Macro Brasil

5 de maio de 2025

Cockpit do Copom: diminuindo o ritmo de aperto

- O Copom volta a se reunir nos dias 6 e 7 de maio e esperamos uma alta unânime da taxa Selic em 50 pontos base, para 14,75% a.a., seguindo a sinalização de elevação adicional e de menor magnitude da última reunião.
- Observando o contexto para essa reunião, temos, por um lado, desaceleração gradual da atividade doméstica e maior incerteza externa, com potencial impacto líquido desinflacionário. Por outro, as expectativas de inflação desancoradas (embora tenham parado de piorar), o hiato positivo e as projeções do próprio Banco Central indicam, neste momento, a necessidade de seguir avançando em território contracionista.
- Avaliamos que o balanço de riscos deve permanecer assimétrico para cima, ainda que de forma menos acentuada que na reunião anterior, devido à evolução do cenário externo. Contribui nessa direção a qualificação de um ambiente menos inflacionário para economias emergentes, decorrente de choques sobre o comércio internacional e condições financeiras globais. Consideramos, adicionalmente, que o grau e persistência da desancoragem das expectativas, bem como do próprio desvio da inflação em relação à meta, recomendam cautela na incorporação de desenvolvimentos exógenos benignos no cenário prospectivo, seja nas projeções ou no balanço de riscos em torno das mesmas.
- Para a próxima decisão, avaliamos que a autoridade monetária buscará flexibilidade para reagir à evolução do cenário, reconhecendo que um ambiente de maior incerteza global exige maior cautela na condução da política monetária doméstica, em linha com a comunicação adotada por membros do comitê em declarações recentes. Ao mesmo tempo, acreditamos que o comitê seguirá indicando vigilância e avaliando se o nível de restrição da política monetária é suficiente para garantir a convergência da inflação para a meta.
- A atual conjuntura apresenta algumas semelhanças com o quadro com o qual o Copom se deparou em dois momentos do passado, a Grande Crise Financeira global, que nos impactou no final de 2008, e a Crise da Dívida europeia, em meados de 2011. Discutimos ambos brevemente no anexo, abaixo.
- Diante de um choque global que pode se mostrar contracionista e desinflacionário, o gestor monetário pode ter distintas reações, que dependem do contexto institucional e da conjuntura econômica. Se a inflação e as expectativas estiverem próximas à meta, e o banco central tiver um mandato dual, pode perfeitamente reagir afrouxando a postura de política monetária. Caso as expectativas e inflação estejam distantes da meta, e o mandato se refira primariamente à inflação, então o mais prudente seria, em nossa visão, aproveitar a ajuda externa para acelerar o processo de convergência - uma desinflação oportunista – mantendo muita cautela para não levar a um afrouxamento precoce da postura de política.
- E se a atividade surpreender negativamente? O Copom tem amplo espaço para reagir, reduzindo a taxa de juros, afinal, estamos bem distantes do “lower bound” para a Selic. Olhando de hoje, tendo em vista o grau de desancoragem e o cenário adiante, o risco de ajustar a política monetária em excesso parece menor, e de mais fácil correção, do que o de interromper prematuramente o processo de ajuste.

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$5,70/US$) considera o procedimento do BCB de utilizar a média dos últimos 10 dias úteis.

A última página deste relatório contém informações importantes sobre o seu conteúdo.
Os investidores não devem considerar este relatório como fator único ao tomarem suas decisões de investimento.

Comparada ao apresentado na reunião de março, 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 4,8% para 2025 (ante 5,1%) e para 3,6% no horizonte relevante do 4T26 (ante 3,9%, para o 3T26).

