

## Relatório Trimestral de Inflação: projeções mais duras de inflação, mas uma visão branda da atividade

- ▶ O Relatório Trimestral de Inflação, divulgado hoje, traz uma projeção de inflação, para o horizonte relevante de política monetária (terceiro trimestre de 2026), em 3,9%, o que é inconsistente com a pausa do ciclo de aperto. Por outro lado, o texto traz uma visão mais branda sobre a atividade econômica em dois boxes – historicamente, esses estudos têm sido usados para destacar questões particularmente relevantes para as autoridades. O Copom reduziu sua projeção de crescimento do PIB para este ano, de 2,1% para 1,9%, especialmente devido ao componente cíclico, que é mais sensível aos efeitos defasados da política monetária. Além disso, o relatório traz um box interessante sobre os desafios na adoção de ajustes sazonais. É importante ressaltar que, sob um novo método de ajuste sazonal linha a linha, o PIB do 1T25, ainda que muito forte em uma base de comparação anual, confirmaria uma desaceleração do PIB não agrícola. O comitê parece indicar que, mesmo que o crescimento do PIB do primeiro trimestre seja bastante forte usando o método tradicional de ajuste sazonal (o consenso do mercado está em torno de 1,0% na variação trimestral dessazonalizada), na realidade a economia está desacelerando praticamente em linha com o esperado. Isso deve limitar a probabilidade de um aumento maior (75 p.b.) na próxima reunião. Ainda esperamos que o Copom encerre o ciclo com mais dois aumentos de 50 p.b., levando a taxa Selic para 15,25% a.a.
- ▶ Adicionalmente, foram apresentados quatro outros estudos. O primeiro é dedicado a analisar a alta do preço do boi gordo e o efeito nos preços ao consumidor. O segundo apresenta conceitos distintos de estoques de ativos e passivos financeiros constantes das estatísticas macroeconômicas e do setor fiscal. O terceiro discute a decomposição da inflação de 2024, mostrando que os principais fatores que levaram a inflação a ficar acima da meta foram: a inflação de bens importados, a inércia do ano anterior, o hiato do produto positivo e as expectativas de inflação. Em sentido contrário, a queda do preço do petróleo compensou apenas parcialmente a depreciação cambial. Por último, as autoridades trouxeram uma atualização das métricas de fluxo financeiro e impulso de crédito que foram apresentadas no RI de setembro de 2021, expandindo a análise para incluir debêntures.

### Projeções do Banco Central

A tabela abaixo mostra as projeções de inflação divulgadas para o cenário de referência do RI.<sup>1</sup>

	Projeções de inflação (IPCA) do Banco Central														
	2024				2025				2026				2027		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
IPCA	3,9	4,2	4,4	4,8	5,6	5,5	5,6	5,1	4,3	4,2	3,9	3,7	3,4	3,3	3,1
Diferença RI anterior (p.p.)	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,6	0,5	0,5	0,6	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-
Livres	3,1	3,5	4,1	4,9	5,7	5,9	6,1	5,4	4,5	4,2	3,8	3,5	3,2	3,1	3,0
Diferença RI anterior (p.p.)	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,5	0,6	0,9	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1	-
Administrados	6,4	6,4	5,5	4,7	5,2	4,3	4,0	4,3	3,4	4,1	4,2	4,2	4,0	3,8	3,7
Diferença RI anterior (p.p.)	0,0	0,0	0,0	0,1	1,1	0,4	0,0	-0,2	-1,2	-0,5	-0,2	0,1	0,0	0,0	-

\*Valores hachurados = projeções.

Fonte: Banco Central

<sup>1</sup> Com a edição do Decreto 12.709/2024, a partir de janeiro de 2025, a meta se refere à inflação acumulada em doze meses, apurada mês a mês, também conhecida como "meta contínua". O tamanho do horizonte de projeções foi fixado em dez trimestres.

