

Cockpit do Copom: corte de 25 p.b., futuro em aberto

- ▶ O Copom volta a se reunir na próxima semana em meio a um ambiente de incerteza que segue muito elevada ao redor do mundo, com deterioração recente das condições financeiras. Desde a última reunião, dados mais fortes nos Estados Unidos – em especial o *payroll* de maio, mostrando aceleração do mercado de trabalho –, se somaram ao contexto de pressão vinda do conflito no Oriente Médio e contribuíram para uma reprecificação da trajetória de juros americanos, com consequências sobre preços de ativos ao redor do mundo, inclusive das taxas de câmbio, onde a tendência de enfraquecimento do dólar passou a flertar com alguma reversão.
- ▶ Localmente, os dados de atividade econômica divulgados também foram robustos, com destaque para a aceleração do PIB cíclico no primeiro trimestre e resiliência dos indicadores de mercado de trabalho. Acreditamos, inclusive, que o BCB deve revisar sua estimativa de hiato do produto, reconhecendo que temos uma economia mais aquecida. A isso se soma a perspectiva de mais estímulos econômicos, que podem reduzir o espaço para queda dos juros, ao mesmo tempo em que parecem ter contribuído para aumento das preocupações dos agentes com relação ao cenário fiscal. Finalmente, a composição das últimas divulgações de inflação seguiu apontando piora qualitativa relevante. Tais fatores resultaram em uma mudança também expressiva na curva de juros local, com aumento da probabilidade atribuída à manutenção da taxa Selic na próxima reunião.
- ▶ Apesar da discussão recente sobre a possibilidade de interrupção do ciclo de calibração, avaliamos que o conjunto de informações considerado pela autoridade monetária ainda deve permitir um novo, modesto, corte de juros na decisão de junho.
- ▶ A projeção de inflação do Banco Central, sob a trajetória de juros extraída da pesquisa Focus (que, até o momento, projeta taxa Selic de 13,50% em 2026 e 11,50% em 2027) e com taxa de câmbio próxima aos níveis atuais (R\$ 5,10/dólar na média de 10 dias úteis), deve subir de 3,5% para 3,6% no horizonte relevante. Isso implica que o cenário de juros na pesquisa Focus é inconsistente com a persecução da meta para a inflação. No entanto, isso não implica que qualquer trajetória de calibração seria inconsistente com a persecução da meta. Em uma simulação com taxa Selic constante, estimamos que o Copom deve enxergar inflação de 3,2% no horizonte relevante (4T27) e 2,9% no trimestre seguinte (1T28), que passa a ser o ponto central a partir da reunião de agosto. Tais patamares, ao nosso ver, seriam compatíveis com este corte modesto.
- ▶ Avaliamos que em contexto de especial incerteza, com riscos para ambos os lados, tanto quanto à atividade quanto à inflação, as autoridades devem manter a serenidade e evitar ações que amplifiquem, em vez de reduzir, a volatilidade dos preços de ativos.
- ▶ A divulgação da pesquisa Focus na próxima segunda-feira pode trazer alguma mudança para esses números. No entanto, para que a nossa estimativa de inflação em 3,2% no horizonte relevante atual (4T27) suba além de 3,3%, o movimento das expectativas reportadas pelos participantes mercado deveria ser expressivo, na ordem de 30 p.b. para 2027 e 10 p.b. para 2028 – muito superior à deterioração já observada desde o último Copom.
- ▶ Nesse contexto, esperamos que o comitê opte por um corte de 25 p.b. para 14,25% a.a., mantendo suas opções em aberto para a próxima reunião ao comunicar que, neste momento, o espaço remanescente para qualquer calibração adicional é mais incerto. Não acreditamos que o comitê irá descrever o balanço de riscos para a inflação como assimétrico, uma vez que tal mudança poderia levar o mercado a passar a discutir altas de juros de forma mais concreta. Seguimos enxergando que o cenário atual sugere um *trade-off* bastante delicado entre avançar no processo de flexibilização (em particular, em meio às incertezas crescentes no âmbito doméstico, dado o alto grau de alavancagem das empresas e das famílias), e o risco de deterioração adicional do ambiente inflacionário. Em termos líquidos, desde a última reunião, o tamanho total do ciclo parece ter diminuído.

1 – Projeções de inflação do Banco Central

As tabelas abaixo resumem as projeções baseadas em nossa réplica estimada do modelo de pequeno porte do Banco Central. A taxa de câmbio utilizada (BRL 5,10/USD) 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 abril, as projeções de inflação do comitê no cenário de referência (que supõe uma taxa de câmbio consistente com a paridade do poder de compra e uma taxa de juros alinhada à pesquisa Focus) devem subir para 5,1% em 2026 (ante 4,6%) e aumentar para 3,6% no horizonte relevante, o 4T27 (de 3,5% anteriormente).

