

Cockpit do Copom: postura inalterada

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 16 e 17 de setembro 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 forma ambígua. De um lado, o real se apreciou em um ambiente externo mais favorável, marcado por dólar fraco globalmente, e pelas perspectivas de retomada do ciclo de afrouxamento monetário pelo Federal Reserve, que ampliaria o diferencial de juros a favor do Brasil. Em sentido oposto, a dinâmica das contas externas continua a se deteriorar, com aumento expressivo do déficit em conta corrente, que segue se distanciando da média histórica, ainda que com impacto moderado sobre o câmbio. As expectativas de inflação — tanto as medidas pela pesquisa Focus quanto as implícitas — recuaram, mas ainda de forma modesta, e permanecem substancialmente acima da meta de inflação para diferentes prazos. Já a inflação corrente, após algum alívio qualitativo no meio do ano, voltou a superar o intervalo de tolerância da meta ajustado pela sazonalidade.
- ▶ No âmbito da atividade econômica, os sinais seguem divergentes: o mercado de trabalho continua resiliente, ainda que com alguma moderação na margem, enquanto as pesquisas mensais de atividade e o PIB do 2T25 reforçam a leitura de desaceleração gradual da demanda doméstica. Nosso indicador proprietário IDAT-Atividade já vem capturando essa perda de dinamismo há alguns meses, especialmente em setores mais sensíveis às condições de crédito. A resiliência do mercado de trabalho é consistente com o padrão usual de defasagem em relação à atividade econômica.
- ▶ De forma geral, entendemos que o comitê parece estar ganhando confiança na desaceleração da economia, em ritmo consistente com suas expectativas, de modo que não vê necessidade de ajustar sua visão sobre a taxa de juros no momento. Isso permite que a autoridade monetária aguarde bastante tempo para sinalizar qualquer prescrição futura sobre possível ritmo e *timing* de flexibilização. Mantemos nossa expectativa de início do ciclo de cortes apenas no 1º trimestre de 2026. Reconhecemos, entretanto, que os riscos aumentaram na direção de um corte antecipado ainda em 2025, o que pode ocorrer caso se verifique uma valorização ainda mais expressiva da taxa de câmbio ou uma desaceleração mais acentuada da atividade. Em contrapartida, uma revisão expressiva no hiato do produto pelo Banco Central em direção a uma atividade mais aquecida poderia atenuar os riscos de uma flexibilização antecipada, algo que nos parece menos provável dadas as informações recentes sobre o ritmo de 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\$5,40/US\$) considera o procedimento do BCB de utilizar a média dos últimos 10 dias úteis.

Comparada ao apresentado na reunião de julho, 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 cair para 4,8% em 2025 (ante 5,0%), para 3,4% em 2026 (de 3,6%) e para 3,3% (de 3,4%) no horizonte relevante do 1T27.

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus recuaram para 4,83% em 2025 (de 5,09%) e para 4,30% em 2026 (de 4,44%). Para a taxa Selic, a mediana das projeções ficou estável em 15,00% para 2025 e apresentou leve recuo para 12,38% (de 12,50%) em 2026.

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"*					
Período	Reunião de Março	Reunião de Maio	Reunião de Junho	Reunião de Julho	Reunião de Setembro (proj.)
2025	5,1%	4,8%	4,9%	5,0%	4,8%
2026	--	3,6%	3,6%	3,6%	3,4%
Horizonte relevante	3,9% (3T26)	3,6% (4T26)	3,6% (4T26)	3,4% (1T27)	3,3% (1T27)
Evolução das variáveis exógenas					
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	5,80	5,70	5,60	5,55	5,40
Taxa Selic (%) 2025	15,00%	14,75%	14,75%	15,00%	15,00%
Taxa Selic (%) 2026	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,38%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	5,66%	5,53%	5,25%	5,09%	4,83%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	4,48%	4,51%	4,50%	4,44%	4,30%

Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Itaú.

Projeções Focus (% , final do ano)						
	2025		2026		2027	
	Último Copom	Atual*	Último Copom	Atual*	Último Copom	Atual*
IPCA	5,09	4,83	4,44	4,30	4,00	3,90
Crescimento do PIB	2,23	2,16	1,89	1,80	2,00	1,90
Taxa Selic	15,00	15,00	12,50	12,38	10,50	10,50
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,60	5,50	5,70	5,60	5,70	5,60

*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 oscilou para 5,36 por dólar (ante 5,57), na esteira do movimento global de dólar mais fraco e, em menor medida, alto diferencial de juros a favor do Brasil – ainda mais diante de perspectivas de retomada do ciclo de afrouxamento monetário pelo Federal Reserve. A percepção de risco-país, medida pelo CDS de 5 anos, recuou 18 bps desde a última reunião, para 133 p.b. A taxa do título de 10 anos do Tesouro norte-americano está em 4,06 (ante 4,37), e a cotação do petróleo Brent recuou para 67 dólares o barril (vs. 73 anteriormente), após a Opep+ sinalizar um aumento no excedente de oferta para 2025.

