Esquenta do Copom

Sem motivo para pressa

Caio Megale
Economista-chefe

Rodolfo Margato
Economista

Alexandre Maluf
Economista

Destaques

- O Copom recebeu boas notícias sobre a inflação de curto prazo desde a última reunião, mas entendemos que há motivos para a manutenção de uma postura cautelosa;

- Por um lado, as leituras recentes do IPCA confirmaram a tendência de desinflação, a taxa de câmbio mostra valorização expressiva no acumulado do ano e a maioria dos preços de alimentos está em queda. Por outro, o mercado de trabalho permanece aquecido e há sinais de política fiscal expansionista adiante;

- Esperamos projeções de inflação do Copom um pouco mais baixas: de 4,8% para 4,6% no final de 2025; de 3,6% para 3,5% no final de 2026; e de 3,4% para 3,3% no 2º trimestre de 2027, o atual horizonte relevante da política monetária;

- O Copom deve manter a taxa Selic em 15,00% esta semana, conforme amplamente esperado. Acreditamos que o comunicado pós-decisão reconhecerá com cautela a melhora no cenário inflacionário, indicando que o trabalho ainda está longe de concluído;

- De fato, o Comitê tende a reforçar a necessidade de manutenção da taxa básica no nível atual por um "período bastante prolongado". Porém, esperamos que o comunicado reduza a ênfase na possibilidade de retomada do ciclo de alta de juros, em resposta ao recuo nas projeções de inflação;

- Nosso cenário prevê que a taxa Selic atingirá 12,00% ao final de um ciclo de seis cortes consecutivos de 0,50 p.p., com início em março de 2026. Para que os juros básicos se aproximem do seu nível neutro – em torno de 5,5% em termos reais, segundo nossas estimativas – serão necessárias reformas que reduzam o ritmo de crescimento das despesas públicas.

Hawk-dove heatmap: Melhora adicional, mas de olho no fiscal

Em nossa opinião, o fluxo de dados e notícias desde a última reunião do Copom foi majoritariamente favorável para as perspectivas de inflação.

As leituras do IPCA confirmaram a tendência recente de desinflação. As pressões de preços têm sido contidas pela taxa de câmbio mais apreciada, pelo menor custo com importação de bens (principalmente da China) e pela queda nos preços de alguns alimentos – café, açúcar, carnes, grãos – em decorrência de boas condições climáticas e do aumento da produção. Ressalva para a inflação de serviços, mais sensível à demanda interna, que permanece elevada.

Gasolina mais barata. Os preços internacionais do petróleo e da gasolina também contribuíram para o recuo da inflação. No mês passado, a Petrobras reduziu o preço da gasolina em R$ 0,14/litro, com impacto de -0,09 p.p. no IPCA de 2025.

A dinâmica recente da taxa de câmbio também traz boas notícias para o Copom. O real mostrou resiliência mesmo diante de mudanças nas perspectivas econômicas e políticas, tanto no cenário global quanto no doméstico. No acumulado do ano, a moeda brasileira mostra valorização de aproximadamente 13%.

Resultados mistos na atividade econômica. A produção industrial e as vendas no varejo perderam fôlego. O PIB do terceiro e do quarto trimestres devem ficar próximos da estabilidade. Esses dados recentes nos levaram a reduzir a projeção de crescimento do PIB em 2025, de 2,2% para 2,1%. Ao mesmo tempo, o setor de serviços cresce de forma robusta e o mercado de trabalho continua aquecido, conforme sugerem os últimos números de criação de vagas formais (CAGED - MTE). Indicadores de ociosidade, como a taxa de desemprego e o NUCI (Nível de Utilização da Capacidade Instalada), permanecem em níveis historicamente apertados.

Política fiscal tende a se tornar expansionista em ano eleitoral. O governo tem discutido medidas para sustentar a demanda doméstica e o crescimento econômico à frente. O Copom destacou, em sua última ata, que "a política fiscal tem um impacto de curto prazo, majoritariamente por meio de estímulo à demanda agregada, e uma dimensão mais estrutural, que tem potencial de afetar a percepção sobre a sustentabilidade da dívida e impactar o prêmio a termo da curva de juros". Assim, embora a maioria dessas medidas ainda não tenha sido formalmente aprovada, acreditamos que o Copom levará essa possibilidade em consideração em seu processo decisório.

Em suma, o Copom recebeu boas notícias sobre a inflação de curto prazo desde a última reunião, mas entendemos que há motivos para a manutenção de uma postura cautelosa.





