

Cockpit do Copom: fim do ciclo com cautela e flexibilidade

- ▶ O Copom volta a se reunir nos dias 17 e 18 de junho, quando deve encerrar o atual ciclo de aperto monetário, optando, por unanimidade, pela manutenção da taxa Selic em 14,75% a.a. A decisão deve refletir o estágio avançado do ciclo, as perspectivas dos efeitos defasados e cumulativos da política monetária e um ambiente de incerteza acima do usual.
- ▶ Desde a última reunião do Copom, o cenário doméstico apresentou sinais ambíguos: o mercado de trabalho segue robusto, mas o PIB do primeiro trimestre ficou abaixo do consenso, e os dados iniciais do segundo trimestre indicam moderação da atividade. A inflação corrente permanece acima da meta, mas as divulgações recentes surpreenderam para baixo, sem deterioração adicional na margem. No câmbio, o real teve leve apreciação, enquanto os preços de commodities em reais permaneceram relativamente estáveis. O aumento das tensões geopolíticas tende a elevar a volatilidade dos preços de commodities, notadamente no setor de energia. Cabe notar que as expectativas de inflação derivadas da pesquisa junto a economistas independentes têm mostrado estabilidade, ao passo em que as medidas de inflação implícita têm declinado substancialmente.
- ▶ Na comunicação recente, o BCB tem reforçado o tom de cautela adicional, diante da elevada incerteza e dos impactos defasados e cumulativos da política monetária; e flexibilidade, reforçando a dependência dos dados futuros. A projeção de inflação da autoridade, considerando câmbio em R\$5,60 e revisão do hiato do produto na direção de uma economia mais aquecida no horizonte relevante (em torno de 0,3 p.p.), deve permanecer estável em 3,6% para o 4T26, com o cenário base contemplando desaceleração da atividade e abertura do hiato à frente. Já a projeção em um cenário com a Selic constante em 14,75% por todo horizonte relevante (considerando o mesmo câmbio e o mesmo choque de hiato) encontra-se em torno de 3,3%, provavelmente próxima o suficiente da meta para o comitê.
- ▶ Avaliamos que o balanço de riscos para a inflação deverá seguir equilibrado, com riscos para ambos os lados e variância maior que a usual. Nesse contexto, esperamos que o comitê reforce o compromisso com a convergência da inflação à meta, seguindo a estratégia de permanecer com a taxa de juros em patamar contracionista por período prolongado e sinalizando que não hesitará em retomar o ciclo de alta, caso o cenário prospectivo de inflação se deteriore.

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\$5,60/US\$) considera o procedimento do BCB de utilizar a média dos últimos 10 dias úteis.

Comparada ao apresentado na reunião de maio, 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 permanecer estáveis em 4,8% para 2025 e em 3,6% no horizonte relevante do 4T26. Importante ressaltar que essas projeções podem ser impactadas por uma possível revisão maior do hiato do produto na direção de uma economia mais aquecida.

Desde a última reunião do Copom, as expectativas de inflação reportadas pela pesquisa Focus recuaram para 5,25% em 2025 (de 5,53%) e para 4,50% em 2026 (de 4,51%). Para a taxa Selic, a mediana das projeções para 2025 e 2026 ficaram estáveis em 14,75% e 12,50%, respectivamente.

Cabe observar que as projeções de inflação derivadas de um cenário com a Selic congelada em 14,75% por todo o horizonte de projeção, se encontram em torno de 3,3%, o que deve dar conforto para as autoridades pausarem o ciclo de ajuste.

Projeções para o IPCA (%) segundo o "modelo do Banco Central"					
Período	Reunião de Dezembro	Reunião de Janeiro	Reunião de Março	Reunião de Maio	Reunião de Junho (proj.)
2025	4,5%	5,2%	5,1%	4,8%	4,8%
Horizonte relevante	4,0% (2T26)	4,0% (3T26)	3,9% (3T26)	3,6% (4T26)	3,6% (4T26)
Evolução das variáveis exógenas					
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	6,00	6,00	5,80	5,70	5,60
Taxa Selic (%) 2025	13,50%	15,00%	15,00%	14,75%	14,75%
Taxa Selic (%) 2026	11,00%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%
Expectativa de inflação (Focus) 2025	4,59%	5,50%	5,66%	5,53%	5,25%
Expectativa de inflação (Focus) 2026	4,00%	4,22%	4,48%	4,51%	4,50%

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	5,53	5,25	4,51	4,50	4,00	4,00
Crescimento do PIB	2,00	2,20	1,70	1,83	2,00	2,00
Taxa Selic	14,75	14,75	12,50	12,50	10,50	10,50
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,86	5,77	5,91	5,80	5,85	5,80

*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 apreciou para 5,54 reais por dólar (ante 5,75), refletindo um dólar mais fraco globalmente. A percepção de risco-país, medida pelo CDS de 5 anos, recuou 26 bps, para 155 p.b. A taxa do título de 10 anos do Tesouro norte-americano subiu para 4,40% (ante 4,27% na reunião anterior), enquanto a cotação do petróleo tipo Brent avançou para 74 dólares o barril (vs. 61 anteriormente). O aumento das tensões geopolíticas no Oriente Médio ocasionou pressões altistas sobre os preços do petróleo nos últimos dias, mas parece ser cedo para tomar esse cenário como base.