Preços de ativos		
	Reunião anterior	Atual*
US Treasury 10 anos	4,37	4,06
Preço do petróleo (Brent)	73	67
Commodities agrícolas**	583	590
Índice CRB RIND***	571	575
CDS 5 anos	151	133
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,57	5,36

*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

Da tabela abaixo, podemos compreender melhor o comportamento dos principais indicadores macroeconômicos divulgados entre a última reunião do Copom e a próxima. No campo da inflação, os dados indicam que, apesar de o IPCA de julho ter trazido um resultado mais favorável do que aquele projetado (0,26% m/m vs. consenso em 0,36%), o IPCA-15 e o IPCA cheio de agosto acabaram registrando uma deflação menor do que a estimada. O IPCA-15 de agosto veio em -0,14% m/m e o IPCA, -0,11% m/m. A deflação percebida no IPCA de agosto decorre de dois fatores pontuais: a redução nos preços de eletricidade (reflexo do bônus de Itaipu) e, no núcleo de serviços, a baixa promocional nos preços de cinema. Ambos são efeitos temporários que devem se reverter já na próxima leitura, acentuando uma composição ainda desfavorável do índice de preços – dado que, excluindo-se o cinema, notou-se uma aceleração de 6,0% para 6,3% nos serviços subjacentes.

No âmbito da atividade, a taxa de desemprego medida pela PNAD segue em níveis historicamente baixos (5,8%), e o CAGED continua apontando para sólida criação de empregos formais – ainda que, nas últimas divulgações, seja notória alguma desaceleração gradual no ritmo de abertura de vagas. Isso posto, em linhas gerais, o mercado de trabalho segue resiliente, mas parece estar começando a perder tração. Ademais, é possível notar uma desaceleração nas pesquisas mensais de atividade: tanto a produção industrial como as vendas no varejo mostraram perda de ímpeto nas divulgações de julho.

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
31-jul-25	Fiscal: Resultado Primário (jun/25) - R\$ bilhões	-47,10	-41,00
31-jul-25	Taxa de desemprego (jun/25)	5,80%	6,00%
01-ago-25	Produção Industrial (jun/25) - Var. mensal	0,10%	0,40%
04-ago-25	Criação de empregos formais (jun/25) - Milhares	167	177
08-ago-25	Vendas no varejo restrito (jun/25) - Var. mensal	-0,10%	0,80%
12-ago-25	IPCA (jul/25) - Var. mensal	0,26%	0,36%
14-ago-25	Volume real do setor de serviços (jul/25) - Var. mensal	0,00%	0,30%
18-ago-25	IBC-Br (jun/25) - Var. mensal	-0,06%	0,00%
26-ago-25	IPCA-15 (ago/25) - Var. mensal	2,80%	2,00%
27-ago-25	Criação de empregos formais (ago/25) - Milhares	129,75	138,1
28-ago-25	IGP-M (ago/25) - Var. mensal	0,36%	0,20%
02-set-25	PIB (2T25) - Var. trimestral	0,40%	0,30%
10-set-25	IPCA (ago/25) - Var. mensal	-0,11%	-0,15%
11-set-25	Vendas no varejo restrito (jul/25) - Var. mensal	-0,30%	-0,30%
12-set-25	Volume real do setor de serviços (jul/25) - Var. mensal	0,30%	0,30%
15-set-25	IBC-Br (jul/25) - Var. mensal	-0,53%	-0,30%
16-set-25	Taxa de desemprego (jul/25)	-	5,70%

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 encerrou o ciclo de alta de juros em 15% a.a., mantendo a sinalização de que a taxa Selic permanecerá no nível atual por um período bastante prolongado. O comitê destacou a necessidade de cautela em um contexto de maior incerteza externa, mencionando que a imposição de tarifas comerciais ao Brasil tem impactos setoriais relevantes, porém com efeitos agregados ainda incertos. Domesticamente, fatores de incerteza também foram citados, com especial enfoque sobre os sinais mistos vindos dos indicadores econômicos e setoriais, como a divergência entre o mercado de crédito, que apresenta desaceleração mais clara, e o mercado de trabalho, que ainda demonstra dinamismo.