Hawk-Dove Heatmap*

Variavéis	dez-24	jan-25	mar-25	mai-25	jun-25	jul-25	set-25	nov-25	Comentário
Taxa de Câmbio (R$/US$) **	5,95	6,00	5,80	5,71	5,55	5,56	5,42	5,38	Manteve o nível mais apreciado dos últimos meses
Juro real ex-ante (%)	9,2	9,4	9,1	9,1	9,6	9,7	9,5	9,6	Segue significativamente contracionista
PIB 2025 (%, Focus)	2,00	2,06	1,99	2,00	2,20	2,23	2,16	2,16	Sinais mais claros de acomodação
PIB 2026 (%, Focus)	2,00	1,72	1,60	1,70	1,83	1,89	1,80	1,78	Sinais de acomodação, com risco fiscal adiante
Hiato do Produto	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	PIB acima do potencial
NUCI - Indústria (%, dessaz.)	81,6	81,1	80,9	83,0	83,7	83,9	82,6	81,9	Caiu, mas segue elevado
Taxa de desemprego (%, mensalizado, dessaz., PNAD)	6,2	6,5	6,4	6,6	6,4	5,8	5,6	5,6	Perto das mínimas históricas
IPCA acc. 12m (%)	4,8	4,8	5,1	5,5	5,3	5,4	5,1	5,2	Ainda bem acima da meta, apesar da melhora recente
Núcleo IPCA mm3m anualizada (%)	4,5	5,5	5,6	6,1	5,4	5,2	4,5	4,4	Acima da meta, mas agora dentro do intervalo
IPA-10 acc. 12m (%)	7,31	7,47	9,91	10,01	5,77	2,71	1,92	0,35	IPA fraco é boa notícia para o IPCA adiante
IPCA 2025 (Focus, %)	4,59	5,50	5,66	5,53	5,25	5,09	4,83	4,55	Em queda, mas acima do topo da banda de tolerância
IPCA 2026 (Focus, %)	4,00	4,22	4,48	4,51	4,50	4,44	4,30	4,20	Recuando gradualmente
CDS (bps) - 5 anos	167,4	180,8	178,1	182,1	152,2	148,3	132,5	138,5	Segue em patamar baixo
Treasury 10y (%)	4,2	4,6	4,3	4,3	4,4	4,4	4,1	4,1	Fed deve cortar juros em dezembro
Preço dos fretes (WCIDCOMP Index)	3533	3445	2368	2091	3543	2602	2044	1746	Voltou a recuar
Brent US$ **	71,1	78,2	70,6	64,9	70,2	68,4	67,1	65,2	Queda recente permitiu corte de preços de gasolina
CRB CMDT Index	537,6	540,5	541,0	548,9	560,0	571,3	552,1	543,6	Caiu levemente
Reservatórios SE/CO (%)	43,00	59,8	67,8	70,1	67,8	68,8	54,3	45,0	Situação volta a ficar preocupante

*A definição das tonalidades leva em conta a evolução histórica do indicador e um componente de julgamento da equipe XP Macro.

** Taxa de câmbio e petróleo - cotação média dos últimos dez dias úteis.

Modelo do BC: Projeções de inflação um pouco mais baixas

Na última reunião do Copom, realizada em setembro, as projeções de inflação no cenário de referência ficaram em 4,8% para o final de 2025 e 3,6% para o final de 2026. Além disso, o Banco Central divulgou, em seu último Relatório de Política Monetária, a projeção de 3,4% para o 2º trimestre de 2027 (atual horizonte relevante).

Desde então, as principais variáveis incluídas no modelo de inflação do BCB exerceram contribuição baixista sobre as projeções. Segundo o Boletim Focus, a mediana das **expectativas inflacionárias** recuou de 4,83% para 4,55% no final deste ano. Para o final do ano que vem, a mediana declinou de 4,30% para 4,20%. Além disso, a **inflação corrente** veio abaixo das projeções da autoridade monetária (IPCA de setembro e prévia de outubro), com destaque ao comportamento benigno dos grupos de bens industrializados e alimentos. As cotações internacionais das **commodities** também diminuíram (em média), especialmente as agrícolas.

Por sua vez, a **taxa de câmbio** ficou praticamente estável entre as reuniões, na ordem de R$/US$ 5,40 (cotação média a ser utilizada pelo Copom). Em relação à **taxa Selic**, a mediana das expectativas para o final de 2026 cedeu de 12,38% para 12,25%. Não houve mudanças nas previsões para o final de 2025 (15,00%) e o horizonte relevante de política monetária (11,00%). Por fim, não esperamos alterações adicionais nas estimativas do Banco Central para o **hiato do PIB**.