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"						
Período	Reunião de Novembro	Reunião de Dezembro	Reunião de Janeiro	Reunião de Março	Reunião de Abril	Reunião de Junho (proj.)
2026	3,6%	3,5%	3,4%	3,9%	4,6%	5,1%
Horizonte relevante	3.3% (2T27)	3.2% (2T27)	3.2% (3T27)	3.3% (3T27)	3.5% (4T27)	3.6% (4T27)
Evolução das variáveis exógenas						
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,40	5,35	5,35	5,20	5,00	5,10
Taxa Selic (%) 2026	12,25%	12,25%	12,25%	12,25%	13,00%	13,50%
Taxa Selic (%) 2027	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	11,00%	11,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	4,20%	4,16%	4,00%	3,91%	4,86%	5,11%
Expectativa de inflação (Focus) 2027	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	4,00%	4,03%

Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Itaú.

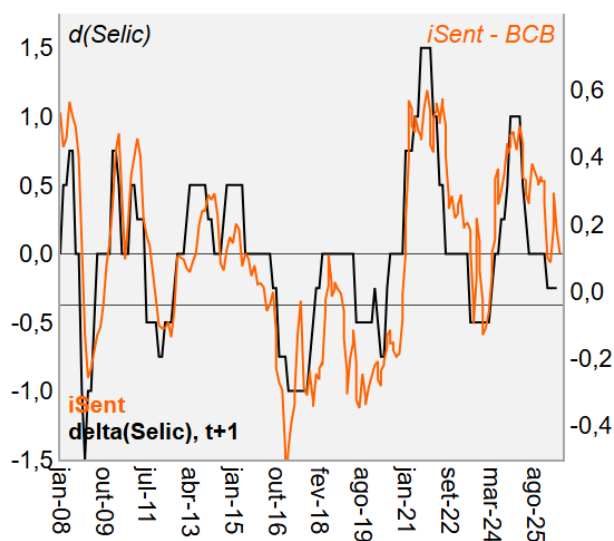
* Modelo elaborado pelo Itaú replicando o modelo do Banco Central.

2 – Contexto pré-reunião: comunicação recente e evolução do cenário

Na ata da última reunião, as autoridades reafirmaram a preocupação do comitê com os impactos do conflito no Oriente Médio, destacando tanto a elevação da inflação corrente quanto a deterioração das expectativas. Nesse ponto, o documento trouxe uma discussão mais ampla sobre o balanço de riscos, sem torná-lo assimétrico para cima. O comitê combinou dois vieses. De um lado, manifestou preocupação com os possíveis efeitos da guerra sobre as cadeias de oferta e de distribuição, leitura de viés mais duro. De outro, ponderou que parte dos riscos anteriormente temidos, em especial a alta das expectativas de inflação, já poderia ter se materializado, sem que isso, implicitamente, justificasse uma ruptura no ciclo de calibração, o que adiciona viés mais brando. Com as últimas comunicações, nosso classificador [iSent de Sentimento da comunicação do BCB](#)¹ aponta para um tom mais próximo ao neutro (0,15), alinhado com as ponderações feitas ao longo do documento.

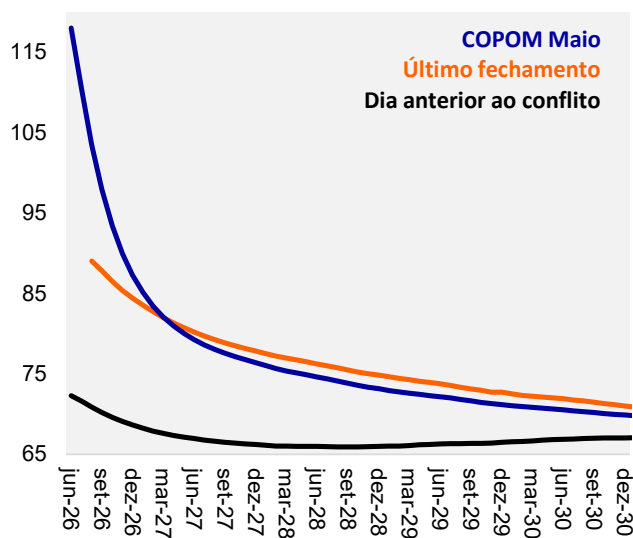
¹ Baseado no GPT-4, desenvolvido pela nossa equipe de ciência de dados usando frases publicadas em documentos oficiais dos bancos centrais, rotuladas por nossos economistas. Nosso conjunto de dados rotulados é composto por cerca de mil frases de documentos oficiais do Banco Central do Brasil. Cada sentença 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).

Classificador iSent



Fonte: BCB, Itaú

Curva futura do petróleo Brent



Fonte: Itaú, BBG

Em relação às expectativas, desde a última reunião as estimativas da pesquisa Focus exibiram alta em todos os horizontes: para 2026, a mediana saltou de 4,86% para 5,11%; para 2027 e 2028, avançou de 4,00% e 3,61% para 4,03% e 3,65%, respectivamente. A trajetória projetada da Selic também foi revista para cima em 2026 e 2027.

