

Cockpit do Copom: flexibilização cautelosa

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 17 e 18 de março. Em meio à incerteza mais elevada e a um balanço de riscos menos favorável, associado à alta relevante nos preços do petróleo, passamos a esperar o início do ciclo de flexibilização com um modesto corte de 25 p.b. (frente a um ajuste de 50 p.b. no cenário anterior), levando a taxa Selic para 14,75% a.a.
- ▶ O preço do Brent passou de USD 72/bbl na véspera do início do conflito no Oriente Médio para cerca de USD 103/bbl atualmente, representando uma alta de 43% e exibindo volatilidade maior que o usual. Como de costume, a condução da política monetária diante desse tipo de choque dependerá da avaliação quanto à sua persistência e à propagação por meio de efeitos de segunda ordem.
- ▶ Até o momento, esses canais secundários permanecem relativamente contidos. A taxa de câmbio tem resistido bem ao aumento da aversão ao risco, refletindo sobretudo o elevado diferencial de juros e a melhora dos termos de troca. A inflação corrente, ainda que com um comportamento qualitativo pior do que o esperado nas últimas divulgações, segue em trajetória relativamente benigna.
- ▶ O balanço de riscos se tornou altista para 2026-2027, mas com alguns atenuantes, como medidas tributárias voltadas à mitigação do aumento de preços de combustíveis no mercado doméstico. No que se refere às expectativas de inflação, as projeções da pesquisa Focus seguem relativamente estáveis, ao passo que as medidas implícitas apresentaram alta da ordem de 40-50 p.b.
- ▶ Em relação às projeções do Copom, com a taxa de câmbio ao redor de BRL/USD 5,20 e o preço do petróleo próximo a USD 85/bbl (ambos médias dos últimos 10 dias úteis encerrados na sexta anterior à reunião), a estimativa para o horizonte relevante (3T27) deve subir de 3,2% para 3,4%. Em nossa avaliação, essa piora não inviabiliza o início da flexibilização, mas, com projeções no limiar do que seria aceitável, a conjuntura requer um ajuste mais comedido, de 25 p.b.
- ▶ No que diz respeito à comunicação, diante da incerteza elevada, o Banco Central deve indicar que o momento demanda cautela e serenidade na implementação da estratégia de calibragem do nível de juros. Deve também indicar que o Comitê visa combater os impactos secundários de choques de oferta que se manifestam de maneira defasada na inflação e que o ritmo e a magnitude do ciclo dependerão disso. Por fim, e mais importante, o Copom deve deixar claro que está pronto para interromper qualquer ajuste da Selic caso os choques se provem mais persistentes ou maiores do que o antecipado.

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\$ 5,20/US\$) segue o procedimento do Banco Central de usar a média dos últimos 10 dias úteis encerrados na sexta anterior à reunião.

Comparadas à reunião de janeiro, 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) devem subir para 4,1% em 2026 (ante 3,4%) e aumentar para 3,4% no horizonte relevante do 3T27 (ante 3,2% na reunião anterior, também referente ao 3T27).

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus recuaram para 3,91% em 2026 (de 4,00%) e se mantiveram constantes em 3,80% e 3,50% para 2027 e 2028, respectivamente. Para a taxa Selic, a mediana das projeções apresentou queda, para 12,13% (de 12,25%) em 2026, e permaneceu estável em 10,50% e 10,00% para 2027 e 2028, respectivamente.

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.)
2026	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%	4,1%
Horizonte relevante	3,4% (1T27)	3,4% (1T27)	3,3% (2T27)	3,2% (2T27)	3,2% (3T27)	3,4% (3T27)**
Evolução das variáveis exógenas						
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,55	5,40	5,40	5,35	5,35	5,20
Taxa Selic (%) 2026	12,50%	12,38%	12,25%	12,25%	12,25%	12,13%
Taxa Selic (%) 2027	10,50%	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%	3,91%
Expectativa de inflação (Focus) 2027	4,00%	3,90%	3,80%	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	4,00	3,91	3,80	3,80	3,50	3,50
Crescimento do PIB	1,80	1,82	1,80	1,80	2,00	2,00
Taxa Selic	12,25	12,13	10,50	10,50	10,00	10,00
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,50	5,41	5,51	5,50	5,52	5,50

*considerando o relatório Focus mais recente.
Fonte: BCB, Itaú.

