

Cockpit do Copom: o câmbio ajuda, mas não resolve

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 18 e 19 de março. Esperamos elevação, por unanimidade, da taxa Selic para 14,25% a.a., entregando a segunda das duas adicionais altas de 100 p.b. que foram sinalizadas no final do ano passado.
- ▶ Comparadas ao que foi apresentado na reunião de janeiro, 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) deve recuar para 5,0% para 2025 (ante 5,2%) e para 3,9% no horizonte relevante, no 3T26 (ante 4,0%).
- ▶ Essa reunião acontecerá em meio à discussão sobre potenciais pontos de inflexão que podem ter implicações relevantes para a dinâmica de preços e o balanço de riscos em torno da inflação, e que dizem respeito justamente aos fatores que o comitê afirmou que monitoraria à frente: atividade econômica, câmbio (repasse cambial) e expectativas de inflação.
- ▶ Esperamos que o Copom continue a descrever um balanço de riscos assimétrico para cima para a inflação (com alguma probabilidade, no entanto, de que ajustem a descrição dos riscos externos). Com esse pano de fundo, esperamos que as autoridades sinalizem, pelo menos, um novo ajuste, ainda que de menor magnitude, na reunião de maio.
- ▶ O ritmo de deterioração das expectativas de inflação dá sinais marginais e erráticos de desaceleração, e a apreciação da moeda desde a virada do ano reduz riscos altistas à frente. Contudo, dada a grande distância da inflação e das expectativas em relação à meta e os sinais ambíguos da atividade econômica, deixar, na comunicação do Copom, a porta aberta para o final do ciclo de ajuste implicaria correr demasiado risco inflacionário. Tal mudança de postura, dado o conjunto de informações disponível hoje, provavelmente seria percebida como algo motivado pela preocupação em defender a atividade econômica, em detrimento do controle inflacionário, o que é inconsistente com o mandato determinado pelo regime de metas para a inflação.

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\$5,80/US\$) considera o procedimento do BCB de utilizar a média dos últimos 10 dias úteis.

Comparada ao apresentado na reunião de janeiro, 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 recuar para 5,0% para 2025 (ante 5,2%) e para 3,9% no horizonte relevante (3T26, ante 4,0%).

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus avançaram para 5,66% em 2025 (de 5,50%) e para 4,48% em 2026 (de 4,22%). Para a taxa Selic, as projeções permaneceram em 15,0% para 2025 e 12,50% para 2026.

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	Reunião de Março (proj.)
2025	3,6%	3,7%	3,9%	4,5%	5,2%	5,0%
Horizonte relevante	3,4% (1T26)	3,5% (1T26)	3,6% (2T26)	4,0% (2T26)	4,0% (3T26)	3,9% (3T26)
Evolução das variáveis exógenas						
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,55	5,60	5,75	6,00	6,00	5,80
Taxa Selic (%) 2025	9,50%	10,50%	11,25%	13,50%	15,00%	15,00%
Taxa Selic (%) 2026	9,00%	9,50%	9,50%	11,00%	12,50%	12,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	3,96%	3,95%	4,00%	4,59%	5,50%	5,66%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	3,60%	3,61%	3,60%	4,00%	4,22%	4,48%

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	5,50	5,66	4,22	4,48	3,90	4,00
Crescimento do PIB	2,06	1,99	1,72	1,60	1,96	2,00
Taxa Selic	15,00	15,00	12,50	12,50	10,38	10,50
Taxa de câmbio (BRL/USD)	6,00	5,98	6,00	6,00	5,93	5,90

*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 apreciou para 5,71 reais por dólar, após registrar intensa volatilidade nos meses anteriores. A percepção de risco-país medido pelo CDS de 5 anos recuou 3 p.b., para 176 p.b. A taxa do título de 10 anos do Tesouro norte-americano recuou para 4,30% (ante 4,53%), enquanto a cotação do petróleo tipo Brent recuou para 71 dólares o barril (vs 77 na reunião anterior), em meio à maiores incertezas sobre a demanda global e maior expectativa de oferta da commodity pelos principais produtores, incluindo os EUA e membros da OPEP.

Preços de ativos

	Reunião anterior	Atual*
US Treasury 10 anos	4,53	4,30
Preço do petróleo (Brent)	77	71
Commodities agrícolas**	667	645
Índice CRB RIND***	548	572
CDS 5 anos	179	176
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,87	5,71

*Consideranço 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).

