

Cockpit do Copom: novas incertezas, mesma sinalização

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 29 e 30 de julho e deve optar, por unanimidade, pela manutenção da taxa Selic em 15,00% a.a., encerrando o ciclo de aperto monetário iniciado em setembro de 2024. A decisão deve refletir a avaliação de que, apesar das projeções de inflação ainda acima da meta, os efeitos defasados da política monetária seguem em curso, enquanto a elevada incerteza global demanda cautela adicional – especialmente em um contexto de nova escalada tarifária, desta vez envolvendo diretamente o Brasil, cujas exportações podem ser impactadas pela maior tarifa anunciada até o momento, de 50%.
- ▶ Desde a última reunião, o conjunto de informações apresentou melhora marginal: a inflação corrente mostrou sinais qualitativos positivos, as expectativas de 12 meses e implícitas recuaram, e o real teve leve apreciação, mesmo diante de ruídos fiscais e tarifários. A atividade econômica, por sua vez, segue em desaceleração gradual, com sinais mais claros de inflexão nos segmentos sensíveis ao crédito, conforme já captado pelo nosso indicador proprietário IDAT-Atividade desde março. O mercado de trabalho, no entanto, permanece resiliente.
- ▶ A comunicação do BCB deve reforçar a estratégia de manutenção da taxa Selic em patamar contracionista por período bastante prolongado, em meio a um cenário de inflação prospectiva acima da meta até 2027 – mesmo após o último Relatório de Política Monetária ter revelado que as autoridades ainda não incorporaram em seu cenário um hiato do produto possivelmente menos benigno para a inflação.
- ▶ Mantemos nossa expectativa de início do ciclo de cortes apenas no 1º trimestre de 2026. Como já mencionado após a última decisão de política monetária, entendemos que uma valorização mais expressiva do câmbio ou uma desaceleração mais acentuada da atividade poderiam antecipar esse primeiro movimento para o final de 2025. A efetivação das tarifas recentemente anunciadas pelo governo americano reduz o espaço para uma apreciação da moeda, apesar do ambiente global de dólar fraco. Por outro lado, essas tarifas aumentam a probabilidade de um enfraquecimento mais acelerado da economia. Em termos líquidos, os riscos parecem pesar mais na direção de cortes de juros antecipados - por isso, será crucial acompanhar eventuais qualificações do comitê sobre as perspectivas para a atividade econômica.

1 – Projeções de inflação

As tabelas abaixo resumem as projeções baseadas em nossa réplica estimada do 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\$5,55/US\$) considera o procedimento do BCB de utilizar a média dos últimos 10 dias úteis.

Comparada ao apresentado na reunião de junho, 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 subir para 5,0% para 2025 (ante 4,9% em junho) e recuar para 3,4% no horizonte relevante do 1T27 (vs 3,6% referente ao 4T26 em junho).

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus recuaram para 5,10% em 2025 (de 5,25%) e para 4,45% em 2026 (de 4,50%). Para a taxa Selic, a mediana das projeções para 2025 se elevou de 14,75% para 15,00% e ficou estável em 12,50% para 2026.

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"					
Período	Reunião de Janeiro	Reunião de Março	Reunião de Maio	Reunião de Junho	Reunião de Julho (proj.)
2025	5,2%	5,1%	4,8%	4,9%	5,0%
Horizonte relevante	4,0% (3T26)	3,9% (3T26)	3,6% (4T26)	3,6% (4T26)	3,4% (1T27)
Evolução das variáveis exógenas					
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	6,00	5,80	5,70	5,60	5,55
Taxa Selic (%) 2025	15,00%	15,00%	14,75%	14,75%	15,00%
Taxa Selic (%) 2026	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	5,50%	5,66%	5,53%	5,25%	5,10%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	4,22%	4,48%	4,51%	4,50%	4,45%

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	5,25	5,10	4,50	4,45	4,00	4,00
Crescimento do PIB	2,20	2,23	1,83	1,88	2,00	2,00
Taxa Selic	14,75	15,00	12,50	12,50	10,50	10,50
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,77	5,65	5,80	5,70	5,80	5,70

*considerando o relatório Focus mais recente.

Fonte: BCB, Itaú.