Comparadas às estimativas apresentadas no RI de dezembro, as projeções de inflação subiram para 2025 e 2026, de 4,5% para 5,1% e 3,6% para 3,7%, respectivamente, aumentando as distâncias com relação à meta de 3,0%. Neste último horizonte, houve aumento das projeções da inflação de preços livres e redução da de preços administrados. Nos preços livres, os efeitos dos aumentos das expectativas de inflação e da inércia decorrente das surpresas inflacionárias e da revisão das projeções de curto prazo pressionaram as projeções para cima, enquanto a subida da taxa de juros real, a apreciação cambial e a queda do preço do petróleo contribuíram para baixo. Já as projeções de preços administrados foram bastante afetadas pela evolução do câmbio e do preço do petróleo, fazendo com que o comportamento de suas projeções fosse diferente dos preços livres. No cenário de referência, a inflação continua acima do limite do intervalo de tolerância ao longo de 2025, começando a cair a partir do quarto trimestre. Importante, a projeção no horizonte relevante para a política monetária (3T26) situa-se em 3,9%. A projeção para o horizonte mais distante, 3T2027, apresentada pela primeira vez, situa-se em 3,1%, ligeiramente acima da meta.

O texto também destaca que a inflação em 2024 ficou acima do intervalo de tolerância da meta em decorrência do ritmo forte de crescimento da atividade econômica, da depreciação cambial e de fatores climáticos, em contexto de expectativas de inflação desancoradas e inércia da inflação do ano anterior.

Em relação às demais variáveis, a estimativa de crescimento do PIB para 2025 recuou de 2,1% para 1,9%. Segundo o relatório, a desaceleração esperada está associada à política monetária mais contracionista, ao menor impulso fiscal, ao reduzido grau de ociosidade dos fatores de produção e à moderação do crescimento global. Todavia, a incerteza em torno do cenário central aumentou, considerando fatores externos e domésticos.

O relatório decorre que a revisão reflete uma redução no crescimento esperado para os setores mais cíclicos, parcialmente compensada por um aumento nos demais. A expectativa de um menor ritmo de crescimento da economia ao longo de 2025, em especial dos setores mais sensíveis ao ciclo econômico, foi influenciada por uma política monetária mais contracionista, evidenciada por taxas de juros reais a partir do primeiro trimestre de 2025 superiores às esperadas na época do RI de dezembro. Já a melhora nas previsões para os setores menos sensíveis ao ciclo econômico deve-se, principalmente, ao aumento nas estimativas de produção agrícola e aos prognósticos mais favoráveis para a produção de petróleo. Pelo lado da demanda, continua-se esperando desaceleração relevante no consumo das famílias, na formação bruta de capital fixo (FBCF) e nas importações.

Já no mercado de crédito, a projeção de crescimento nominal do saldo do crédito para 2025 foi revisada para baixo, passando de 9,6% para 7,7%. As revisões refletiram perspectiva de cenário de taxas de juros mais altas, menor crescimento da atividade econômica e arrefecimento do mercado de trabalho, em contexto de endividamento e comprometimento de renda elevados, além de condições mais restritivas de oferta crédito.

Por fim, em relação às revisões nas contas externas, projeta-se um déficit em transações correntes de USD 62 bi, relativamente estável em relação a 2024 (e ligeiramente pior em relação às projeções no último RI, em USD 58 bi), mantendo-se inferior à projeção do fluxo líquido de investimento direto no país (IDP). No entanto, segundo o relatório, os riscos para o cenário aumentaram, com a maior a incerteza gerada pela intensificação das disputas no comércio internacional.

Projeções de crescimento do PIB (acumulado no ano)			
	Setembro	Dezembro	Março
	2025	2025	2025
<b>PIB a preços de mercado</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,9%</b>
Agropecuária	2,0%	4,0%	6,5%
Indústria	2,4%	2,4%	2,2%
Serviços	1,9%	1,9%	1,5%
Consumo das famílias	2,2%	2,4%	1,5%
Consumo do governo	2,0%	1,6%	1,6%
Formação bruta de capital fixo	2,0%	2,9%	2,0%
Exportação	2,5%	2,5%	4,0%
Importação	2,5%	2,5%	4,0%

Fonte: Banco Central.