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 principal divulgação foi o PIB do 4T24, que apresentou variação de 0,2% t/t (3,6% a/a), apresentando variação de 3,4% no ano de 2024. Este resultado veio abaixo da nossa estimativa e da mediana das expectativas do mercado (ambas em 0,4% t/t e 4,0% a/a). Do lado do mercado de trabalho, a taxa de desemprego para janeiro foi de 6,5% (ligeiramente abaixo o consenso de 6,6%), enquanto a criação de vagas de emprego trouxe uma surpresa altista de 137 mil vagas (ante expectativa de 71 mil).

Para a inflação, o dado mais recente foi o IPCA de fevereiro, que registrou alta de 1,31%, em linha com a mediana das expectativas do mercado, mas abaixo da nossa projeção (1,36%). O índice registrou uma significativa aceleração no mês, muito por conta do fim do bônus de Itaípu nos preços de energia elétrica. Adicionalmente, mesmo que o qualitativo tenha sido um pouco melhor do que o esperado, os serviços subjacentes seguem pressionados (7,8% na MM3M SAAR, estável em relação a janeiro), que sugere a necessidade de ajustes adicionais por parte da política monetária.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
30-jan-24	IGP-M (jan/25) - Var. mensal	0,3%	0,2%
30-jan-24	Criação de empregos formais (dez/24) - Milhares	-535	-405
31-jan-24	Fiscal: Resultado Primário (dez/24) - R\$ bilhões	15,7	10,4
31-jan-24	Taxa de desemprego (dez/24)	6,20%	6,10%
05-fev-24	Produção Industrial (dez/24) - Var. mensal	-0,30%	-1,10%
11-fev-24	IPCA (jan/24) - Var. mensal	0,16%	0,17%
12-fev-24	Volume real do setor de serviços (dez/24) - Var. mensal	-0,50%	0,20%
13-fev-24	Vendas no varejo restrito (dez/24) - Var. mensal	-0,1%	0,0%
17-fev-24	IBC-Br (dez/24) - Var. mensal	-0,7%	-0,4%
25-fev-24	IPCA-15 (fev/25) - Var. mensal	1,23%	1,36%
26-fev-24	Criação de empregos formais (jan/24) - Milhares	137	71
27-fev-24	IGP-M (jan/25) - Var. mensal	1,06%	1,03%
27-fev-24	Taxa de desemprego (jan/24)	6,5%	6,6%
07-mar-24	PIB (4T24) - Var. trimestral	0,2%	0,4%
11-mar-24	Produção Industrial (jan/24) - Var. mensal	0,0%	0,4%
12-mar-24	IPCA (fev/24) - Var. mensal	1,3%	1,3%
13-mar-24	Volume real do setor de serviços (jan/24) - Var. mensal	-0,2%	-0,1%
14-mar-24	Fiscal: Resultado Primário (jan/24) - R\$ bilhões	104,1	104
14-mar-24	Vendas no varejo restrito (nov/24) - Var. mensal	-0,1%	-0,10%
17-mar-24	IBC-Br (jan/24) - Var. mensal	0,9%	0,30%

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

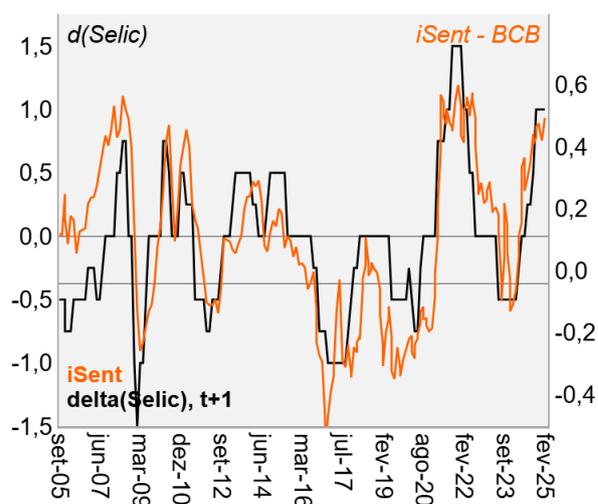
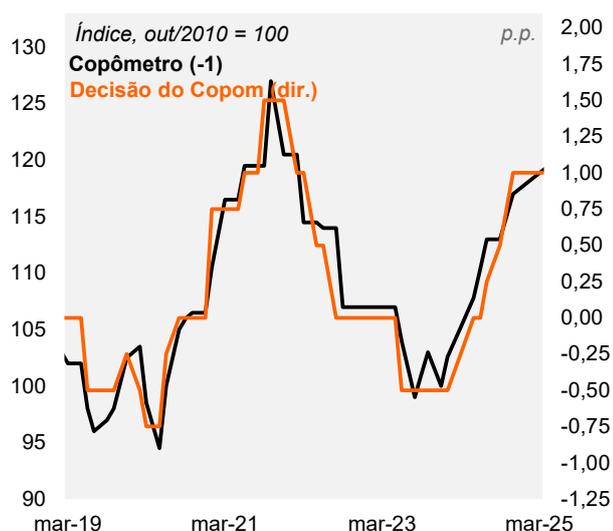
Em sua última reunião de política monetária, o Copom optou, em decisão unânime, por manter o ritmo de aperto monetário, entregando mais uma alta de 100 p.b. (mesma magnitude da reunião anterior), levando a taxa Selic para 13,25% a.a., como amplamente esperado pelo mercado.

