

Cockpit do Copom: sinalização inalterada

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 4 e 5 de novembro e deve optar, por unanimidade, pela manutenção da taxa Selic em 15,00% a.a., a fim de assegurar a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante de política monetária. A decisão deve refletir a combinação entre a necessidade de cautela em um ambiente externo ainda incerto e a leitura de que os efeitos defasados da política monetária permanecem em curso.
- ▶ Desde a última reunião, o conjunto de informações evoluiu de maneira benigna. Os dados de atividade vêm confirmando a tendência de desaceleração em curso (com base nos indicadores mais recentes, estimamos crescimento de 0,3% no 3T, ante 0,4% no 2T e 1,3% no 1T) e sugerindo inflexão incipiente do mercado de trabalho. No front de inflação, as medidas de núcleo apresentaram alguma melhora e as surpresas vistas nas últimas divulgações de IPCA devem levar a inflação a encerrar o ano mais próxima da banda em torno da meta. Adicionalmente, houve queda relevante das expectativas de inflação para prazos mais longos.
- ▶ No entanto, a estabilização do mercado de trabalho se dá perto da mínima histórica da taxa de desemprego. A inflação corrente segue distante do objetivo de política monetária. E a melhora de expectativas, mesmo que expressiva, ainda deixa as projeções de mercado consistentemente acima da meta – de forma que reconhecer esse movimento de melhora, nesse momento, pode ser contraproducente. Por esses motivos, acreditamos que o Copom deve até mencionar alguma melhora na inflação corrente, mas não mudará a sua sinalização de manutenção de juros no patamar de 15% a.a. por período bastante prolongado diante da desancoragem das expectativas, da resiliência do mercado de trabalho e das projeções de inflação acima da meta.

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\$5,40/US\$) segue o procedimento do Banco Central de usar a média dos últimos 10 dias úteis.

Comparada à reunião de setembro, 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 cair para 4,6% em 2025 (ante 4,8%), para 3,5% em 2026 (ante 3,6%) e para 3,3% (ante 3,4% no 1T27) no horizonte relevante do 2T27, caso não considerado o impacto do imposto de renda sobre o hiato do produto, ou 3,4% considerando tal impacto.

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus recuaram para 4,56% em 2025 (de 4,83%) e para 4,20% em 2026 (de 4,30%). Para a taxa Selic, a mediana das projeções permaneceu estável em 15,00% para 2025 e apresentou leve recuo para 12,25% (de 12,38%) em 2026.

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"*				
Período	Reunião de junho	Reunião de julho	Reunião de setembro	Reunião de novembro (proj.)
2025	4,9%	5,0%	4,8%	4,6%
2026	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%
Horizonte relevante	3,6% (4T26)	3,4% (1T27)	3,4% (1T27)	3,3%-3,4% (2T27)**
Evolução das variáveis exógenas				
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,60	5,55	5,40	5,40
Taxa Selic (%) 2025	14,75%	15,00%	15,00%	15,00%
Taxa Selic (%) 2026	12,50%	12,50%	12,38%	12,25%
Taxa Selic (%) 2027	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	5,25%	5,09%	4,83%	4,56%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	4,50%	4,44%	4,30%	4,20%
Expectativa de inflação (Focus) 2027	4,00%	4,00%	3,90%	3,82%

Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Itaú.
* Modelo elaborado pelo Itaú replicando o modelo do Banco Central.
** Sem impacto do IR no hiato / Com impacto do IR no hiato

Projeções Focus (% , final do ano)						
	2025		2026		2027	
	Último Copom	Atual*	Último Copom	Atual*	Último Copom	Atual*
IPCA	4,83	4,56	4,30	4,20	3,90	3,82
Crescimento do PIB	2,16	2,16	1,80	1,78	1,90	1,83
Taxa Selic	15,00	15,00	12,38	12,25	10,50	10,50
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,50	5,41	5,60	5,50	5,60	5,50

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

2 – Evolução dos preços de ativos

Desde a reunião do Copom em setembro até a publicação deste relatório, observou-se significativa volatilidade na taxa de câmbio, que atingiu R\$ 5,52 por dólar na primeira metade do mês, influenciada sobretudo pelas tensões comerciais entre Estados Unidos e China e pelo stress pontual observado no mercado de crédito privado local. Contudo, essa tendência foi temporária, e a taxa encerrou o mês em R\$ 5,38 por dólar, ainda acima do patamar observado às vésperas da última reunião (R\$ 5,30), mas em linha com o movimento de seus pares. A percepção de risco-país, medida pelo CDS de 5 anos, avançou 10 p.b. desde a última reunião, atingindo 137 pontos-base. A taxa do título de 10 anos do Tesouro norte-americano segue em 4,09%, enquanto a cotação do petróleo Brent recuou para US\$ 65 por barril (ante US\$ 68).