2 – Evolução dos dados

A tabela abaixo sintetiza os principais indicadores macroeconômicos divulgados entre a última reunião do Copom (27 e 28 de janeiro) e a próxima. Em fevereiro, o IPCA-15 veio acima do teto das expectativas, em 0,84%, ante consenso de 0,56% (0,39%-0,69%), com surpresa principalmente concentrada em passagens aéreas. O IPCA cheio de fevereiro também veio ligeiramente acima do consenso (0,70%, ante 0,64%), com o núcleo de serviços pressionado por itens mais voláteis – seguro e conserto de automóveis.

No âmbito da atividade, o mercado de trabalho manteve-se resiliente, com taxa de desemprego atingindo mínima histórica com ajuste sazonal, próxima de 5,3%, e o CAGED de janeiro surpreendendo positivamente (112 mil, ante consenso de 95 mil), com a média móvel trimestral com ajuste sazonal se recuperando na margem. Os demais indicadores de demanda apresentaram dinâmica mista, com o varejo restrito e os serviços abaixo do esperado em dezembro – com quedas de 0,4% m/m em ambos, acima do consenso –, mas revertendo em janeiro, com o varejo (+0,4% m/m, ante consenso de -0,1%) e os serviços (+0,3% m/m vs. +0,1%) superando as expectativas. A produção industrial encerrou 2025 negativamente (-1,2% m/m em dezembro, abaixo do consenso de -1,1%), mas iniciou 2026 com recuperação acima do esperado (+1,8% m/m em janeiro, ante consenso de +0,7%), sugerindo normalização na margem. O quadro geral aponta para desaceleração gradual da atividade, com o mercado de trabalho ainda aquecido e os indicadores de demanda oscilando em torno de um ritmo moderado de crescimento.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
29-jan-26	IGP-M (jan/26) - Var. mensal	0,41%	0,38%
29-jan-26	Criação de empregos formais (dez/25) - Milhares	-618	-472
30-jan-26	Fiscal: Resultado Primário (dez/25) - R\$ bilhões	6,3	4,0
30-jan-26	Taxa de desemprego (dez/25)	5,10%	5,10%
03-fev-26	Produção Industrial (dez/25) - Var. mensal	-1,20%	-1,10%
10-fev-26	IPCA (jan/26) - Var. mensal	0,33%	0,32%
12-fev-26	Volume real do setor de serviços (dez/25) - Var. mensal	-0,4%	-0,1%
13-fev-26	Vendas no varejo restrito (dez/25) - Var. mensal	-0,4%	-0,2%
19-fev-26	IBC-Br (dez/25) - Var. mensal	-0,2%	-0,4%
26-fev-26	IGP-M (fev/26) - Var. mensal	-0,73%	-0,61%
27-fev-26	Fiscal: Resultado Primário (jan/26) - R\$ bilhões	104	106
27-fev-26	IPCA-15 (fev/26) - Var. mensal	0,84%	0,56%
03-mar-26	PIB (4T25) - Var. anual	0,1%	0,2%
03-mar-26	Criação de empregos formais (jan/26) - Milhares	112	95
05-mar-26	Taxa de desemprego (jan/26)	5,4%	5,4%
06-mar-26	Produção Industrial (jan/26) - Var. mensal	1,8%	0,7%
11-mar-26	Vendas no varejo restrito (jan/26) - Var. mensal	0,4%	-0,1%
12-mar-26	IPCA (fev/26) - Var. mensal	0,70%	0,64%
13-mar-26	Volume real do setor de serviços (jan/26) - Var. mensal	0,3%	0,1%

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

3 – Evolução da comunicação

Em sua decisão mais recente, o Copom manteve a Selic em 15,00% a.a. de forma unânime – com quórum reduzido de sete membros, em razão do encerramento dos mandatos de dois diretores em dezembro –, e sua comunicação marcou uma virada relevante do ciclo, com sinalização explícita do início da flexibilização para março. A expressão "período bastante prolongado" foi substituída por "calibração", e a possibilidade de retomada do ciclo de alta, presente na ata de dezembro, desapareceu por completo.

