

Cockpit do Copom: encurtando o horizonte de sinalização

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 28 e 29 de janeiro. Esperamos elevação, por unanimidade, da taxa Selic para 13,25% a.a., entregando a primeira das duas adicionais altas de 100 p.b. que foram sinalizadas no final do ano passado.
- ▶ Comparadas ao que foi apresentado na reunião de dezembro, 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: de 4,5% para 5,2% para 2025 e de 4,0% para 4,2% no horizonte relevante (que se desloca do segundo para o terceiro trimestre de 2026).
- ▶ Desde a reunião de dezembro, o Copom se deparou com novas rodadas de piora nas divulgações semanais da pesquisa Focus para expectativas de inflação, uma composição mais desafiadora para a inflação corrente, e uma taxa de câmbio que segue pressionada (ainda que com algum alívio na margem). Tais fatores, em conjunto com os modelos prospectivos de inflação, poderiam justificar a sinalização de ajustes de mesma magnitude para as próximas duas reuniões.
- ▶ No entanto, a política monetária mais restritiva deve impactar a economia com mais força a partir do 2T25. Diante de tal risco, em meio a elevado grau de incerteza, avaliamos que a reação mais provável da autoridade monetária seja não indicar a magnitude dos movimentos para reuniões além da próxima.

1 – Projeções de inflação

As tabelas abaixo resumem as projeções 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\$6,00/US\$) considera o procedimento do BCB de utilizar a média dos últimos 10 dias úteis.

Comparada ao apresentado na reunião de dezembro, a projeção 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) deve subir: para 5,2% para 2025 (ante 4,5%) e para 4,2% no horizonte relevante (3T26) – ante 4,0% esperada em dezembro para o 2T26 –, sem sinais de convergência para a meta de 3%.

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus continuaram a subir intensamente, para 5,50% em 2025 (de 4,59%) e para 4,22% em 2026 (de 4,00%). Para a taxa Selic, a projeção subiu para 15,00% (de 13,50%) para 2025, e para 12,50% (de 11,00%) para 2026.

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"			
Período	Reunião de Novembro	Reunião de Dezembro	Reunião de Janeiro (proj)
2025	3,9%	4,5%	5,2%
Horizonte relevante	3,6% (2T26)	4,0% (2T26)	4,2% (3T26)
Evolução das variáveis exógenas			
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,75	5,95	6,00
Taxa Selic (%) 2025	11,25%	13,50%	15,00%
Taxa Selic (%) 2026	9,50%	11,00%	12,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	4,00%	4,59%	5,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	3,60%	4,00%	4,22%

Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Itaú.

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

Projeções Focus (% , final do ano)						
	2025		2026		2027	
	Último Copom	Atual*	Último Copom	Atual*	Último Copom	Atual*
IPCA	4,59	5,50	4,00	4,22	3,58	3,90
Crescimento do PIB	2,00	2,06	2,00	1,72	2,00	1,96
Taxa Selic	13,50	15,00	11,00	12,50	10,00	10,38
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,77	6,00	5,73	6,00	5,69	5,93

*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 de câmbio entre R\$/US\$ alcançou o mesmo patamar, mas apresentou elevada oscilação e volatilidade no período, atingindo uma máxima de R\$ 6,29. Por outro lado, a percepção de risco-país medido pelo CDS de 5 anos se elevou de 165 p.b. para 181 p.b. A taxa do título de 10 anos do Tesouro norte-americano avançou para 4,51. A cotação de petróleo tipo Brent também apresentou alta, passando de 74 para 78 dólares por barril, ao passo que o preço médio das commodities industriais permaneceu estável no período.

Preços de ativos		
	Reunião anterior	Atual*
US Treasury 10 anos	4,27	4,51
Preço do petróleo (Brent)	74	78
Commodities agrícolas**	619	649
Índice CRB RIND***	547	549
CDS 5 anos	165	181
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,96	5,96

*Considerando os preços vigentes no fechamento de mercado do dia anterior à publicação.

**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. Do lado da atividade econômica, a taxa de desemprego caiu novamente no mês de novembro, ficando em 6,1%, em linha com as expectativas do mercado. Contudo, a criação de empregos formais para o mesmo mês foi de 106,6 mil vagas, ante consenso de 120 mil. Já o IBC-Br apresentou pouca variação na margem, com uma alta de 0,1% m/m (consenso de 0,0% m/m), mesmo que os setores da indústria, serviços e vendas varejistas tenham apresentado recuo em relação ao mês anterior.

Para os dados de inflação, o dado mais recente foi o IPCA-15 de janeiro, que registrou alta de 0,11%, acima da nossa projeção (0,06%) e da mediana das expectativas do mercado (-0,02%). Apesar do resultado mostrar uma leitura mensal relativamente baixa (com impacto do bônus de Itaipu nos preços de energia elétrica), o IPCA-15 de janeiro mostrou um qualitativo pior do que o esperado, com destaque para surpresa altista em serviços subjacentes. Em nossa visão, essa divulgação confirma a tendência da piora dos núcleos de inflação, que devem permanecer pressionados nas próximas divulgações. Já o IPCA cheio de dezembro veio próximo da nossa projeção e da mediana de expectativas do mercado (0,52% m/m ante expectativa de 0,53% m/m).

