

parcialmente, o ciclo de flexibilização interrompido em junho, ao se deparar com uma reaceleração da já aquecida atividade econômica; a depreciação do câmbio; e expectativas de inflação que flertam cada vez mais com o teto da meta.

O movimento de mudança das projeções ao longo das últimas semanas foi bastante expressivo. Antes da reunião de 31 de julho do Copom, apenas três casas ouvidas pelo Valor, em um universo de 123, indicavam aumento de juros no cenário base. Na pesquisa extraordinária publicada em 12 de agosto, altas de juros eram defendidas como cenário básico por dez casas, de um total de 109. Agora, o consenso migrou para um aperto adicional na política monetária.

De 126 instituições financeiras e consultorias ouvidas pelo Valor na semana passada, 108 esperam um aumento de 0,25 ponto percentual na Selic nesta semana, para 10,75%, enquanto outras seis casas veem uma

alta mais agressiva, de 0,5 ponto. Apenas 12 instituições conservam em seus cenários a manutenção da taxa básica.

## Mais aperto à vista

Projeções\* para a taxa Selic (em % a.a.)

Instituições Financeiras	Sét/24	Dez/24	Instituições Financeiras	Sét/24	Dez/24
Fantbon Macroeconomia	10,50	10,25	Sorima Investimentos	10,75	11,25
Barra Pixie Investimentos	10,50	10,50	Suno Research	10,75	11,25
BBP	10,50	10,50	Tráfalgar Investimentos	10,75	11,25
BuysideBrasil	10,50	10,50	Travulosa Bank	10,75	11,25
C6 Bank	10,50	10,50	Verelha Investimentos	10,75	11,25
Buyerside	10,50	10,50	Warren Investimentos	10,75	11,25
Jive Maia	10,50	10,50	Aenor Capital	10,75	11,50
Oxford Economics	10,50	10,50	Banco Mercantil	10,75	11,50
Planner	10,50	10,50	Capital Economics	10,75	11,50
Siegen	10,50	10,50	Optimo Gestão de Recursos	10,75	11,50
TAC Investimentos	10,75	11,00	Goldman Sachs	10,75	11,50
Tredcar & Associados	10,50	10,50	JGP	10,75	11,50
Andius Econômica	10,75	11,00	Kinea Investimentos	10,75	11,50
ARX Investimentos	10,75	11,00	Nova Futura Investimentos	10,75	11,50
RSB Investimentos	10,75	11,00	Opportunity	10,75	11,50
Banreal	10,75	11,00	BB Investimentos	10,75	11,50
Constância Investimentos	10,75	11,00	UBS IB	10,75	11,50
Persevera	10,75	11,00	Ace Capital	10,75	11,75
Safra	10,75	11,00	Acrefi	10,75	11,75
Wry Investimentos	10,75	11,00	Agua Investimentos	10,75	11,75
Wells Fargo	10,75	11,00	Agua Capital	10,75	11,75
4intelligence	10,75	11,25	ASA Investments	10,75	11,75
ABCC	10,75	11,25	Austin Rating	10,75	11,75
ABC Brasil	10,75	11,25	Banco Pine	10,75	11,75
AZ Asset	10,75	11,25	Bank of America	10,75	11,75
Banco Bmg	10,75	11,25	Barclays	10,75	11,75
Banco BV	10,75	11,25	BlueLine Asset Management	10,75	11,75
Banco de Brasil	10,75	11,25	BNP Paribas	10,75	11,75
Banco Mústor	10,75	11,25	Bradesco Asset Management	10,75	11,75
Banco Management	10,75	11,25	BTG Pactual	10,75	11,75
BICOM BBM	10,75	11,25	EQT Asset	10,75	11,75
Brasilprev	10,75	11,25	Est Gestão de Patrimônio	10,75	11,75
BRIC	10,75	11,25	Gap Asset	10,75	11,75
Carnes Capital	10,75	11,25	Genoa Capital	10,75	11,75
CE	10,75	11,25	GD Associações	10,75	11,75
CoFae	10,75	11,25	Guide Investimentos	10,75	11,75
Exportias	10,75	11,25	Itaú Milibanco	10,75	11,75
FluVitre	10,75	11,25	Kinro Capital	10,75	11,75
GS Partners	10,75	11,25	LCA Consultoria	10,75	11,75
Galapagos Capital	10,75	11,25	MAL Investimentos	10,75	11,75
Genial Investimentos	10,75	11,25	Occam	10,75	11,75
Indor	10,75	11,25	Pezco	10,75	11,75
J.P. Morgan	10,75	11,25	Principal Clarity	10,75	11,75
JF Invest	10,75	11,25	Quantitas	10,75	11,75
M&M Consultores	10,75	11,25	Rabobank	10,75	11,75
Modley Advisors	10,75	11,25	Reach Capital	10,75	11,75
Morgan Stanley	10,75	11,25	Santander Asset Management	10,75	11,75
Naltes	10,75	11,25	SulAmérica Investimentos	10,75	11,75
Rio Investimentos	10,75	11,25	Texas Capital	10,75	11,75
Nexus Capital	10,75	11,25	Tendências Consultoria	10,75	11,75
Oby Capital	10,75	11,25	Terra Investimentos	10,75	11,75
Oriz Partners	10,75	11,25	TRUXT Investimentos	10,75	11,75
Paralana	10,75	11,25	Wealth High Governance (WHG)	10,75	11,75
Paraná Banco	10,75	11,25	Western Asset	10,75	11,75
Paritas Investimentos	10,75	11,25	XP	10,75	11,75
Petrus	10,75	11,25	XP Asset Management	10,75	11,75
PicPay	10,75	11,25	CM Capital Markets	11,00	11,50
Porto Asset Management	10,75	11,25	Fatyr	11,00	11,50
Rio Investimentos	10,75	11,25	ME Associações	11,00	11,50
RPS Capital	10,75	11,25	Banco Fibra	11,00	11,75
Santander	10,75	11,25	Deutsche Bank	11,00	12,00
Scredi	10,75	11,25	Panamby Capital	11,00	12,00
Sironi Asset	10,75	11,25	Itaú Asset Management	N/D	11,75
SM Managed Futures	10,75	11,25			