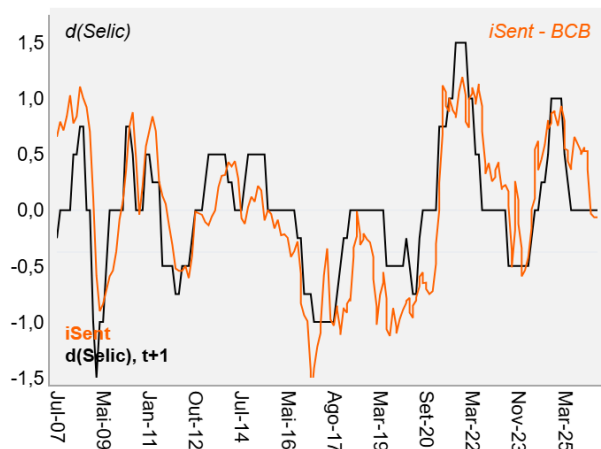
Na avaliação da atividade econômica, o Comitê destacou a resiliência do mercado de trabalho, com "rendimentos reais médios mantendo tendência de elevação acima da produtividade", como principal vetor de cautela que justificaria uma flexibilização gradual. Essa leitura manteve a magnitude do primeiro corte em aberto na ata, com o Copom sinalizando apenas a direção, afirmando que "a magnitude e a duração do ciclo de distensão monetária serão determinadas ao longo do tempo". Em declarações em conferência no dia 11 de fevereiro, o presidente do Banco Central reforçou o gradualismo, descrevendo o Copom como um "transatlântico", comprometido com a direção, mas comedido no ritmo.

No campo da inflação, o recuo das projeções do Copom para o horizonte relevante (3T27), com as expectativas Focus melhorando, constituía um quadro que, em conjunto com os sinais mais claros de transmissão da política monetária, sustentava a leitura de mercado majoritária de um primeiro ajuste de 50 p.b. O choque do petróleo, contudo, interrompeu – espera-se que temporariamente – essa trajetória de melhora, impactando diretamente o balanço de riscos.

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 essa

aderência entre o índice e a mudança da taxa Selic uma reunião à frente. Na prática, o índice capturou bem a maioria das mudanças nos últimos 19 anos, principalmente os ciclos de alta no final dos anos 2000 e no início dos anos 2020.

Classificador do Itaú iSent



Fonte: Itaú

4 – Nossa visão

O Copom volta a se reunir nos dias 17 e 18 de março. Em meio à incerteza mais elevada e a um balanço de riscos menos favorável, associado à alta relevante nos preços do petróleo, passamos a esperar o início do ciclo de flexibilização com um corte de 25 p.b. (frente a um ajuste de 50 p.b. no cenário anterior), levando a taxa Selic para 14,75% a.a.

O preço do Brent passou de USD 72/bbl na véspera do início do conflito no Oriente Médio para cerca de USD 103/bbl atualmente, representando uma alta de 43%, com volatilidade maior que o usual. Como de costume, a condução da política monetária diante desse tipo de choque dependerá da avaliação quanto à sua persistência e à propagação por meio de efeitos de segunda ordem.

Até o momento, esses canais secundários permanecem relativamente contidos. A taxa de câmbio segue em patamar bem comportado, refletindo sobretudo o elevado diferencial de juros e a melhora dos termos de troca. A inflação corrente, ainda que com um comportamento qualitativo pior do que o esperado nas últimas divulgações, segue em trajetória relativamente benigna.

O balanço de riscos se tornou altista para 2026-2027, mas com alguns atenuantes, como medidas tributárias voltadas à mitigação do aumento dos preços de combustíveis no mercado doméstico. No que se refere às expectativas de inflação, as projeções da pesquisa Focus seguem relativamente estáveis, ao passo que as medidas implícitas apresentaram alta da ordem de 40-50 p.b.

Em relação às projeções do Copom, com a taxa de câmbio ao redor de BRL/USD 5,20 e o preço do petróleo próximo a USD 85/bbl (ambos médias dos últimos 10 dias úteis encerrados na sexta anterior à reunião), a estimativa para o horizonte relevante (3T27) deve subir de 3,2% para 3,4%. Em nossa avaliação, essa piora não inviabiliza o início da flexibilização, mas, com projeções no limiar do que seria aceitável, a conjuntura requer um ajuste mais comedido, de 25 p.b.

No que diz respeito à comunicação, diante da incerteza elevada, o Banco Central deve indicar que o momento demanda cautela e serenidade na implementação da estratégia de calibragem do nível de juros. Deve também indicar que o Comitê visa combater os impactos secundários de choques de oferta que se manifestam de maneira defasada na inflação e que o ritmo e a magnitude do ciclo dependerão disso. Por fim, e mais importante, o Copom deve deixar

claro que está pronto para interromper qualquer ajuste da Selic caso os choques se provem mais persistentes ou maiores do que o antecipado.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.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 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-pt/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.