

Cockpit do Copom: início da flexibilização adiado para março

- O Copom volta a se reunir nos dias 27 e 28 de janeiro e deve optar, por unanimidade, pela manutenção da taxa Selic em 15,00% a.a. – deslocamos nossa projeção de um primeiro corte de 25 pontos base, da reunião de janeiro para a seguinte, em março.
- Tal adiamento, a nosso ver, decorre de: (i) o comitê querer ganhar mais confiança no processo de desinflação, em um ambiente de mercado de trabalho ainda resiliente; (ii) início de ciclo com precificação de mercado inconsistente com corte. O ponto (ii) é especialmente importante à luz do histórico recente, em que o Copom buscou se posicionar de forma mais cautelosa em um ambiente de expectativas de inflação des ancoradas, colhendo, com isso, um ganho importante de credibilidade, que fica explícito na melhora das projeções de prazos mais longos da pesquisa Focus. Um começo de ciclo de cortes com movimento menos conservador que o esperado poderia minar parte desse esforço. As vacâncias no comitê também podem contribuir para um Copom mais cauteloso.
- Isso posto, seguimos acreditando que o início do ciclo de flexibilização está próximo. Em sua comunicação recente, o comitê demonstrou que está ganhando confiança de que sua estratégia está surtindo efeito. Na ausência de grandes surpresas, essa convicção deveria aumentar ao longo do tempo. Buscando manter suas opções em aberto, o Copom deve fazer pequenas alterações em sua comunicação. Somando-se à mudança feita na ata de dezembro (o comitê descreveu o cenário como prescrevendo uma política monetária “contracionista”, em vez de em “patamar contracionista”, o que nos parece deixar em aberto a possibilidade de um corte de juros no curto prazo), o comitê deve afirmar que a estratégia em curso tem se mostrado adequada (sinalizando o aumento de confiança mencionado acima), substituir a ênfase em se manter vigilante por uma prescrição de paciência e serenidade (algo que reduz a possibilidade de cortes agressivos), e afirmar que os passos futuros e o grau de restrição poderão ser avaliados, removendo o lembrete de que pode retomar o ciclo de ajuste caso julgue apropriado (abindo caminho para a opção de corte em março).

1 – Projeções de inflação

As tabelas abaixo resumem as projeções baseadas em nossa réplica estimada do modelo de pequeno porte do Banco Central, assim como as mudanças na pesquisa Focus desde a última reunião do comitê. A taxa de câmbio utilizada (R\$5,35/US\$) segue o procedimento do Banco Central de usar a média dos últimos 10 dias úteis.

Comparada à reunião de dezembro, as projeções de inflação do comitê no cenário de referência (que assume uma taxa de câmbio consistente com a paridade do poder de compra e uma taxa de juros alinhada à pesquisa Focus) deve subir para 3,6% em 2026 (ante 3,5%) e seguir em 3,2% no horizonte relevante do 3T27 (ante 3,2% na reunião anterior referente ao 2T27).

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus recuaram para 4,00% em 2026 (de 4,16%) e se mantiveram constantes em 3,80% em 2027. Para a taxa Selic, a mediana das projeções permaneceu estável em 12,25% para 2026 e 10,50% para 2027.

| Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"* | | | | | |
|--|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------------|
| Período | Reunião de Julho | Reunião de Setembro | Reunião de Novembro | Reunião de Dezembro | Reunião de Janeiro (proj.) |
| 2026 | 3,6% | 3,6% | 3,6% | 3,5% | 3,6% |
| Horizonte relevante | 3,4% (1T27) | 3,4% (1T27) | 3,3% (2T27) | 3,2% (2T27) | 3,2% (3T27) |
| Evolução das variáveis exógenas | | | | | |
| Taxa de câmbio (R\$/US\$) | 5,55 | 5,40 | 5,40 | 5,35 | 5,35 |
| Taxa Selic (%) 2026 | 12,50% | 12,38% | 12,25% | 12,25% | 12,25% |
| Taxa Selic (%) 2027 | 10,50% | 10,50% | 10,50% | 10,50% | 10,50% |
| Expectativa de inflação (Focus) 2026 | 4,44% | 4,30% | 4,20% | 4,16% | 4,00% |
| Expectativa de inflação (Focus) 2027 | 4,00% | 3,90% | 3,80% | 3,80% | 3,80% |

Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Itaú.

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

| Projeções Focus (%, final do ano) | | | | | | |
|-----------------------------------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|--------|
| | 2026 | | 2027 | | 2028 | |
| | Último Copom | Atual* | Último Copom | Atual* | Último Copom | Atual* |
| IPCA | 4,16 | 4,00 | 3,80 | 3,80 | 3,50 | 3,50 |
| Crescimento do PIB | 1,80 | 1,80 | 1,84 | 1,80 | 2,00 | 2,00 |
| Taxa Selic | 12,25 | 12,25 | 10,50 | 10,50 | 9,50 | 10,00 |
| Taxa de câmbio (BRL/USD) | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,51 | 5,50 | 5,52 |

*considerando o relatório Focus mais recente.

Fonte: BCB, Itaú.

