

## Relatório de Política Monetária: mensagem bastante clara

- ▶ O Relatório de Política Monetária (antigo Relatório Trimestral de Inflação) trouxe um conjunto de projeções e hipóteses que reforçam a mensagem da última reunião de política monetária, de que a taxa de juros deve permanecer no patamar atual por “período bastante prolongado”. Destacamos a projeção de inflação acima da meta ao final de 2027 e a estimativa para o hiato do produto com potencial de ser revisada em direção mais inflacionária ao longo dos próximos meses. Somados à comunicação pós reunião do Copom, esses detalhes pesam na direção de cortes de juros mais tardios. Esperamos o início do ciclo de flexibilização no primeiro trimestre de 2026, mas reconhecemos o risco de que ele seja adiado.

### Projeções do Banco Central

A tabela abaixo mostra as projeções de inflação divulgadas para o cenário de referência.<sup>1</sup>

	Projeções de inflação (IPCA) do Banco Central															
	2024			2025				2026				2027				
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
IPCA	4,2	4,4	4,8	5,5	5,4	5,4	4,9	4,2	4,2	3,8	3,6	3,4	3,4	3,3	3,2	
Diferença RI anterior (p.p.)	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	-	
Livres	3,5	4,1	4,9	5,6	5,6	6,0	5,2	4,5	4,3	3,8	3,4	3,3	3,2	3,2	3,1	
Diferença RI anterior (p.p.)	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,2	-	
Administrados	6,4	5,5	4,7	5,1	5,2	3,9	3,8	3,2	3,7	3,9	4,1	3,9	3,7	3,6	3,6	
Diferença RI anterior (p.p.)	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,9	-0,1	-0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-	

\*Valores hachurados = projeções.

Fonte: Banco Central

Comparadas às estimativas apresentadas no relatório de março, as projeções de inflação tiveram recuos apenas pequenos para 2025 e 2026, de 5,1% para 4,9% e de 3,7% para 3,6% respectivamente, ainda descoladas da meta de 3,0%. Adicionalmente, chama atenção que a projeção para o horizonte mais distante apresentado no relatório anterior, 3T2027, subiu de 3,1% para 3,3%. A projeção para o fim de 2027, exibida pela primeira vez, situa-se em 3,2% – ou seja, inflação ainda um pouco acima da meta, mesmo no ponto mais distante do tempo.

O BCB chegou a tais projeções, que pesam na direção de uma postura dura, mesmo sem ter revisado as suas hipóteses para o hiato do produto no horizonte relevante de política monetária. A estimativa para o final de 2026 foi mantida em -0,8% (o que significa presença de alguma ociosidade, com PIB abaixo do potencial), enquanto existia a expectativa no mercado de que as autoridades alterassem sua projeção para algo mais próximo de 0.

Combinadas, as projeções de prazo mais longo e a manutenção da hipótese de hiato reforçam a mensagem de juros parados por período bastante longo, uma vez que a projeção de inflação não está na meta em nenhum horizonte, e que o BCB ainda pode ter que revisar seu cenário em uma direção mais inflacionária, atualizando suas hipóteses para o grau de aquecimento da economia.

Em relação à atividade econômica, a estimativa de crescimento do PIB para 2025 passou de 1,9% para 2,1% impulsionada por revisões altistas, do lado da oferta, na agropecuária e serviços, e, do lado da demanda, por

<sup>1</sup> Com a edição do Decreto 12.709/2024, a partir de janeiro de 2025, a meta se refere à inflação acumulada em doze meses, apurada mês a mês, também conhecida como "meta contínua". O tamanho do horizonte de projeções foi fixado em dez trimestres.

investimento e consumo – este último em decorrência de um mercado de trabalho aquecido e das expectativas de um impulso adicional decorrente das mudanças no crédito consignado. Apesar da revisão, as autoridades reforçaram que permanece a perspectiva de desaceleração da atividade econômica ao longo do restante do ano.

A projeção de crescimento do saldo de crédito para 2025 também foi revisada para cima, de 7,7% para 8,5%, em linha com resultados recentes mais fortes que o antecipado.