Projeções Focus (% , final do ano)

	2026		2027		2028	
	Último Copom	Atual*	Último Copom	Atual*	Último Copom	Atual*
IPCA	4,86	5,11	4,00	4,03	3,61	3,65
Crescimento do PIB	1,85	1,91	1,80	1,70	2,00	2,00
Taxa Selic	13,00	13,50	11,00	11,50	10,00	10,00
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,25	5,15	5,35	5,20	5,40	5,30

*considerando o relatório Focus mais recente.

Fonte: BCB, Itaú.

Desde a última reunião, observa-se inflexão na dinâmica dos ativos domésticos. O real interrompeu o movimento de apreciação adicional e, embora siga amparado por termos de troca favoráveis, perdeu parte do suporte associado ao ingresso de fluxos estrangeiros. Nesse contexto, o câmbio retornou a patamares próximos aos vigentes antes do conflito, ao redor de R\$ 5,10/dólar na média dos últimos dez dias úteis, ante R\$ 5,00/dólar na reunião anterior. Enquanto isso, o petróleo se situa ao redor de US\$ 95 por barril, um pouco abaixo dos níveis vistos na decisão de abril.

No campo da atividade, o PIB do 1T26 voltou a acelerar, com alta de 1,1% na margem (ante 0,3% no 4T25) e 1,8% na comparação interanual, com destaque para a aceleração do PIB cíclico. No que diz respeito à inflação, o IPCA de maio registrou alta de 0,58%, acima do consenso de mercado, com destaque para industriais subjacentes (principalmente itens de higiene pessoal) que seguem refletindo efeito indireto do choque de petróleo sobre bens. Por outro lado, serviços subjacentes tiveram desaceleração na margem, puxados principalmente por serviços diversos.

Olhando para médias móveis de três meses, com ajuste sazonal, serviços subjacentes recuaram para o patamar ainda elevado de 5,6% (vindo de 6,0% em abril), enquanto industriais subjacentes saltaram para 6,5% (ante 5,0%). A média dos núcleos acelerou de 5,2% para 5,6%. Por outro lado, serviços subjacentes confirmaram desaceleração na margem puxados principalmente por serviços diversos. No mercado de trabalho, a PNAD aponta dinâmica ainda resiliente, com desemprego em 5,4% com ajuste sazonal (ante nossa estimativa de nível neutro entre 7,5%-8,0%), enquanto a criação de emprego formal (CAGED) trouxe um resultado bem abaixo da mediana das expectativas do mercado em abril, com criação de 86 mil vagas, o que mostra sinais incipientes de moderação na margem, mas ainda em um ritmo acima do consistente com neutralidade (98 mil na média móvel de três meses com ajuste sazonal, ante ritmo neutro de cerca de 60 mil).

			Indicadores econômicos (resultado x consenso)								
			set-25	out-25	nov-25	dez-25	jan-26	fev-26	mar-26	abr-26	mai-26
Inflação	IPCA (m/m)	Resultado	0,48	0,09	0,18	0,33	0,33	0,70	0,88	0,67	0,58
		Consenso	0,52	0,15	0,19	0,32	0,32	0,64	0,77	0,68	0,53
	IPCA-15 (m/m)	Resultado	0,48	0,18	0,20	0,25	0,20	0,84	0,44	0,89	0,62
		Consenso	0,52	0,21	0,18	0,25	0,22	0,56	0,29	0,98	0,57
	IGP-M (m/m)	Resultado	0,42	-0,36	0,27	-0,01	0,41	-0,73	0,52	2,73	0,84
		Consenso	0,36	-0,23	0,28	0,15	0,38	-0,61	0,52	2,55	0,81
Mercado de trabalho	Taxa de desemprego (PNAD, %)	Resultado	5,6	5,4	5,2	5,1	5,4	5,8	6,1	5,8	-
		Consenso	5,5	5,5	5,4	5,1	5,4	5,7	6,1	5,9	-
	CAGED (milhares)	Resultado	213	85	86	-618	112	255	228	86	-
		Consenso	170	110	77	-473	95	258	148	216	-
Atividade	PIM (m/m)	Resultado	0,4	0,1	0,0	-1,2	1,8	0,9	0,1	0,7	-
		Consenso	-0,4	0,5	0,1	-1,1	0,7	0,8	-0,1	0,5	-
	PMC (m/m)	Resultado	-0,3	0,5	1,0	-0,4	0,4	0,6	0,5	-	-
		Consenso	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,2	0,9	0,0	-	-
	PMS (m/m)	Resultado	0,6	0,3	-0,1	-0,4	0,3	0,1	-1,2	-	-
		Consenso	0,4	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,5	-0,1	0,8	-
	IBC-Br (m/m)	Resultado	-0,2	-0,3	0,7	-0,2	0,8	0,6	-0,7	-	-
		Consenso	-0,2	0,1	0,4	-0,4	0,9	0,5	-0,4	-	-

Dados em vermelho/azul sugerem resultados consistentes com uma política monetária mais/menos restritiva, em relação ao consenso de mercado.

Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil, Ministério da Economia e Bloomberg

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.