2 – Evolução dos preços de ativos

Desde a última reunião do Copom, a taxa de câmbio apreciou para R\$ 5,29 por dólar, ante R\$ 5,47 na reunião anterior. A percepção de risco-país, medida pelo CDS de 5 anos, recuou 7 pontos-base, alcançando 132 p.b. Já a taxa do título de 10 anos do Tesouro norte-americano subiu em 6 pontos-percentuais, para 4,21% (de 4,15%), enquanto o preço do petróleo Brent registrou leve aumento, encerrando o período em US\$ 66 por barril (ante US\$ 62, anteriormente).

| Preços de ativos | | |
|---------------------------|------------------|--------|
| | Reunião anterior | Atual* |
| US Treasury 10 anos | 4,15 | 4,21 |
| Preço do petróleo (Brent) | 62 | 66 |
| Commodities agrícolas** | 632 | 625 |
| Índice CRB RIND*** | 589 | 613 |
| CDS 5 anos | 139 | 132 |
| Taxa de câmbio (BRL/USD) | 5,47 | 5,29 |

*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 resume o comportamento dos principais indicadores macroeconômicos divulgados entre a última reunião do Copom (9 e 10 de dezembro) e a próxima. No âmbito da atividade econômica, o mercado de trabalho seguiu resiliente. A taxa de desemprego da PNAD permaneceu em patamar historicamente baixo (5,2% no trimestre encerrado em novembro, ou 5,6% após ajuste sazonal), enquanto o Caged registrou a criação de 86 mil empregos formais no mês, acima da expectativa de 76 mil. De modo geral, os indicadores de atividade continuaram evidenciando sinais de moderação, ainda que com desempenho heterogêneo entre os segmentos. No setor de serviços, houve alta de 0,3% m/m em outubro — em linha com o esperado — seguida por uma leve retração de 0,1% m/m em novembro, abaixo do consenso de +0,1%. A produção industrial ficou praticamente estável (0,00% m/m, ante 0,10% esperado), ao passo que as vendas no varejo restrito surpreenderam positivamente (1% m/m vs. 0,3% projetado), impulsionadas pelas promoções de Black Friday. No campo da inflação, após o IPCA-15 de dezembro vir em linha com as expectativas (0,25%), o IPCA cheio do mês registrou alta de 0,33% m/m, ligeiramente acima do esperado (0,32%). Em 12 meses, o índice encerrou 2025 com variação de 4,3%, ante 4,5% em novembro, acima do centro da meta, mas ainda dentro do intervalo de tolerância. Sob uma leitura qualitativa, a inflação de serviços subjacentes mostrou piora na margem: houve surpresa baixista em alimentação fora do domicílio, enquanto serviços intensivos em mão de obra apresentaram surpresa altista. Esse quadro reforça a percepção de que o mercado de trabalho aquecido continua pressionando os preços de serviços.

| Indicadores econômicos: Resultado x Consenso | | | | |
|--|---|-----------|----------|--|
| Data de divulgação | Indicador | Resultado | Consenso | |
| 12-dez-25 | Volume real do setor de serviços (out/25) - Var. mensal | 0,30% | 0,30% | |
| 15-dez-25 | IBC-Br (out/25) - Var. mensal | -0,25% | 0,10% | |
| 23-dez-25 | IPCA-15 (dez/25) - Var. mensal | 0,25% | 0,25% | |
| 29-dez-25 | IGP-M (dez/25) - Var. mensal | -0,01% | 0,15% | |
| 30-dez-25 | Fiscal: Resultado Primário (nov/25) - R\$ bilhões | -14,4 | -14,3 | |
| 30-dez-25 | Taxa de desemprego (nov/25) | 5,20% | 5,40% | |
| 30-dez-25 | Criação de empregos formais (nov/25) - Milhares | 86 | 76 | |
| 08-jan-26 | Produção Industrial (nov/25) - Var. mensal | 0,00% | 0,10% | |
| 09-jan-26 | IPCA (dez/25) - Var. mensal | 0,33% | 0,32% | |
| 13-jan-26 | Volume real do setor de serviços (nov/25) - Var. mensal | -0,10% | 0,10% | |
| 15-jan-26 | Vendas no varejo restrito (nov/25) - Var. mensal | 1,00% | 0,30% | |
| 16-jan-26 | IBC-Br (nov/25) - Var. mensal | 0,68% | 0,40% | |