Por fim, nas contas externas, houve pouca mudança em relação ao relatório anterior, com déficit ligeiramente menor na conta corrente para 2025 (de USD -62 bi para USD -58 bi), devido a alterações nas projeções das contas de serviços e de renda primária.

Projeções de crescimento do PIB (acumulado no ano)				
	Setembro	Dezembro	Março	Junho
	2025	2025	2025	2025
<b>PIB a preços de mercado</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,1%</b>
Agropecuária	2,0%	4,0%	6,5%	8,0%
Indústria	2,4%	2,4%	2,2%	1,9%
Serviços	1,9%	1,9%	1,5%	1,8%
Consumo das famílias	2,2%	2,4%	1,5%	2,1%
Consumo do governo	2,0%	1,6%	1,6%	1,2%
Formação bruta de capital fixo	2,0%	2,9%	2,0%	2,8%
Exportação	2,5%	2,5%	4,0%	3,5%
Importação	2,5%	2,5%	4,0%	3,5%

Fonte: Banco Central.

Projeções para saldo de crédito (var. 12 meses)				
	Setembro	Dezembro	Março	Junho
	2025	2025	2025	2025
<b>Total</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,5%</b>
Livres	10,2%	9,6%	7,9%	8,3%
PF	11,0%	10,0%	8,5%	10,0%
PJ	9,0%	9,0%	7,0%	6,0%
Direcionados	10,5%	9,7%	7,5%	8,8%
PF	10,5%	10,0%	7,5%	8,5%
PJ	10,5%	9,0%	7,5%	9,5%
Total PF	10,8%	10,0%	8,0%	9,3%
Total PJ	9,5%	9,0%	7,2%	7,3%

Fonte: Banco Central.

Projeções de contas externas (US\$ bilhões)				
	Setembro	Dezembro	Março	Junho
	2025	2025	2025	2025
<b>Transações correntes</b>	<b>-60</b>	<b>-58</b>	<b>-62</b>	<b>-58</b>
Balança comercial	64	65	61	60
Exportações	341	338	343	340
Importações	277	274	282	280
Serviços	-49	-49	-52	-50
Renda primária	-75	-75	-72	-70
Investimentos - passivos	85	85	80	75

Fonte: Banco Central.

## Resumo dos boxes

Destacamos abaixo os resumos dos boxes apresentados no RI, com links para os relatórios completos.

### Atualização das medidas de hiato do produto no Brasil

Estudo completo [aqui](#).

- O hiato do produto, definido como a diferença entre o produto efetivo e o produto potencial, é uma variável fundamental para a condução da política monetária, mas sua mensuração envolve elevada incerteza. Um hiato acima de 0 indica economia sobreaquecendo, enquanto hiato abaixo de 0 significa existência de capacidade ociosa.
- O box mostra que, para o primeiro trimestre de 2025, todas as estimativas indicam um hiato positivo, com média de 1,4% e mediana de 1,2% - e intervalo de 0,14% a 5,03%. O estudo não traz estimativas para 2026, quando a hipótese de hiato, mencionada acima, encontra-se em -0.8%.

### Determinantes do prêmio de risco nas taxas nominais brasileiras

Estudo completo [aqui](#).

- Neste box, o BC investiga os determinantes do prêmio de risco nas taxas de juros nominais brasileiras. Em estudo anterior, o BC identificou que as taxas de juros nominais de longo prazo podem ser decompostas em dois componentes principais: expectativa das taxas de juros futuras e o prêmio de risco. Neste estudo, analisam-se os determinantes do segundo fator. A análise revela que os prêmios de risco variam ao longo do tempo e que grande parte da volatilidade das taxas de juros de prazos mais longos decorre de variações nesses prêmios, e não apenas de mudanças nas expectativas sobre a trajetória da taxa Selic. Os resultados mostraram que o prêmio de risco é influenciado por fatores domésticos, como o próprio nível das taxas de juros, expectativas de inflação e dívida pública, além de fatores externos, como juros americanos, dólar e volatilidade dos mercados.
- A decomposição temporal do prêmio de risco mostra o fator fiscal ganha relevância a partir de 2016, enquanto o fator externo apresenta maior volatilidade, com picos durante crises financeiras e períodos de instabilidade global.