Preços de ativos		
	Reunião anterior	Atual*
US Treasury 10 anos	4,09	4,09
Preço do petróleo (Brent)	68	65
Commodities agrícolas**	617	622
Índice CRB RIND***	576	574
CDS 5 anos	127	137
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,30	5,38

*Consideração 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 a seguir permite avaliar o comportamento dos principais indicadores macroeconômicos divulgados entre a última reunião do Copom (16 e 17 de setembro) e a próxima, que ocorrerá na semana que vem. No campo da inflação, os dados de setembro indicaram variação de 0,48% m/m tanto para o IPCA-15 quanto para o IPCA cheio, ambos abaixo da expectativa do mercado (0,52% para ambos). Em outubro, o IPCA-15 registrou 0,18% m/m, novamente abaixo da projeção de mercado (0,21%). Apesar de surpresas altistas em passagem aérea e aluguel residencial, o resultado de outubro apresentou composição qualitativa favorável, com recuos em serviços subjacentes (seguro e conserto de automóveis) e em bens industriais subjacentes (higiene pessoal e aparelhos telefônicos).

Quanto à atividade, a taxa de desemprego da PNAD permanece em patamar historicamente baixo (5,6% no trimestre encerrado em setembro, 5,8% com ajuste sazonal), enquanto o CAGED apontou criação de 213 mil empregos formais no mesmo mês, acima da expectativa de mercado de 170 mil. Apesar de os dados sugerirem um mercado de trabalho resiliente, há sinais incipientes de desaceleração, com destaque para a média de empregos formais que, nos últimos três meses, esteve em cerca de 85 mil (com ajuste sazonal), indicando uma desaceleração quando comparado com o início do ano – quando estava em cerca de 150 mil. Além disso, os dados de atividade apresentaram sinais ambíguos: a produção industrial superou as expectativas em agosto (0,80% m/m ante 0,40%), enquanto serviços e vendas no varejo ficaram em linha com as projeções. O IBC-Br registrou surpreendeu para baixo (0,40% m/m ante 0,70%), influenciado sobretudo pelo recuo da agropecuária (-1,85% m/m).

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
25-set-25	IPCA-15 (set/25) - Var. mensal	0,48%	0,52%
29-set-25	IGP-M (set/25) - Var. mensal	0,42%	0,36%
29-set-25	Criação de empregos formais (ago/25) - Milhares	147	182
30-set-25	Taxa de desemprego (ago/25)	5,60%	5,60%
03-out-25	Produção Industrial (ago/25) - Var. mensal	0,80%	0,40%
09-out-25	IPCA (set/25) - Var. mensal	0,48%	0,52%
14-out-25	Volume real do setor de serviços (ago/25) - Var. mensal	0,10%	0,10%
15-out-25	Vendas no varejo restrito (ago/25) - Var. mensal	0,20%	0,20%
16-out-25	IBC-Br (ago/25) - Var. mensal	0,40%	0,70%
24-out-25	IPCA-15 (out/25) - Var. mensal	0,18%	0,21%
30-out-25	IGP-M (out/25) - Var. mensal	-0,36	-0,23%
30-out-25	Criação de empregos formais (set/25) - Milhares	213	170
31-out-25	Taxa de desemprego (set/25)	5,60%	5,50%