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus recuaram para 5,53% em 2025 (de 5,66%), e avançaram para 4,51% em 2026 (de 4,48%). Para a taxa Selic, a mediana das projeções para 2025 recuou para 14,75% (de 15,00%), enquanto permaneceu estável em 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	Reunião de Maio (proj.)
2025	3,6%	3,7%	3,9%	4,5%	5,2%	5,1%	4,8%
Horizonte relevante	3,4% (1T26)	3,5% (1T26)	3,6% (2T26)	4,0% (2T26)	4,0% (3T26)	3,9% (3T26)	3,6% (4T26)
Evolução das variáveis exógenas							
Taxa de câmbio (R$/US$)	5,55	5,60	5,75	6,00	6,00	5,80	5,70
Taxa Selic (%) 2025	9,50%	10,50%	11,25%	13,50%	15,00%	15,00%	14,75%
Taxa Selic (%) 2026	9,00%	9,50%	9,50%	11,00%	12,50%	12,50%	12,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	3,96%	3,95%	4,00%	4,59%	5,50%	5,66%	5,53%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	3,60%	3,61%	3,60%	4,00%	4,22%	4,48%	4,51%

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	5,66	5,53	4,48	4,51	4,00	4,00
Crescimento do PIB	1,99	2,00	1,60	1,70	2,00	2,00
Taxa Selic	15,00	14,75	12,50	12,50	10,50	10,50
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,98	5,86	6,00	5,91	5,90	5,85

*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 se manteve em 5,65 reais por dólar, mas apresentando alta volatilidade no período em meio ao cenário externo mais incerto. A percepção de risco-país medido pelo CDS de 5 anos avançou 12 p.b., para 182 p.b. A taxa do título de 10 anos do Tesouro norte-americano avançou para 4,31% (ante 4,24%), enquanto a cotação do petróleo tipo Brent recuou para 61 dólares o barril (vs 71 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	4,24	4,31
Preço do petróleo (Brent)	71	61
Commodities agrícolas**	640	635
Índice CRB RIND***	571	558
CDS 5 anos	170	182
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,65	5,65

*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).

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. Quanto aos dados de inflação, a divulgação mais recente foi o IGP-M de abril, registrou alta de 0,24% m/m, superando as expectativas do mercado e a nossa projeção (-0,14%). Este resultado foi principalmente influenciado pela alta nos preços de produtos agropecuários, revertendo a tendência de queda do índice em março. Outra divulgação relevante foi o IPCA-15 de abril, que registrou alta de 0,43% superando nossa projeção (0,40%) e um pouco acima da mediana das expectativas do mercado (0,42%). O dado trouxe o núcleo de serviços subjacentes ainda pressionados, mesmo com om algum alívio marginal, tendência que deve permanecer para o IPCA cheio.

Do lado da atividade econômica, as divulgações mais relevantes foram ligadas ao mercado de trabalho. A taxa de desemprego ficou em linha com as expectativas, com o dado ajustado sazonalmente caindo para 6,4% (ante 6,5%), destacando o crescimento do emprego formal e a redução do emprego informal. Já a criação de empregos formais do mesmo mês, o CAGED reportou abertura de 71.5 mil postos de trabalho, abaixo da nossa projeção (165 mil) e da mediana de expectativas do mercado (187 mil). Após desempenho robusto em fevereiro (criação de 431 mil vagas), a desaceleração se mostrou mais pronunciada do que esperado. Adicionalmente, o IBC-Br de fevereiro surpreendeu positivamente, trazendo alta de 0,44% m/m (esperávamos +0,1%).

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
27-mar-24	IPCA-15 (mar/25) - Var. mensal	0,6%	0,7%
28-mar-24	IGP-M (mar/25) - Var. mensal	-0,34%	-0,18%
28-mar-24	Taxa de desemprego (fev/25)	6,80%	6,80%
28-mar-24	Criação de empregos formais (fev/25) - Milhares	432	227
02-abr-24	Produção Industrial (fev/25) - Var. mensal	-0,1%	0,3%
08-abr-24	Fiscal: Resultado Primário (fev/25) - R$ bilhões	-19	-248
09-abr-24	Vendas no varejo restrito (fev/25) - Var. mensal	0,50%	0,60%
10-abr-24	Volume real do setor de serviços (fev/25) - Var. mensal	0,00%	0,80%
11-abr-24	IPCA (mar/25) - Var. mensal	0,56%	0,53%
11-abr-24	IBC-Br (fev/25) - Var. mensal	0,44%	0,30%
25-abr-24	IPCA-15 (abr/25) - Var. mensal	0,43%	0,42%
29-abr-24	IGP-M (abr/25) - Var. mensal	0,24%	0,07%
30-abr-24	Fiscal: Resultado Primário (mar/25) - R$ bilhões	3,6	1,8
30-abr-24	Taxa de desemprego (mar/25)	6,4%	7,0%
30-abr-24	Criação de empregos formais (mar/25) - Milhares	72	185
07-mai-24	Produção Industrial (mar/25) - Var. mensal		

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 14,25% a.a., como amplamente esperado pelo mercado.