Projeções para saldo de crédito (var. 12 meses)			
	Setembro	Dezembro	Março
	2025	2025	2025
<b>Total</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,7%</b>
Livres	10,2%	9,6%	7,9%
PF	11,0%	10,0%	8,5%
PJ	9,0%	9,0%	7,0%
Direcionados	10,5%	9,7%	7,5%
PF	10,5%	10,0%	7,5%
PJ	10,5%	9,0%	7,5%
Total PF	10,8%	10,0%	8,0%
Total PJ	9,5%	9,0%	7,2%

Fonte: Banco Central.

Projeções de contas externas (US\$ bilhões)			
	Setembro	Dezembro	Março
	2025	2025	2025
<b>Transações correntes</b>	<b>-60</b>	<b>-58</b>	<b>-62</b>
Balança comercial	64	65	61
Exportações	341	338	343
Importações	277	274	282
Serviços	-49	-49	-52
Renda primária	-75	-75	-72
Investimentos - passivos	85	85	80

Fonte: Banco Central.

## Resumo dos boxes

Destacamos abaixo os resumos dos boxes apresentados no RI, com links para os relatórios completos.

### ■ **Ajuste sazonal e incerteza sobre a intensidade da desaceleração do PIB no início de 2025**

Estudo completo [aqui](#).

- Neste box, o Banco Central argumenta que, embora a mediana das projeções aponte para um crescimento robusto do PIB no primeiro trimestre de 2025, esse número deve ser analisado com cautela. Para ilustrar esse ponto, o texto compara dois métodos de ajuste sazonal: o direto (utilizado tradicionalmente), aplicado à série agregada do PIB, e o indireto, que ajusta individualmente cada componente antes de agregá-los.
- A mediana das expectativas do Questionário Pré-Copom sugere alta de 1,4% do PIB na margem, sendo 0,9% para o PIB ex-agropecuária, utilizando o método direto. No entanto, se a mesma projeção for aplicada ao método indireto, a variação do PIB ex-agropecuária recuará para 0,3% – próxima ao valor observado no quarto trimestre de 2024.
- Uma possível explicação para essa diferença é a devolução do ano bissexto ocorrido no ano anterior. O ajuste sazonal tradicional desconta o dia extra do ano bissexto, o que pode superestimar o efeito desse dia a mais. Outro fator que deve ser considerado, é que os efeitos da pandemia ainda podem estar afetando o resultado do ajuste sazonal.
- O box conclui que, dado que o resultado do PIB do primeiro trimestre deve ser interpretado com cautela, torna-se particularmente importante acompanhar um conjunto amplo de indicadores de atividade econômica para se avaliar o grau de desaceleração.

### ■ **Fluxo financeiro e impulso de crédito em 2024**

Estudo completo [aqui](#).

- Este box apresenta uma atualização das métricas de fluxo financeiro e impulso de crédito, apresentadas anteriormente no RI de setembro de 2021, e uma extensão para o mercado de debêntures.
- Os resultados indicam que o setor financeiro, por meio do mercado de crédito bancário, recebeu em 2024, em termos líquidos, 0,9% do Produto Interno Bruto (PIB) em recursos do setor não financeiro (famílias e empresas), abaixo dos 2,1% registrados em 2023. Com isso, o impulso de crédito bancário foi positivo em 1,1% do PIB. Adicionalmente, o volume relevante emitido em debêntures no mercado de capitais também gerou um impulso positivo para as empresas de 1,0% do PIB.

### ■ **Alta do preço do boi gordo e efeito nos preços ao consumidor**

Estudo completo [aqui](#).

- Este box analisa os impactos da alta do preço do boi gordo sobre os preços ao consumidor. Após um período de queda iniciado em 2022, observou-se alta intensa a partir de setembro de 2024, influenciado por restrições de oferta, demanda interna e externa aquecidas, e depreciação cambial. O movimento também reflete o início de uma possível reversão do ciclo do boi, caracterizado por oscilações plurianuais na oferta de animais para abate. Esse ciclo ocorre porque os pecuaristas alternam entre destinar vacas e novilhas para reprodução ou para abate, dependendo das condições econômicas e climáticas. Durante o ciclo de baixa, há maior descarte de matrizes e aumento no abate total, o que reduz os preços. Já no ciclo de alta, o abate diminui, restringindo a oferta e elevando os preços. A alta do boi gordo foi transmitida rapidamente para os preços da carne bovina ao consumidor, que subiram 22,4% entre setembro e janeiro, segundo o IPCA.