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

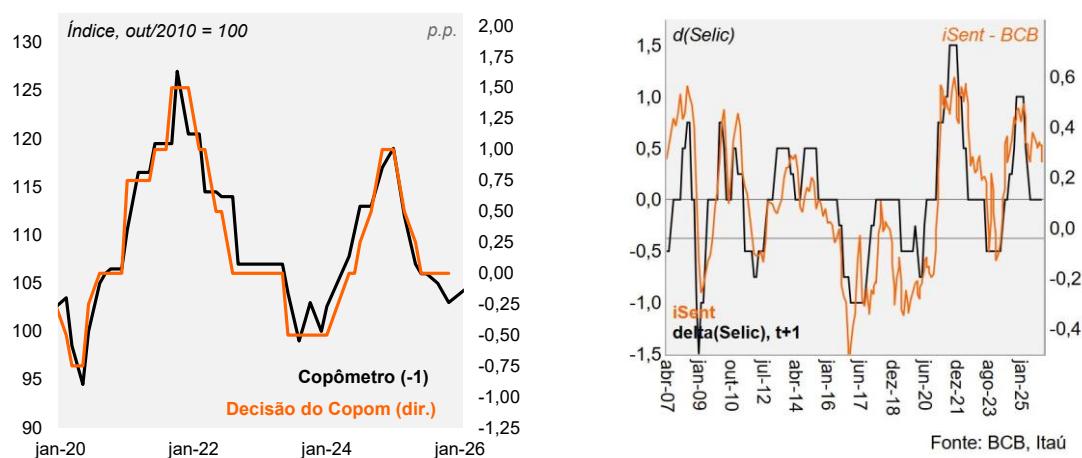
Em sua decisão mais recente, o Copom manteve a Selic em 15,00% a.a., e sua comunicação indicou um Banco Central cauteloso, sem pressa para iniciar a flexibilização e mantendo postura fortemente dependente dos dados. Na última ata, as autoridades reiteraram que o cenário requer uma política monetária significativamente contracionista por período bastante prolongado para assegurar a convergência da inflação à meta. Essa orientação elevou a barra para cortes já em janeiro, sugerindo que seria necessária uma apreciação da moeda frente aos patamares atuais e/ou uma melhora adicional do conjunto de dados.

Na avaliação da atividade econômica, o comitê observou sinais mistos, típicos de pontos de inflexão, e um mercado de trabalho resiliente, o que exigirá mais tempo para distinguir adequadamente fatores cíclicos de estruturais. Também enfatizou que expectativas des ancoradas aumentam o custo da desinflação em termos de atividade. Por outro lado, o Copom retirou a afirmação de que sua própria projeção de inflação no horizonte relevante estava acima da meta e passou a descrever o cenário como prescrevendo uma política monetária contracionista, e não apenas como estando em um patamar contracionista — nuance que, na margem, mantém aberta a possibilidade de flexibilização no curto prazo, caso o fluxo de dados permita.

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, avaliamos que o indicador começa a dar sinais de que o Copom está mais próximo de iniciar o ciclo de cortes nas próximas reuniões, mas ainda compatível com manutenção da Selic em janeiro.

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. Nossa 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 19 anos, principalmente os ciclos de alta no final dos anos 2000 e início dos anos 2020. Em linhas gerais, o índice vem sugerindo um tom mais brando na comunicação recente de política monetária, mas continua com score em território positivo (0,29), patamar inclusive acima do compatível com a estabilidade dos juros na margem.

Copômetro Itaú Unibanco e Classificador do Itaú iSent



5 – Nossa visão

O Copom volta a se reunir nos dias 27 e 28 de janeiro e deve optar, por unanimidade, pela manutenção da taxa Selic em 15,00% a.a. – deslocamos nossa projeção de um primeiro corte de 25 pontos base, da reunião de janeiro para a seguinte, em março.

Tal adiamento, a nosso ver, decorre de: (i) o comitê querer ganhar mais confiança no processo de desinflação, em um ambiente de mercado de trabalho ainda resiliente; (ii) início de ciclo com especificação de mercado inconsistente com corte. O ponto (ii) é especialmente importante à luz do histórico recente, em que o Copom buscou se posicionar de forma mais cautelosa em um ambiente de expectativas de inflação des ancoradas, colhendo, com isso, um ganho importante de credibilidade, que fica explícito na melhora das projeções de prazos mais longos da pesquisa Focus. Um começo de ciclo de cortes com movimento menos conservador que o esperado poderia minar parte desse esforço. As vacâncias no comitê também podem contribuir para um Copom mais cauteloso.

Isso posto, seguimos acreditando que o início do ciclo de flexibilização está próximo. Em sua comunicação recente, o comitê demonstrou que está ganhando confiança de que sua estratégia está surtindo efeito. Na ausência de grandes surpresas, essa convicção deveria aumentar ao longo do tempo. Buscando manter suas opções em aberto, o Copom deve fazer pequenas alterações em sua comunicação. Somando-se à mudança feita na ata de dezembro (o comitê descreveu o cenário como prescrevendo uma política monetária “contracionista”, em vez de em “patamar

contracionista", o que nos parece deixar em aberto a possibilidade de um corte de juros no curto prazo), o comitê deve afirmar que a estratégia em curso tem se mostrado adequada (sinalizando o aumento de confiança mencionado acima), substituir a ênfase em se manter vigilante por uma prescrição de paciência e serenidade (algo que reduz a possibilidade de cortes agressivos), e afirmar que os passos futuros e o grau de restrição poderão ser avaliados, removendo o lembrete de que pode retomar o ciclo de ajuste caso julgue apropriado (abrir caminho para a opção de corte em março).

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itau.com.br/itaubba-pt/analises-economicas>



Informações Relevantes

- 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.
- 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.
- 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.
- 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 comprehende 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.itau.com.br/atendimento-itau/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.