2 – Evolução dos preços de ativos

Desde a última reunião do Copom até a publicação deste relatório, a taxa de câmbio na ponta oscilou para 5,53 reais por dólar (ante 5,49), mesmo após o anúncio de tarifas de 50% sobre produtos brasileiros exportados aos Estados Unidos. A percepção de risco-país, medida pelo CDS de 5 anos, recuou 12 bps, para 146 p.b. A taxa do título de 10 anos do Tesouro norte-americano se encontra em 4,41% (ante 4,39%), enquanto a cotação do petróleo tipo Brent recuou para 70 dólares o barril (vs. 77 anteriormente), após o anúncio do cessar fogo no conflito entre Israel e Irã.

Preços de ativos		
	Reunião anterior	Atual*
US Treasury 10 anos	4,39	4,41
Preço do petróleo (Brent)	77	70
Commodities agrícolas**	644	599
Índice CRB RIND***	563	583
CDS 5 anos	158	146
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,49	5,53

*Considerando 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 apresenta os principais indicadores divulgados entre a última reunião do Copom e a próxima. No campo da inflação, os dados trouxeram surpresas em ambas as direções. O IPCA-15 e o IGP-M de junho vieram abaixo do esperado – o primeiro refletindo uma dinâmica mais benigna nos serviços subjacentes, e o segundo influenciado pela queda nos preços agrícolas. Por outro lado, o IPCA cheio de junho registrou variação acima do consenso de mercado, embora a surpresa tenha se concentrado em itens fora do núcleo. As médias dos núcleos calculadas pelo Banco Central permaneceram dentro do intervalo compatível com a meta, ajustado pela sazonalidade. Referente ao mês de julho, o IPCA-15 registrou alta de 0,33%, também acima da mediana das expectativas de mercado (0,31%). Em relação às nossas projeções, os núcleos de serviços subjacentes vieram acima das expectativas puxados por alimentação fora do domicílio, enquanto industriais subjacentes vieram abaixo do esperado, puxados por vestuário.

Do lado da atividade, os indicadores recentes seguem corroborando o cenário de desaceleração gradual da economia a partir do segundo trimestre. A produção industrial recuou 0,5% em maio, as vendas no varejo restrito caíram 0,2%, e o volume real de serviços praticamente se estabilizou, com variação de 0,1% na margem. O mercado de trabalho, por sua vez, apresentou sinais mistos: o CAGED mostrou criação de empregos formais abaixo do esperado em maio, enquanto a taxa de desemprego recuou 0,6 ponto percentual no mesmo período.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
26-jun-25	IPCA-15 (jun/25) - Var. mensal	0,26%	0,30%
27-jun-25	IGP-M (jun/25) - Var. mensal	-1,67%	-1,00%
27-jun-25	Taxa de desemprego (mai/25)	6,20%	6,30%
30-jun-25	Fiscal: Resultado Primário (mai/25) - R\$ bilhões	-33,7	-42,7
30-jun-25	Criação de empregos formais (mai/25) - Milhares	149	176
02-jul-25	Produção Industrial (mai/25) - Var. mensal	-0,50%	-0,50%
08-jul-25	Vendas no varejo restrito (mai/25) - Var. mensal	-0,20%	0,20%
10-jul-25	IPCA (jun/25) - Var. mensal	0,24%	0,20%
11-jul-25	Volume real do setor de serviços (mai/25) - Var. mensal	0,10%	0,20%
14-jul-25	IBC-Br (mai/25) - Var. mensal	-0,74%	-0,02%
25-jul-25	IPCA-15 (jul/25) - Var. mensal	0,33%	0,31%