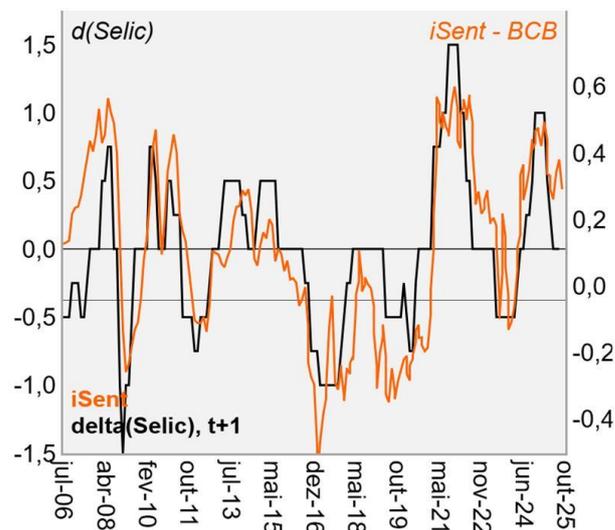
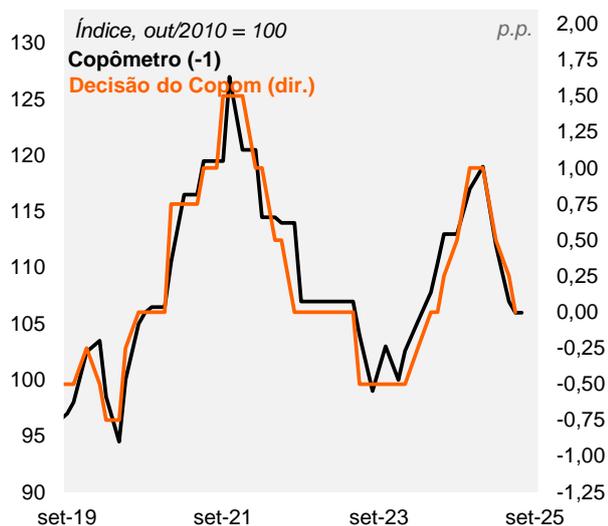
No entanto, as autoridades afirmaram, tanto no comunicado como na ata, que o processo de desaceleração da atividade econômica está ocorrendo em linha com o esperado. Adicionalmente, a ata mencionou, pela primeira vez, a recente queda nas medidas de inflação implícita, apesar de observar que as expectativas de inflação da pesquisa Focus para horizontes mais longos não sofreram alterações significativas. De modo geral, parece que o comitê está ganhando confiança na desaceleração da economia, conforme suas expectativas, e, portanto, não vê necessidade de ajustar sua visão sobre a taxa de juros.

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 16 e 17 de setembro 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 forma ambígua. De um lado, o real se apreciou em um ambiente externo mais favorável, marcado por dólar fraco globalmente, e pelas perspectivas de retomada do ciclo de afrouxamento monetário pelo Federal Reserve, que ampliaria o diferencial de juros a favor do Brasil. Em sentido oposto, a dinâmica das contas externas continua a se deteriorar, com aumento expressivo do déficit em conta corrente, que segue se distanciando da média histórica, ainda que com impacto moderado sobre o câmbio. As expectativas de inflação — tanto as medidas pela pesquisa Focus quanto as implícitas — recuaram, mas ainda de forma modesta, e permanecem substancialmente acima da meta de inflação para diferentes prazos. Já a inflação corrente, após algum alívio qualitativo no meio do ano, voltou a superar o intervalo de tolerância da meta ajustado pela sazonalidade.

No âmbito da atividade econômica, os sinais seguem divergentes: o mercado de trabalho continua resiliente, ainda que com alguma moderação na margem, enquanto as pesquisas mensais de atividade e o PIB do 2T25 reforçam a leitura de desaceleração gradual da demanda doméstica. Nosso indicador proprietário IDAT-Atividade já vem capturando essa perda de dinamismo há alguns meses, especialmente em setores mais sensíveis às condições de crédito. A resiliência do mercado de trabalho é consistente com o padrão usual de defasagem em relação à atividade econômica.

De forma geral, entendemos que o comitê parece estar ganhando confiança na desaceleração da economia, em ritmo consistente com suas expectativas, de modo que não vê necessidade de ajustar sua visão sobre a taxa de juros no momento. Isso permite que a autoridade monetária aguarde bastante tempo para sinalizar qualquer prescrição futura sobre possível ritmo e *timing* de flexibilização. Mantemos nossa expectativa de início do ciclo de cortes apenas no 1º

trimestre de 2026. Reconhecemos, entretanto, que os riscos aumentaram na direção de um corte antecipado ainda em 2025, o que pode ocorrer caso se verifique uma valorização ainda mais expressiva da taxa de câmbio ou uma desaceleração mais acentuada da atividade. Em contrapartida, uma revisão expressiva no hiato do produto pelo Banco Central em direção a uma atividade mais aquecida poderia atenuar os riscos de uma flexibilização antecipada, algo que nos parece menos provável dadas as informações recentes sobre o ritmo de atividade econômica.

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/ouvidoria>. 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.