- O estudo mostra que a alta da carne bovina também impactou os preços de proteínas substitutas, como frango e porco, com elasticidades estimadas de 0,5 e 0,3, respectivamente. Além disso, contribuiu para a aceleração dos preços da alimentação fora do domicílio, que tem peso relevante na inflação de serviços. Modelos do BC sugerem repasse de cerca de 30% para os preços da alimentação fora do domicílio, concentrado nos primeiros meses após a alta da carne.
- Apesar do recuo recente no preço do boi gordo, a perspectiva de oferta doméstica mais restrita e demanda externa aquecida sugere que os preços das carnes devem continuar pressionados em 2025. Segundo o Questionário Pré-Copom de março/25, a projeção mediana para a alta de carnes no IPCA em 2025 é de 9,6%, após elevação de 20,8% em 2024.

## ■ Estoques de ativos e passivos públicos nas estatísticas macroeconômicas do setor fiscal

Estudo completo [aqui](#).

- Este boxe apresenta distintos conceitos das estatísticas de endividamento público, publicadas pelo Banco Central: Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e Patrimônio Financeiro Líquido do Governo Geral (PFLGG).
- Os resultados indicam que houve um aumento dos dois conceitos de dívida em relação ao PIB. A DBGG, que considera somente os passivos dos governos federal, estaduais e municipais, avançou 2,8pp para 86,8% do PIB em 2024 na métrica do FMI e 2,1pp para 76,1% do PIB na métrica do BC. A DLSP - mais abrangente por incluir outras instituições que executam atividades de governo, empresas públicas e sociedades de economia mista (exceto financeiras) -, avançou 0,8pp para 61,2% do PIB no mesmo período. Por fim, o PFLGG, que mensura o estoque de ativos e passivos financeiros a valor de mercado, atingiu -51,7% do PIB em setembro de 2024, sem variação expressiva desde 2021.

## ■ Decomposição da inflação de 2024

Estudo completo [aqui](#).

- Este estudo anual tem como objetivo medir a contribuição dos principais fatores para o desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2024, a partir de modelos semiestruturais do BC. Para tanto, decompõe-se o desvio em cinco componentes: i) inércia do ano anterior; ii) expectativas; iii) inflação importada; iv) hiato do produto; e v) demais fatores.
- Em 2024, a inflação medida pelo IPCA encerrou o ano em 4,83%, 1,83 p.p. acima da meta de inflação de 3,0%, e 0,33p.p. acima do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN (de +/- 1,50p.p.). O modelo mostrou que i) a inércia advinda do ano anterior apresentou contribuição de 0,52p.p. para o desvio em relação à meta; ii) as expectativas de inflação, cuja desancoragem se ampliou ao longo de 2024, tiveram contribuição de 0,30p.p.; iii) a inflação importada foi o fator com a maior contribuição para o desvio em relação à meta, de 0,72p.p., influenciada sobretudo pela depreciação cambial no período, e apenas parcialmente compensada pela queda do preço do petróleo; iv) o hiato do produto apresentou contribuição de 0,49p.p., reflexo do crescimento robusto da atividade econômica em 2024; e, por fim v) os demais fatores – como anomalias climáticas, medidas tributárias etc – apresentaram uma contribuição negativa de 0,20p.p.
- Em conclusão, a decomposição apresentada no boxe mostra que os principais fatores que levaram a inflação em 2024 a ficar acima da meta foram a inflação importada e a inércia da inflação do ano anterior. Em sentido contrário, os demais fatores apresentaram contribuição negativa.

## 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>



A Pesquisa Extel | Institutional Investor 2025 já começou. Contamos com sua participação e apoio! [Link para a votação.](#)

### 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.