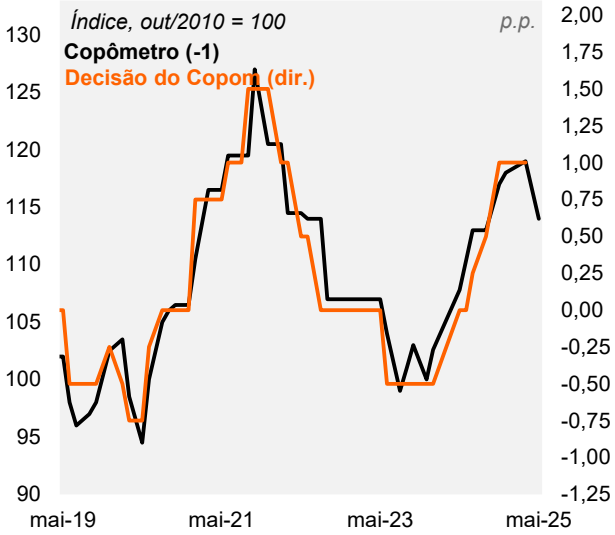
O comunicado e a ata sinalizaram que esta havia sido a última de três altas consecutivas de 100 p.b., diante de um cenário mais adverso para a inflação. A ata do Copom trouxe um tom em geral mais duro, com um único aspecto possivelmente mais brando. Embora notassem, à época, sinais incipientes de desaceleração econômica, as autoridades enfatizaram que há muita incerteza sobre a atividade econômica e suas perspectivas no curto prazo. Por outro lado, o texto foi bastante claro e direto quando se referiu à inflação e seu cenário prospectivo indubitavelmente desafiador. A ata também apresentou uma visão mais dura sobre o impacto potencial de mudanças nas condições externas (que, na visão das autoridades, poderiam levar à depreciação da moeda em economias emergentes). Em relação à comunicação dos próximos passos, o Copom sinalizou na ocasião que diminuiria o ritmo de aperto, ao invés de pausar o ciclo, para levar em conta os efeitos defasados das decisões passadas.

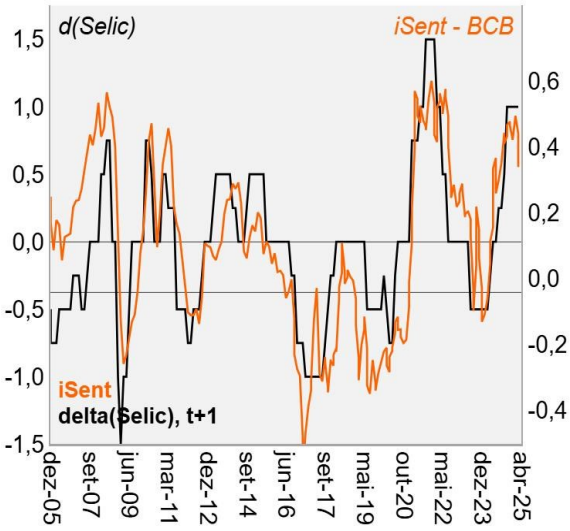
A fim de tentar antecipar as decisões do Copom, utilizamos o Copômetro, um índice que mede o grau de restrição ou expansão implícita na comunicação do BC. Aplicando a metodologia, que se baseia em pontuações atribuídas às comunicações relevantes do comitê, esperamos redução do ritmo de alta da taxa Selic (para 50 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 50 p.b.

Copômetro Itaú Unibanco e Classificador do Itaú iSent





5 – Nossa visão

O Copom volta a se reunir nos dias 6 e 7 de maio e esperamos uma alta unânime da taxa Selic em 50 pontos base, para 14,75% a.a, seguindo a sinalização de elevação adicional e de menor magnitude da última reunião.