Preços de ativos		
	Reunião anterior	Atual*
US Treasury 10 anos	4,27	4,40
Preço do petróleo (Brent)	61	74
Commodities agrícolas**	617	637
Índice CRB RIND***	565	561
CDS 5 anos	181	155
Taxa de câmbio (BRL/USD)	5,75	5,54

*Consideraço 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 indicadores divulgados entre a última reunião do Copom e a próxima. Em relação à inflação, houve surpresas baixistas em maio: o IPCA do mês registrou variação de 0,26%, abaixo do consenso de mercado (0,32%). A abertura dos dados mostrou melhora qualitativa, com queda no núcleo de serviços subjacentes. A média dos núcleos ficou em linha com nossa projeção e, pela primeira vez no ano, mais próxima do intervalo compatível com a meta, ajustado pela sazonalidade. Outra divulgação relevante foi o IGP-M de maio, que apresentou deflação de 0,49%, abaixo do consenso de mercado de -0,36%. O resultado foi impulsionado principalmente pela queda de 0,82% no Índice de Preços ao Atacado, refletindo forte recuo nos preços de matérias-primas, enquanto os demais componentes registraram altas moderadas.

Do lado da atividade, os indicadores apontaram para uma economia mais aquecida no início do ano. O destaque foi o PIB do 1T25, que, embora abaixo do esperado, teve variação trimestral robusta de 1,4% (vs. consenso de 1,5%). No entanto, dados mais recentes indicam atividade econômica consideravelmente mais fraca a partir do início do segundo trimestre, como é o caso da produção industrial de abril que expandiu apenas 0,1%, resultado bem abaixo da mediana das expectativas de mercado (+0,4% m/m). No varejo, o índice ampliado do IBGE recuou 1,9% em abril, desempenho mais fraco que o consenso (-1,3% m/m), enquanto as vendas no varejo restrito caíram 0,4%, uma contração um pouco menor que a mediana das projeções (-0,5%). Por fim, no setor de serviços, a pesquisa da PMS registrou crescimento de 0,2% em abril. Na abertura, o componente de 'Serviços Prestados às Famílias' ficou em linha com nossa estimativa, enquanto 'Serviços Profissionais, Administrativos e Complementares' vieram mais fracos do que o esperado, introduzindo um leve viés baixista para a nossa projeção de PIB do 2T25. No mercado de trabalho, a criação de empregos formais em abril surpreendeu positivamente, com 258 mil vagas (vs. 170 mil esperadas), e a taxa de desemprego de março ficou em 6,6% (vs. consenso de 6,9%).

Indicadores econômicos: Resultado x Consenso			
Data de divulgação	Indicador	Resultado	Consenso
09-mai-25	IPCA (abr/25) - Var. mensal	0,43%	0,42%
14-mai-25	Volume real do setor de serviços (mar/25) - Var. mensal	0,30%	0,50%
15-mai-25	Vendas no varejo restrito (mar/25) - Var. mensal	0,80%	1,00%
19-mai-25	IBC-Br (mar/25) - Var. mensal	0,80%	0,40%
27-mai-25	IPCA-15 (mai/25) - Var. mensal	0,36%	0,44%
28-mai-25	Criação de empregos formais (abr/25) - Milhares	258	170
29-mai-25	IGP-M (mai/25) - Var. mensal	-0,49%	-0,36%
29-mai-25	Taxa de desemprego (mar/25)	6,60%	6,90%
30-mai-25	Fiscal: Resultado Primário (abr/25) - R\$ bilhões	14,2	18,8
30-mai-25	PIB (1T25) - Var. trimestral	1,40%	1,50%
03-jun-25	Produção Industrial (abr/25) - Var. mensal	0,10%	0,40%
10-jun-25	IPCA (mai/25) - Var. mensal	0,26%	0,32%
12-jun-25	Vendas no varejo restrito (abr/25) - Var. mensal	-0,4	-0,5
13-jun-25	Volume real do setor de serviços (abr/25) - Var. mensal	0,2%	0,2%
16-jun-25	IBC-Br (abr/25) - Var. mensal	0,2%	0,1%

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 optou, por unanimidade, por reduzir o ritmo de aperto monetário, elevando a taxa Selic em 50 p.b., para 14,75% a.a., conforme amplamente esperado pelo mercado.