Recuo moderado nas projeções de inflação do Copom. Acreditamos que a previsão para o IPCA de 2025 diminuirá de 4,8% para 4,6%, já que as surpresas baixistas com as últimas leituras de inflação devem mais do que compensar uma maior estimativa para o grupo de preços administrados – assumimos elevação de 4,3% para 4,7%. Enquanto isso, **a projeção de IPCA no final de 2026 deve cair de 3,6% para 3,5%,** com destaque ao impacto baixista das expectativas inflacionárias – ver tabela abaixo. Na mesma linha, **esperamos queda de 3,4% para 3,3% em relação ao 2º trimestre de 2027, o atual horizonte relevante de política monetária.**

Banco Central do Brasil: Cenário de Referência

	2025			2026			2T27		
	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA total	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA total	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA total
Preços livres (I)	**5,0**	**4,5**	**-0,3**	**3,5**	**3,4**	**-0,1**	**3,3**	**3,1**	**-0,1**
Câmbio	5,40	5,40	0,0	-	-	0,0	-	-	0,0
Índice de commodities **	398,3	394,7	-0,1	-	-	0,0	-	-	0,0
Selic (fim do período) *	15,00	15,00	0,0	12,38	12,25	0,0	11,00	11,00	0,0
Expectativas de inflação *	4,83	4,55	0,0	4,30	4,20	-0,1	4,09	3,96	-0,1
Surpresa corrente/Inércia	-	-	-0,2	-	-	-0,1	-	-	0,0
Hiato (fim do período)	-	-	0,0	-	-	0,0	-	-	0,0
Preços administrados (II)	**4,3**	**4,7**	**0,1**	**3,8**	**3,8**	**0,0**	**3,8**	**3,8**	**0,0**
IPCA (I + II)	**4,8**	**4,6**	**-0,2**	**3,6**	**3,5**	**-0,1**	**3,4**	**3,3**	**-0,1**

* Boletim Focus - período de referência: 31-out-25

** leva em consideração os pesos dos componentes do CRB na inflação brasileira

Decisão e comunicação sobre a política monetária: Ainda é cedo para mudar o tom

O comunicado pós-reunião deve mencionar, com cautela, a melhora no cenário inflacionário. Como destacado acima, há razões para o Copom acreditar que a inflação está mais próxima da meta. Acreditamos que o texto reconhecerá essa melhora cautelosamente, deixando o tom do comunicado que acompanha a reunião um pouco menos duro (*hawkish*) que o anterior.

Este reconhecimento deve vir acompanhado de ressalvas, indicando que o trabalho ainda está longe de concluído. A inflação segue bem acima da meta, a taxa de desemprego está em níveis historicamente baixos e a utilização da capacidade instalada continua elevada. A recente desinflação tem sido explicada, em grande

medida, por fatores de oferta – como a valorização da taxa de câmbio e a forte produção de alimentos (ver acima). Uma desinflação adicional exigiria desaceleração mais acentuada e difusa da atividade econômica, o que, por sua vez, requer uma política monetária restritiva por mais tempo.

Além disso, a política fiscal deve voltar ao campo expansionista em 2026. O Copom tende a manter tal preocupação no radar no comunicado desta semana.

Período bastante prolongado. Assim, acreditamos que o Comitê reforçará a necessidade de manter a taxa Selic no nível atual por um "período bastante prolongado". No entanto, esperamos que o comunicado reduza a ênfase na possibilidade de retomada do ciclo de alta de juros, em resposta à recente melhora do cenário inflacionário. Afinal, a política monetária parece estar surtindo efeito nos níveis atuais.

Uma possível redação para os parágrafos finais do comunicado pós-decisão seria:

> O Copom decidiu manter a taxa básica de juros em 15,00% a.a., e entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.
>
> O cenário atual, marcado por elevada incerteza, exige cautela na condução da política monetária. O Comitê seguirá vigilante. Apesar dos avanços recentes, o Comitê, entende que ~~avaliando se~~ a manutenção do nível corrente da taxa de juros por período bastante prolongado é a melhor estratégia ~~suficiente~~ para assegurar a convergência da inflação à meta. O Comitê enfatiza que ~~os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados e que~~ não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso julgue apropriado.

Nossa visão: Não queimar a largada

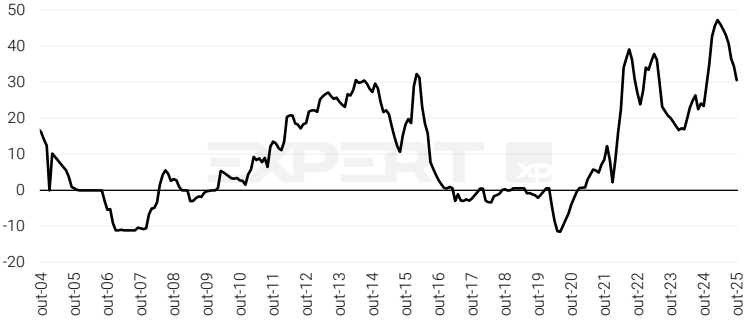
A dinâmica inflacionária tem sido melhor do que o esperado. Além dos efeitos positivos esperados do real mais forte e da atividade mais fraca, os bens importados mais baratos e a queda nos preços de alimentos (devido a condições climáticas favoráveis e alta produção) vêm puxando a inflação para baixo. As expectativas de IPCA recuaram um pouco para 2025, 2026 e até para além disso.