## Mediana das projeções

IPCA 2024	IPCA 2025	Selic dez/24	Selic dez/25
Em 29/jul	Em 29/jul	Em 29/jul	Em 29/jul
Em 16/set	Em 16/set	Em 16/set	Em 16/set
4,05%	3,90%	10,50%	9,50%
4,30%	3,97%	11,25%	10,50%

Fonte: Instituições financeiras e consultorias. Elaboração Valor. \*Projeções coletadas entre 13 e 12/08/2024.

“Nós vínhamos alertando há algum tempo que o cenário estava ficando mais desafiador para a política monetária”, afirma o economista-chefe para Brasil do **BTG Pactual**, Claudio Ferraz, cujo cenário básico passou a contemplar em meados de agosto um aperto adicional da Selic.

“A atividade econômica doméstica é robusta; a desinflação é lenta e devemos começar a ver uma reaceleração da inflação em setembro, com a inflação de 12 meses de novo superando o teto da meta; as expectativas de inflação estão persistentemente desancoradas... É uma combinação de eventos que deixou ainda mais evidente a necessidade de subir juros”, afirma Ferraz.

O BTG acredita em um aumento de 0,25 ponto percentual na taxa básica nesta semana e, posteriormente, em uma aceleração do passo de ajuste nos juros. “A comunicação do BC foi feita de forma que indica um início gradual. Naturalmente, ter um ritmo um pouco mais veloz seria melhor, mas um começo mais gradual parece ser parte da mensagem bem clara que o BC tem enviado. Mas, pensando mais à frente e dadas as condições de partida e o cenário econômico, um ritmo de 0,5 ponto seria mais condizente.”

A comunicação do BC no período entre as reuniões do Copom foi um fator que ajudou a amplificar a volatilidade nos mercados desde agosto. Diversos players ouvidos pela reportagem do Valor notam alguns momentos importantes desde o fim de julho: um comunicado lido como não tão “hawkish” (duro); uma ata da reunião de julho bastante dura; declarações do diretor de política monetária, Gabriel Galípolo, vistas como ainda mais hawkish; a tentativa de um “freio de arrumação” pelo presidente do BC, Roberto Campos Neto, em entrevista ao jornal “O Globo”, seguido por outros diretores; e, posteriormente, a indicação de Campos, em evento da XP, de que se houvesse um ciclo de ajuste nos juros ele seria gradual.

Ao lado de Campos Neto quando recebeu a mensagem do gradualismo — caso um ciclo exista —, o economista-chefe da **XP**, Caio Megale, avalia que, apesar de a comunicação do BC ter provocado ruído entre os agentes de mercado, as mensagens dos diretores foram todas na mesma direção, de “conforto com os juros altos; [preocupação com] a inflação elevada; e de fazer o que for necessário” para que a meta de 3% seja cumprida.

Na visão de Megale, o mercado tem interpretado a comunicação dos dirigentes do BC com maior escrutínio, já que o momento atual do ciclo monetário não é nada usual. “A gente lê tudo no detalhe. Neste momento, em particular, as mensagens eram as mesmas, mas a forma gerou interpretações muito diferentes no mercado. Talvez o ideal seja partir para um modelo similar ao do Fed, com textos escritos que os diretores simplesmente leem”, defende o economista.