Observando o contexto para essa reunião, temos, por um lado, desaceleração gradual da atividade doméstica e maior incerteza externa, com potencial impacto líquido desinflacionário. Por outro, as expectativas de inflação desancoradas (embora tenham parado de piorar), o hiato positivo e as projeções do próprio Banco Central indicam, neste momento, a necessidade de seguir avançando em território contracionista.

Avaliamos que o balanço de riscos deve permanecer assimétrico para cima, ainda que de forma menos acentuada que na reunião anterior, devido à evolução do cenário externo. Contribui nessa direção a qualificação de um ambiente menos inflacionário para economias emergentes, decorrente de choques sobre o comércio internacional e condições financeiras globais. Consideramos, adicionalmente, que o grau e persistência da desancoragem das expectativas, bem como do próprio desvio da inflação em relação à meta, recomendam cautela na incorporação de desenvolvimentos exógenos benignos no cenário prospectivo, seja nas projeções ou no balanço de riscos em torno das mesmas.

Para a próxima decisão, avaliamos que a autoridade monetária buscará flexibilidade para reagir à evolução do cenário, reconhecendo que um ambiente de maior incerteza global exige maior cautela na condução da política monetária doméstica, em linha com a comunicação adotada por membros do comitê em declarações recentes. Ao mesmo tempo, acreditamos que o comitê seguirá indicando vigilância e avaliando se o nível de restrição da política monetária é suficiente para garantir a convergência da inflação para a meta.

A atual conjuntura apresenta algumas semelhanças com o quadro com o qual o Copom se deparou em dois momentos do passado, a Grande Crise Financeira global, que nos impactou no final de 2008, e a Crise da Dívida europeia, em meados de 2011. Discutimos ambos brevemente no anexo, abaixo.

Diante de um choque global que pode se mostrar contracionista e desinflacionário, o gestor monetário pode ter distintas reações, que dependem do contexto institucional e da conjuntura econômica. Se a inflação e as expectativas estiverem próximas à meta, e o banco central tiver um mandato dual, pode perfeitamente reagir afrouxando a postura de política monetária. Caso as expectativas e inflação estejam distantes da meta, e o mandato se refira primariamente à inflação, então o mais prudente seria, em nossa visão, aproveitar a ajuda externa para acelerar o processo de convergência - uma desinflação oportunista – mantendo muita cautela para não levar a um afrouxamento precoce da postura de política.

E se a atividade surpreender negativamente? O Copom tem amplo espaço para reagir, reduzindo a taxa de juros, afinal, estamos bem distantes do "lower bound" para a Selic. Olhando de hoje, tendo em vista o grau de desancoragem e o cenário adiante, o risco de ajustar a política monetária em excesso parece menor, e de mais fácil correção, do que o de interromper prematuramente o processo de ajuste.

Anexo

Em 2008-2009, o banco central decidiu não desviar do seu objetivo precípuo, e só relaxou a política monetária quando suas projeções apontavam para a convergência da inflação à meta. Esta postura disciplinada se mostrou acertada: a política monetária contribuiu para a retomada da economia, que na verdade já estava em curso no segundo trimestre de 2009, sem prejuízo para o processo de desinflação. A queda dos preços de commodities ajudou, ainda que a redução dos preços internacionais do petróleo não tenha sido plenamente repassada aos consumidores domésticos.

Em 2011, o Copom optou por se antecipar ao impacto da crise europeia sobre a atividade e a inflação, revertendo abruptamente, e com um embasamento técnico que foi, à época, muito questionado. O resultado foi uma relevante desancoragem das expectativas, que levou o mesmo comitê a implementar um forte processo de ajuste a partir de abril de 2013.

	Relatório Trimestral de Inflação (RTI)	Horizonte relevante (HR)	Proj. BCB (cenário de mercado) no HR	Expectativas de inflação no HR
Crise financeira global (2008-2009)	**setembro, 2008**	março, 2010	4,6	4,9
	dezembro, 2008	junho, 2010	4,6	4,9
	março, 2009	setembro, 2010	4,3	4,4
	junho, 2009	dezembro, 2010	4,4	4,2
Crise europeia 2011	**junho, 2011**	dezembro, 2012	4,9	5,0
	setembro, 2011	março, 2013	5,1	5,4

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

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.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.