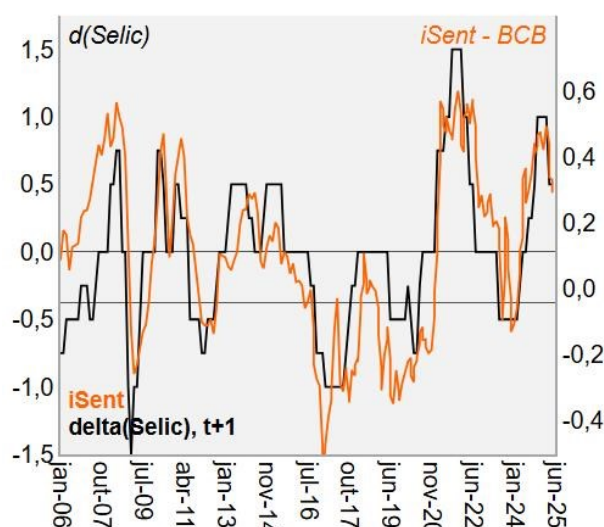
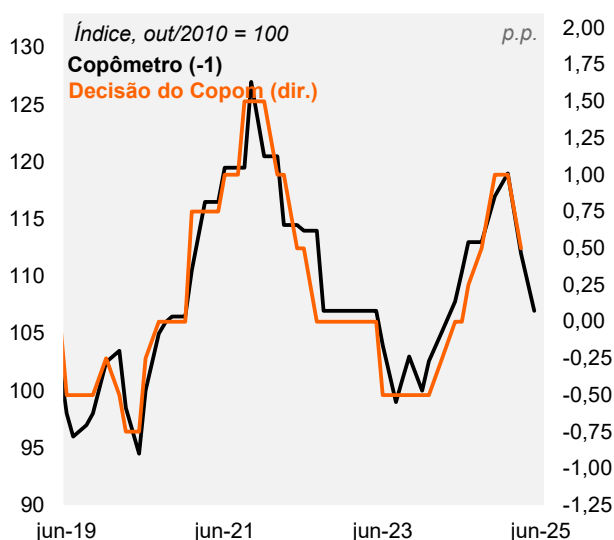
A ata da reunião reforçou a percepção de que o comitê considera ter alcançado um nível significativamente contracionista de política monetária. Esse entendimento soma-se à leitura das autoridades sobre a conjuntura, marcada por sinais de moderação da atividade e início de inflexão no mercado de trabalho. O comitê destacou que os efeitos defasados do aperto já em curso devem se intensificar nos próximos trimestres, especialmente sobre o crédito e o consumo das famílias. A comunicação também minimizou o impacto potencial do novo crédito consignado, tratando-o como uma mudança estrutural, com efeitos limitados sobre a demanda agregada no curto prazo.

O texto da ata repetiu referências ao patamar atual da taxa de juros e à necessidade de aguardar os efeitos defasados das decisões anteriores, sinalizando disposição para manter a Selic inalterada por um período prolongado. Ao mesmo tempo, o comitê reforçou a importância de manter flexibilidade na condução da política monetária, diante de um cenário externo adverso e de incertezas elevadas, especialmente relacionadas à política econômica nos Estados Unidos e seus efeitos sobre as condições financeiras globais.

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 já 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 sugere 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 17 e 18 de junho, quando deve encerrar o atual ciclo de aperto monetário, optando, por unanimidade, pela manutenção da taxa Selic em 14,75% a.a. A decisão deve refletir o estágio avançado do ciclo e a perspectiva de que os efeitos defasados e cumulativos da política monetária se tornem mais evidentes, em um ambiente de incerteza acima do usual.

Desde a última reunião do Copom, o cenário doméstico apresentou sinais ambíguos: o mercado de trabalho segue robusto, mas o PIB do primeiro trimestre ficou abaixo do consenso, e os dados iniciais do segundo trimestre indicam moderação da atividade. A inflação corrente permanece acima da meta, mas as divulgações recentes surpreenderam para baixo, sem deterioração adicional na margem. No câmbio, o real teve leve apreciação, enquanto os preços de commodities em reais permaneceram relativamente estáveis. O aumento das tensões geopolíticas tende a elevar a volatilidade dos preços de commodities, notadamente no setor de energia. Cabe notar que as expectativas de inflação derivadas da pesquisa junto a economistas independentes têm mostrado estabilidade, ao passo em que as medidas de inflação implícita têm declinado substancialmente.

Na comunicação recente, o BCB tem reforçado o tom de cautela adicional, diante da elevada incerteza e dos impactos defasados e cumulativos da política monetária; e flexibilidade, reforçando a dependência dos dados futuros. A projeção de inflação da autoridade, considerando câmbio em R\$5,60 e revisão do hiato do produto na direção de uma economia mais aquecida no horizonte relevante (em torno de 0,3 p.p.), deve permanecer estável em 3,6% para o 4T26, com o cenário base contemplando desaceleração da atividade e abertura do hiato à frente. Já a projeção em um cenário com a Selic constante em 14,75% por todo horizonte relevante (considerando o mesmo câmbio e o mesmo choque de hiato) encontra-se em torno de 3,3%, provavelmente próxima o suficiente da meta para o comitê.

Avaliamos que o balanço de riscos para a inflação deverá seguir equilibrado, com riscos para ambos os lados e variância maior que a usual. Nesse contexto, esperamos que o comitê reforce o compromisso com a convergência da inflação à meta, seguindo a estratégia de permanecer com a taxa de juros em patamar contracionista por período prolongado e sinalizando que não hesitará em retomar o ciclo de alta, caso o cenário prospectivo de inflação se deteriore.

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.itaubr.com.br/atendimento-itaubr/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.