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

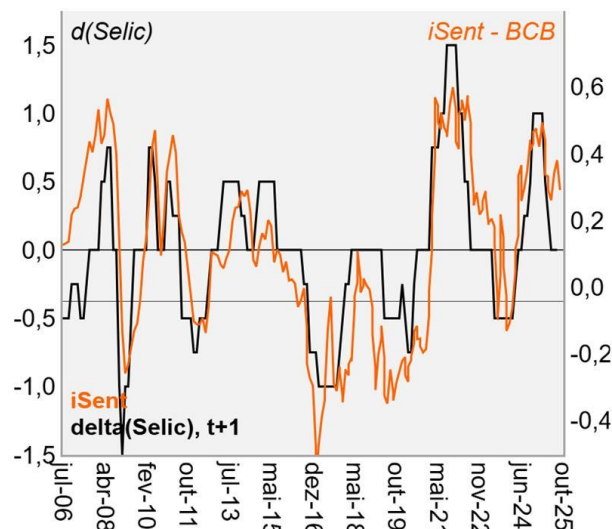
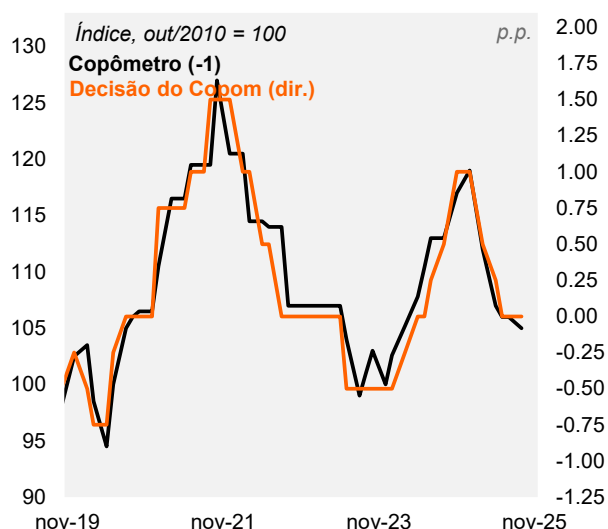
Em sua decisão mais recente, o Copom manteve a taxa básica de juros em 15% a.a., reforçando a sinalização de que a taxa Selic permanecerá nesse patamar por um período prolongado. O Comitê destacou a necessidade de cautela diante de um cenário externo ainda marcado por incertezas, mencionando que os riscos relacionados à política fiscal de países desenvolvidos e às tarifas comerciais continuam presentes, embora os movimentos recentes do câmbio tenham refletido de forma mais intensa fatores como o diferencial de juros e a depreciação do dólar frente a outras moedas.

No âmbito doméstico, a ata apontou que a atividade econômica segue em moderação gradual, conforme esperado pelo Comitê. Apesar da presença de sinais mistos, os dados mais recentes corroboram a visão de que o processo de desaceleração está ocorrendo de forma consistente com os mecanismos de transmissão da política monetária. Por outro lado, as autoridades enfatizaram que, embora as leituras recentes de inflação tenham mostrado alguma melhora, as expectativas permanecem acima da meta em todos os horizontes. A desancoragem nos prazos mais longos continua sendo um fator de preocupação. De modo geral, parece que o Comitê está confiante na trajetória de moderação da atividade econômica, em linha com o cenário delineado anteriormente, e, por isso, considera adequada a estratégia de manter a taxa de juros no patamar atual por um período prolongado. Essa visão foi reforçada em declarações recentes em evento paralelo às reuniões anuais do FMI e do Banco Mundial. Foi destacada a necessidade de manter firmeza e serenidade, evitando reações a ruídos, ressaltando que o objetivo é garantir a convergência da inflação à meta sem parar o crescimento econômico do Brasil, e sim colocando-o dentro do potencial.

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 é consistente com a estabilidade da taxa Selic na próxima reunião.

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 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, ainda que não o suficiente para garantir estabilidade da taxa de juros.

Copômetro Itaú Unibanco e Classificador do Itaú iSent



5 – Nossa visão

Desde a última reunião, o conjunto de informações evoluiu de maneira benigna. Os dados de atividade vêm confirmando a tendência de desaceleração em curso (com base nos indicadores mais recentes, estimamos crescimento de 0,3% no 3T, ante 0,4% no 2T e 1,3% no 1T) e sugerindo inflexão incipiente do mercado de trabalho. No front de inflação, as medidas de núcleo apresentaram alguma melhora e as surpresas vistas nas últimas divulgações de IPCA devem levar a inflação a encerrar o ano mais próxima da banda em torno da meta. Adicionalmente, houve queda relevante das expectativas de inflação para prazos mais longos.

No entanto, a estabilização do mercado de trabalho se dá em torno da mínima histórica da taxa de desemprego. A inflação corrente segue distante do objetivo de política monetária. E a melhora de expectativas, mesmo que expressiva, ainda deixa as projeções de mercado consistentemente acima da meta – de forma que reconhecer esse movimento de melhora, nesse momento, pode ser contraproducente. Por esses motivos, acreditamos que o Copom deve até mencionar alguma melhora na inflação corrente, mas não mudará a sua sinalização de manutenção de juros no patamar de 15% a.a. por período bastante prolongado diante da desancoragem das expectativas, da resiliência do mercado de trabalho e das projeções de inflação acima da meta.

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/analises-economicas>. 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.