Ainda assim, o balanço de riscos de médio prazo tem se tornado mais preocupante, em nossa visão. As medidas de estímulo fiscal e parafiscal em discussão podem impulsionar a demanda doméstica, aumentar a inflação e ampliar o déficit em transações correntes no próximo ano. O mercado de trabalho segue apertado e as expectativas de inflação permanecem bem acima da meta (ver gráfico a seguir). Dessa forma, sob uma abordagem de balanço de riscos, consideramos prudente que o Copom espere mais tempo antes de iniciar um ciclo de cortes de juros, garantindo a continuidade do processo de desinflação.

Projetamos que a taxa Selic atingirá 12,00% ao final de um ciclo de seis cortes consecutivos de 0,50 p.p., com início em março de 2026. A taxa básica se estabilizaria em torno de 7,5% em termos reais. Ou seja, acima do que consideramos como nível neutro, refletindo os desafios fiscais previstos para o próximo mandato presidencial.

Expectativas de médio prazo melhoraram, mas seguem bem acima da meta

Expectativa de IPCA (Focus) 12M, 1 ano à frente (% da meta)*



Fonte: BCB, XP

*Exemplo: para maio de 2025, é a diferença da expectativa para a inflação acumulada no período entre maio de 2026 e abril de 2027 (atualmente em 4,4%) e a meta de inflação (3%).

Reformas fiscais são essenciais para que a política monetária retorne ao nível neutro. Para que a taxa Selic se aproxime do seu patamar neutro – cerca de 5,5% em termos reais, segundo nossas estimativas –, serão necessárias reformas que reduzam o ritmo de crescimento das despesas públicas. Sem elas, o aumento da dívida pode reacender o debate sobre dominância fiscal, como ocorreu no final do ano passado.

O que esperar da Renda Fixa após o Copom?

Por Camilla Dolle e Mayara Rodrigues

Desde a última reunião do Copom, os vértices curtos ficaram praticamente inalterados, refletindo o consenso do mercado de que o Banco Central não deve realizar novos ajustes na Selic em 2025 e de que o ciclo de corte em 2026 será moderado – atualmente o mercado precifica 2,5 p.p.. Não esperamos que o Copom dê algum tipo de sinalização que mude essa percepção. Assim, não devemos observar movimentos relevantes na curva de juros após a reunião desta semana.

Nos Estados Unidos, a inflação abaixo das expectativas reforçou as apostas de flexibilização monetária, em meio à escassez de dados recentes, devido à paralisação do governo americano (*shutdown*, em inglês). O movimento foi parcialmente compensado pelo tom cauteloso adotado por Jerome Powell após o corte de juros realizado pelo Federal Reserve na semana passada. No crédito privado, perdas relevantes em bancos regionais por fraudes e operações subprime adicionaram pressão ao setor financeiro.

No Brasil, as últimas leituras de inflação surpreenderam para baixo, reforçando a narrativa de desinflação em curso. Por outro lado, na esfera fiscal, as discussões sobre o Orçamento de 2026 permanecem em foco, após a caducidade da MP 1303, e o mercado segue monitorando a possibilidade de novas medidas de aumento de despesas em ano de eleições gerais.

Diante dessa conjuntura, nossa visão segue positiva para a renda fixa, em especial para os títulos IPCA+ (que continuam em patamares reais elevados). Para prazos mais curtos e com foco em liquidez, os pós-fixados permanecem como boas opções, principalmente considerando os juros em dois dígitos. Os prefixados passam a ganhar espaço, à medida em que nos aproximamos de um possível corte na Selic no começo de 2026. No entanto, assim como temos recomendado no último ano, em razão das altas taxas atuais e futuras, priorizamos a estratégia de carrego em detrimento de ganhos de capital. Continuamos a recomendar cautela na escolha de emissores, preferindo aqueles com alavancagem controlada e custo de dívida mais baixo.

XP Macro

Contato: economiaxp@xpi.com.br

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos") e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º na Resolução CVM 20/2021. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises políticas, e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra/venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra/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 ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A XP Investimentos 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. As opiniões, estimativas e projeções expressas neste relatório refletem a opinião atual do responsável pelo conteúdo deste relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. A XP Investimentos não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e de informar o leitor. O responsável pela elaboração deste relatório certifica que as opiniões expressas nele refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais, e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação a XP Investimentos. Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos. A XP Investimentos não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710. Para maiores informações sobre produtos, tabelas de custos operacionais e política de cobrança, favor acessar o nosso site: www.xpi.com.br.