## Aberturas setoriais do IBC-Br

Estudo completo [aqui](#)

- O boxe apresenta a nova divulgação, iniciada em abril de 2025, das aberturas setoriais do indicador de atividade IBC-Br, com séries mensais para Agropecuária, Indústria, Serviços, Impostos e uma medida ex-Agropecuária.
- O objetivo é ampliar a transparência e a utilidade do IBC-Br como indicador antecedente da atividade econômica, permitindo comparações mais detalhadas com as Contas Nacionais Trimestrais (CNT).
- O boxe conclui que o IBC-Br e suas novas aberturas contribuem para o monitoramento tempestivo da atividade econômica, sendo úteis à formulação da política monetária.

## Comércio bilateral do Brasil com EUA e China

Estudo completo [aqui](#)

- O boxe analisa o comércio do Brasil com EUA e China, destacando o forte aumento das importações da China, com queda de preços, em contraste com outras origens. As exportações brasileiras para a China concentram-se em commodities, enquanto para os EUA são mais diversificadas.
- A China superou os EUA como principal origem de produtos de alta e média/alta tecnologia importados pelo Brasil. Entre 2019 e 2024, os preços dos produtos chineses caíram 11%, enquanto os de outras origens subiram 24%. Brasil e EUA disputam o mercado chinês em soja, petróleo, carne bovina e algodão. Em 2024, o Brasil exportou US\$59 bilhões desses itens para a China, contra US\$21 bilhões dos EUA.
- O boxe relembra que, na disputa comercial entre China e EUA em 2018, o Brasil foi beneficiado pelo aumento nas exportações de soja e pelo prêmio de preço do produto brasileiro. No cenário atual, embora haja potencial de ganho com nova rodada de tarifas, a sobreposição entre os produtos exportados por China e Brasil para os EUA é pequena, limitando possíveis ganhos macroeconômicos para o Brasil.

## Atualização do modelo para projeção de médio prazo dos preços administrados

Estudo completo [aqui](#)

- O boxe apresenta a nova versão do modelo do BCB para projeção de preços administrados, que representam cerca de 25% do IPCA. O modelo cobre 24 itens com equações calibradas conforme regras regulatórias e integra os modelos semiestruturais usados nas projeções de inflação. As principais atualizações incluem ajustes de sazonalidade, simplificação de equações e maior aderência às regras atuais, como nos casos de energia elétrica, combustíveis e medicamentos.
- O modelo considera choques em câmbio, petróleo, preços livres e no Índice de Valor das Despesas Assistenciais (IVDA). Um choque de 10% no câmbio eleva os administrados em até 1,8 p.p.; no petróleo, até 1,3 p.p.; um choque na inflação de preços livres também afeta os preços administrados, de forma indireta via indexação à inflação passada, com resposta mais lenta e persistente. Já um choque de 1 p.p. no IVDA eleva os planos de saúde em 0,8 p.p., com impacto máximo de 0,04 p.p. no IPCA.

## Decomposição da inflação pela ótica do modelo Samba – 2022-2024

Estudo completo [aqui](#)

- O boxe analisa a inflação entre 2022 e 2024 com base no modelo Samba. Inicialmente, choques de oferta e de markups de preços explicam as surpresas inflacionárias ou desinflacionárias até meados de 2023. A partir daí, os choques de demanda ganham predominância e tornam-se o principal fator inflacionário.
- Em outra decomposição (“dupla”) destaca-se o papel crescente das expectativas de inflação na persistência do desvio em relação à meta, especialmente em 2024. O mercado de trabalho teve efeito desinflacionário em 2023, mas perdeu força com a retomada dos salários. Variáveis externas e demanda doméstica também reduziram sua contribuição negativa ao longo do período.
- Conclui-se que as surpresas inflacionárias entre 2022 e 2023 foram majoritariamente associadas a choques de custos exógenos e pouco persistentes (markups). A partir do segundo semestre de 2023, a inflação passou a ser sustentada por choques de demanda e expectativas desancoradas, explicando sua persistência 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 e 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.