O comunicado e a ata sinalizaram que esta havia sido a segunda 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. A ata do, contudo, apresentou um tom mais duro do que o comunicado, destacando a preocupação com a deterioração das expectativas de inflação e indicando que o comitê está monitorando a atividade econômica, atento a sinais de uma desaceleração mais acentuada, o que diverge do cenário-base (tanto do nosso e do Copom). Também é ressaltado um possível aumento da taxa neutra de juros, devido a uma política fiscal e parafiscal ainda mais expansionista. Apesar do tom geral da ata ser mais duro, o texto indica que o comitê acompanhará a evolução da atividade econômica, do repasse cambial e das expectativas. Ao nosso ver, isso poderia indicar uma ordem de prioridades por parte do Banco Central, o que deverá ser confirmado, ou negado, nos próximos passos da política monetária.

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, esperamos 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 18 e 19 de março e deve realizar, com unanimidade entre seus membros, a segunda das duas altas de 1 p.p. que foram sinalizadas ao final de 2024. Essa reunião acontecerá em meio à discussão sobre potenciais pontos de inflexão que podem ter implicações relevantes para a dinâmica de preços e o balanço de riscos em torno da inflação, e que dizem respeito justamente aos fatores que o comitê afirmou que monitoraria à frente: atividade econômica, câmbio (repassa cambial) e expectativas de inflação.

Começando pelo fator que teve evolução mais benigna, o movimento global de enfraquecimento do dólar contribuiu para trazer a cotação do real de R\$ 6,00/USD na última reunião para 5,80 na média dos últimos 10 dias. Acreditamos que esse movimento reflete de forma mais duradoura a percepção de que a incerteza associada à política econômica nos EUA resultará um crescimento mais fraco naquele país – como consequência revisamos nossa projeção para a taxa de câmbio ao final de 2025, de 5,90 para 5,75 reais por dólar (veja mais detalhes em nossas atualizações de cenário [global](#) e [doméstico](#)).

No que diz respeito à atividade econômica, dados do 4º trimestre (inclusive o PIB) registraram desaceleração mais intensa do que se esperava. Tais divulgações, aliadas à comunicação recente, tiveram efeito relevante sobre a precificação de mercado para os próximos movimentos de juros. No entanto, entendemos que o desaquecimento da economia é consistente com o cenário de desaceleração gradual que o comitê não só antecipa, como considera necessário para convergência da inflação à meta. A propósito, nossos dados de alta frequência indicam uma atividade melhor no início de 2025 do que na virada do ano, e as perspectivas para a safra, combinadas ao aumento do salário-mínimo em termos reais, apontam para um PIB ainda resiliente no 1º trimestre. Diante desses fatores, o comitê deve manter uma leitura cautelosa sobre a possibilidade de que uma inflexão da atividade esteja em curso.

Por fim, no fronte das expectativas de inflação, após rodadas consecutivas de deterioração, a pesquisa Focus vem mostrando sinais incipientes de estabilização. Apesar de uma melhora de dinâmica com relação ao passado recente, ainda permanece um grau relevante de desancoragem.

Esperamos que o Copom continue a descrever um balanço de riscos assimétrico para cima para a inflação (com alguma probabilidade, no entanto, de que ajustem a descrição dos riscos externos). Com esse pano de fundo, esperamos que as autoridades sinalizem, pelo menos, um novo ajuste, ainda que de menor magnitude, na reunião de maio.

O ritmo de deterioração das expectativas de inflação dá sinais marginais e erráticos de desaceleração, e a apreciação da moeda desde a virada do ano reduz riscos altistas à frente. Contudo, dada a grande distância da inflação e das expectativas em relação à meta e os sinais ambíguos da atividade econômica, deixar, na comunicação do Copom, a porta aberta para o final do ciclo de ajuste implicaria correr demasiado risco inflacionário. Tal mudança de postura, dado o conjunto de informações disponível hoje, provavelmente seria percebida como algo motivado pela preocupação em defender a atividade econômica, em detrimento do controle inflacionário, o que é inconsistente com o mandato determinado pelo regime de metas para a inflação.

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.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.