Para esta semana, inclusive, Megale acredita que o BC deve endurecer ainda mais a comunicação, mas sem dar um “guidance” (orientação) sobre as decisões futuras. “Achamos que [o Copom] vai deixar tudo em aberto. Este momento é tão incerto e há tantas variáveis se mexendo que seria arriscado levar o mercado a acreditar num certo ritmo”, avalia o profissional, para quem o BC “tem mais a perder caso se amarre desse jeito”.

Ferraz e Megale concordam quanto ao nível total de ajuste a ser implementado pelo BC, ao projetarem a Selic indo a 12% no começo do próximo ano. Há no mercado, porém, quem veja um caminho mais gradual e um ciclo menor de aperto pela frente, como a economista-chefe do **Bocom BBM**, Cecília Machado, ao projetar a Selic indo a 11,25% no fim deste ano e a 11,5% no começo de 2025 — exatamente o consenso da pesquisa do Valor.

Para ela, com um movimento de aperto a ser iniciado, naturalmente a comunicação deve exibir um tom mais hawkish em relação ao anterior. Machado, porém, avalia que será necessário equilibrar o discurso de preocupação para que a mensagem não dispare apostas ainda mais agressivas, de aceleração do ritmo do ciclo de altas, em meio a incertezas que ainda são bastante elevadas.

“O grau dessa preocupação pode dar a entender que o BC tem a intenção de acelerar [o ritmo]. O balanço vai ser a ponderação entre a necessidade de começar o ciclo, dado o cenário atual, mas ressaltar que o ambiente é de muita incertezas. O colegiado deve reforçar a questão da necessidade de cautela e da evolução do cenário prospectivo para a inflação, incluindo as projeções, como um guia para os próximos passos”, diz Machado.

Nos cálculos do economista-chefe da **Sicredi Asset**, Luiz Furlani, os modelos do BC devem apontar uma inflação entre 3,3% e 3,4% no primeiro trimestre de 2026, que é o horizonte relevante na mira da autoridade monetária neste momento. Isso significa, para Furlani, que o BC veria uma projeção de inflação que não estaria mais “ao redor da meta”, o que demandaria o ajuste.

“Na nossa projeção, o ajuste necessário é menor do que em comparação com outras casas, que esperam um ajuste de 2 pontos percentuais da Selic”, afirma o economista, que projeta uma elevação de 1 ponto até o fim do ciclo.

Furlani, inclusive, acredita que o BC não deve se amarrar a nenhum dos lados e, sim, reforçar que irá agir “de acordo com as premissas e com a evolução do cenário prospectivo”. “Utilizando o modelo dele e mostrando que, se a inflação ficar acima do centro da meta, o BC vai ter que fazer alguma coisa. Não deveria haver dúvidas de que, se o cenário piorar e demandar uma alta mais forte, que ele irá garantir o processo de ancoragem. Mas precisa ancorar as decisões em uma lista de razões técnicas”, enfatiza.

Por outro lado, o economista-chefe da **Occam**, Paulo Val, defende que o Copom mantenha a mensagem de que fará o que for necessário para promover a convergência da inflação à meta. “E acho que o BC deveria colocar na mesa a possibilidade de acelerar o ritmo de alta da Selic na reunião seguinte. Não precisa se comprometer com isso, mas eu esperaria o BC colocando isso na comunicação”, diz o economista, cujo cenário base contempla a taxa indo a 12,5% - nível que seria mantido ao menos até o fim do próximo ano.

“Estamos vendo dados de atividade muito fortes. O PIB do segundo trimestre, talvez, seja o grande resumo, mas os dados de julho continuaram fortes, o que adiciona preocupação no canal da atividade. Além disso, a composição da inflação continuou ruim; as expectativas não melhoraram; o câmbio depreciou. A resposta adequada é começar o ciclo, que já parecia ser necessário antes”, afirma Val.

A necessidade de uma mensagem mais dura também é defendida pelo estrategista-chefe para mercados emergentes do **Deutsche Bank**, Drausio Giacomelli, que espera já agora um aumento de 0,5 ponto no juro básico. Para ele, uma abordagem gradualista “parece insuficiente para lidar com o principal objetivo da política monetária atualmente, que é domar a instabilidade financeira”.

O estrategista enfatiza que um cenário de depreciação “extrema” do real, estímulo fiscal excessivo e instabilidade financeira costuma ser seguido de “aceleração substancial da inflação no ano seguinte”. Assim, Giacomelli crê que é “crucial” que o BC reverta este “ciclo vicioso”, o que iria requerer um aperto monetário célere, com três altas de 0,5 ponto até o fim do ano.