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

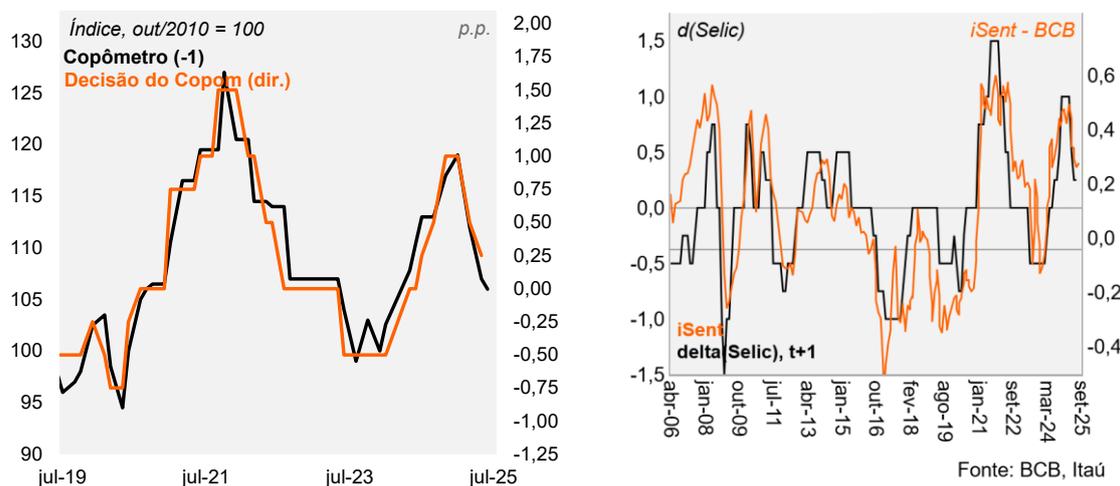
Em sua última reunião de política monetária, o Copom elevou a Selic em 25 pontos-base, para 15,00%. O comitê indicou que, na ausência de surpresas nos dados, não iria alterar a taxa básica para a reunião de julho. A autoridade monetária reiterou sua preocupação com as perspectivas de inflação, agravada por expectativas ainda desancoradas. Também indicou que as projeções de inflação no horizonte relevante permaneceram inalteradas, provavelmente refletindo um hiato do produto mais aberto.

Na ata da última reunião, foi enfatizado, sob diversos ângulos, que cortes de juros não devem estar na mesa por algum tempo – com o comitê também prometendo voltar a elevar a taxa de juros, se julgarem necessário. O Comitê mencionou mais de uma vez que os efeitos do recente ciclo de aperto ainda não se manifestaram em toda a sua magnitude, uma vez que o mercado de crédito mostrou uma inflexão, mas permanece robusto, e o mercado de trabalho continua aquecido.

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

O Copom volta a se reunir nos dias 29 e 30 de julho e deve optar, por unanimidade, pela manutenção da taxa Selic em 15,00% a.a., encerrando o ciclo de aperto monetário iniciado em setembro de 2024. A decisão deve refletir a avaliação de que, apesar das projeções de inflação ainda acima da meta, os efeitos defasados da política monetária seguem em curso, enquanto a elevada incerteza global demanda cautela adicional – especialmente em um contexto de nova escalada tarifária, desta vez envolvendo diretamente o Brasil, cujas exportações podem ser impactadas pela maior tarifa anunciada até o momento, de 50%.

Desde a última reunião, o conjunto de informações apresentou melhora marginal: a inflação corrente mostrou sinais qualitativos positivos, as expectativas de 12 meses e implícitas recuaram, e o real teve leve apreciação, mesmo diante de ruídos fiscais e tarifários. A atividade econômica, por sua vez, segue em desaceleração gradual, com sinais mais claros de inflexão nos segmentos sensíveis ao crédito, conforme já captado pelo nosso indicador proprietário IDAT-Atividade desde março. O mercado de trabalho, no entanto, permanece resiliente.

A comunicação do BCB deve reforçar a estratégia de manutenção da taxa Selic em patamar contracionista por período bastante prolongado, em meio a um cenário de inflação prospectiva acima da meta até 2027 – mesmo após o último Relatório de Política Monetária ter revelado que as autoridades ainda não incorporaram em seu cenário um hiato do produto possivelmente menos benigno para a inflação.

Mantemos nossa expectativa de início do ciclo de cortes apenas no 1º trimestre de 2026. Como já mencionado após a última decisão de política monetária, entendemos que uma valorização mais expressiva do câmbio ou uma desaceleração mais acentuada da atividade poderiam antecipar esse primeiro movimento para o final de 2025. A efetivação das tarifas recentemente anunciadas pelo governo americano reduz o espaço para uma apreciação da moeda, apesar do ambiente global de dólar fraco. Por outro lado, essas tarifas aumentam a probabilidade de um enfraquecimento mais acelerado da economia. Em termos líquidos, os riscos parecem pesar mais na direção de cortes de juros antecipados - por isso, será crucial acompanhar eventuais qualificações do comitê sobre as perspectivas para a atividade econômica.

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 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.com.br/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.