No front da conta corrente brasileira, o dado de dezembro apresentou déficit de US\$9,0 bi, melhor que as expectativas, diante de remessas de Lucros e Dividendos abaixo do projetado. No entanto, a conta corrente segue pressionada em comparação com a média dos últimos anos, encerrando 2024 com um déficit de 2,5% do PIB (ante déficit em 1,1% em 2023). Nota-se também que o financiamento externo segue em nível menos favorável, com a diferença entre o Investimento Direto no País (IDP) e o saldo em conta corrente aumentando na margem.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
12-dez-24	Vendas no varejo restrito (out/24) - Var. mensal	0,4%	-0,2%
13-dez-24	IBC-Br (out/24) - Var. mensal	0,1%	-0,2%
27-dez-24	IGP-M (dez/24) - Var. mensal	0,94%	1,09%
27-dez-24	IPCA-15 (dez/24) - Var. mensal	0,34%	0,46%
27-dez-24	Criação de empregos formais (nov/24) - Milhares	106,6	120,0
27-dez-24	Taxa de desemprego (nov/24)	6,1%	6,1%
30-dez-24	Fiscal: Resultado Primário (nov/24) - R\$ bilhões	-6,6	-7,0
08-jan-25	Produção Industrial (nov/24) - Var. mensal	-0,6%	-0,7%
09-jan-25	Vendas no varejo restrito (nov/24) - Var. mensal	-0,4%	-0,3%
10-jan-25	IPCA (dez/24) - Var. mensal	0,52%	0,53%
15-jan-25	Volume real do setor de serviços (nov/24) - Var. mensal	-0,9%	-0,5%
16-jan-25	IBC-Br (nov/24) - Var. mensal	0,1%	0,0%
24-jan-25	IPCA-15 (jan/25) - Var. mensal	0,11%	-0,02%

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, o Copom optou, em decisão unânime, por acelerar novamente o ritmo de aperto monetário, para uma alta de 100 p.b. (ante 50 p.b. na reunião anterior), levando a taxa Selic para 12,25% a.a., como amplamente esperado pelo mercado.

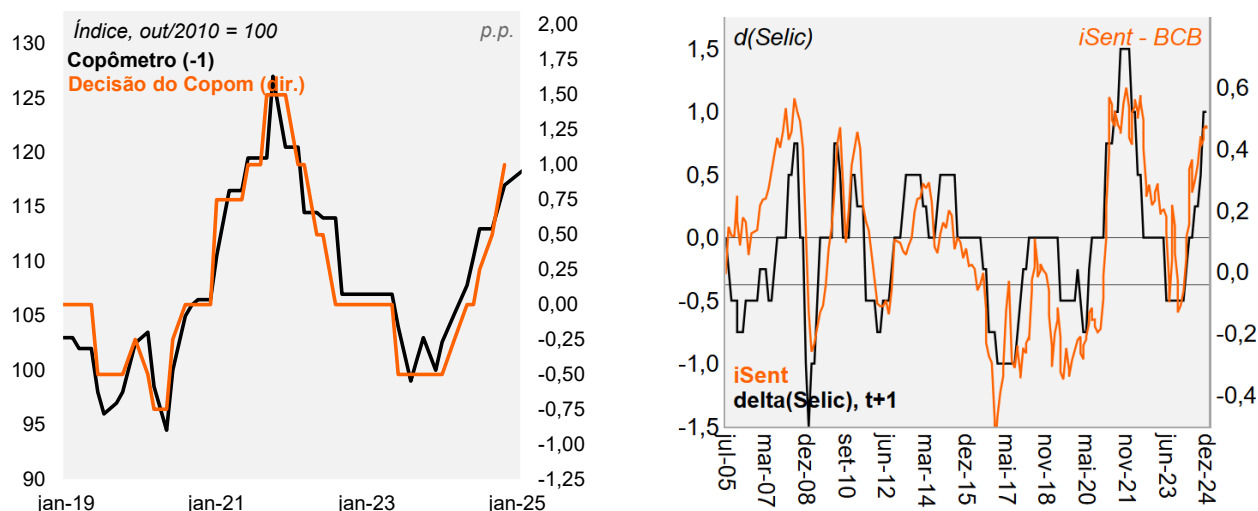
O comunicado e a ata sinalizaram que esta havia sido a primeira de três altas consecutivas de 100 p.b., o que levaria a taxa Selic para 14,25% a.a., diante de um cenário mais adverso para a inflação. Segundo o comitê, na discussão que embasou tal deliberação, duas dimensões foram bastante discutidas. Em primeiro lugar, a magnitude da deterioração de curto e médio prazo do cenário de inflação exigia uma postura mais tempestiva

para manter o firme compromisso de convergência da inflação à meta. Em segundo, vários riscos se materializaram, tornando o cenário mais adverso, mas menos incerto, permitindo maior visibilidade para que as autoridades oferecessem uma indicação de como antevia as próximas decisões.

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, à vista das condições atuais, é compatível com a expectativa de manutenção do ritmo de alta da taxa Selic (100 p.b.).

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 de 100 p.b.

Copômetro Itaú Unibanco e Classificador do Itaú iSent



5 – Nossa visão

O Copom volta a se reunir nos dias 28 e 29 de janeiro. Esperamos elevação, por unanimidade, da taxa Selic para 13,25% a.a., entregando a primeira das duas adicionais altas de 100 p.b. que foram sinalizadas no final do ano passado.

Desde a reunião de dezembro, o Copom se deparou com novas rodadas de piora nas divulgações semanais da pesquisa Focus para expectativas de inflação, uma composição mais desafiadora para a inflação corrente, e uma taxa de câmbio que segue pressionada (ainda que com algum alívio na margem). Tais fatores, em conjunto com os modelos prospectivos de inflação, poderiam justificar a sinalização de ajustes de mesma magnitude para as próximas duas reuniões. No entanto, a política monetária mais restritiva deve impactar a economia com mais força a partir do 2T25. Diante de tal risco, em meio a elevado grau de incerteza, avaliamos que a reação mais provável da autoridade monetária seja não indicar a magnitude dos movimentos para reuniões além da próxima.

Naturalmente, o comitê deve afirmar que permanecerá vigilante diante da deterioração das expectativas e balanço de riscos.

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 e 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.