Esquenta do Copom

Sem surpresas ou sinais

Caio Megale
Economista-chefe

Rodolfo Margato
Economista

Alexandre Maluf
Economista

Destaques

- O fluxo de notícias e dados econômicos desde a última reunião do Copom foi majoritariamente favorável para as perspectivas de inflação. No cenário global, preços do petróleo um pouco mais baixos – em que pese a elevada volatilidade recentemente – e leituras de inflação mais benignas nas economias avançadas. No cenário doméstico, alguma moderação na atividade, inflação corrente abaixo das projeções e fundamentos sólidos para a taxa de câmbio;

- As projeções de inflação do Copom devem ficar estáveis no médio prazo. Acreditamos que a expectativa para o IPCA no 1º trimestre de 2028 – o atual horizonte relevante de política monetária – permanecerá em 3,2%;

- Prevemos mais um corte de 0,25 p.p. na taxa Selic, para 14,00%. O comunicado pós-reunião será neutro, em nossa opinião. O Copom tende a evitar uma sinalização clara sobre os próximos passos de política monetária;

- Nosso cenário considera uma pausa no ciclo de calibração de juros após a redução desta semana. Isto posto, reconhecemos que, se houver sinais de "ressaca" na atividade doméstica e surpresas baixistas adicionais com a inflação corrente, o Copom pode estender o ciclo de cortes de juros pelas reuniões seguintes;

- Projetamos que o Copom fará um ajuste monetário mais expressivo no próximo ano, condicionado ao avanço de reformas fiscais que coloquem as contas públicas em uma trajetória mais sustentável. A atividade econômica deve desacelerar mais claramente no ano que vem, gerando ociosidade nos fatores de produção. Nesse cenário, vemos a taxa Selic em 11,50% ao final de 2027.

Heatmap: Dados favoráveis desde a última reunião do Copom

Os fluxos de notícias e dados econômicos desde a última reunião do Copom foram majoritariamente favoráveis para as perspectivas de inflação.

No cenário global, preços do petróleo um pouco mais baixos (em que pese a elevada volatilidade nas últimas semanas) e inflação ao consumidor mais benigna nas economias avançadas. As cotações do petróleo vêm reagindo fortemente às tensões geopolíticas no Oriente Médio. Quando a guerra parecia ter terminado, os preços recuaram mais do que o mercado esperava, para cerca de 70 dólares por barril — sinalizando um cenário potencialmente benigno caso (e quando) o conflito realmente termine. Hoje, o preço da commodity está um pouco acima de 80 dólares, após superar 100 dólares duas semanas atrás. Ademais, dados recentes de inflação ao consumidor vieram abaixo das expectativas nos Estados Unidos e em alguns países europeus, reduzindo a pressão sobre os bancos centrais para elevar as taxas de juros no curto prazo.

No cenário doméstico, alguma moderação na atividade e inflação corrente bem abaixo das projeções. Dados de alta-frequência da atividade doméstica, como vendas no varejo, receitas de serviços e produção industrial, arrefeceram em maio, sugerindo certa acomodação no PIB do 2º trimestre. Os dados do mercado de trabalho também apontaram para certa desaceleração tanto na geração de empregos quanto no crescimento dos salários, embora as condições gerais permaneçam sólidas. O destaque, no entanto, ficou por conta da inflação. As leituras do IPCA de junho e do IPCA-15 de julho vieram bem abaixo das expectativas de mercado, tanto no índice cheio quanto nas medidas de núcleo — sugerindo desinflação mais disseminada. Esses números são voláteis, de modo que é cedo para cravar que estamos diante de uma reversão de tendência frente aos dados desfavoráveis do primeiro semestre. Trata-se, porém, de um sinal encorajador.

Fundamentos sólidos para a taxa de câmbio. Os dados do balanço de pagamentos seguem robustos, com superávit comercial expressivo e influxos de Investimento Direto no País (IDP) se aproximando das máximas históricas. Isso confere suporte ao real daqui para frente, mesmo diante das incertezas fiscais e políticas no ambiente doméstico. A moeda brasileira tem apresentado desempenho superior ao de seus pares emergentes desde o início do ano.



Hawk-Dove Heatmap*

Variavéis	set-25	nov-25	dez-26	fev-26	mar-26	abr-26	jun-26	ago-26	Comentário
Taxa de Câmbio (R$/US$) **	5,42	5,38	5,36	5,35	5,22	4,99	5,10	5,09	Estável ante a última reunião
Juro real ex-ante (%)	9,5	9,6	9,3	9,3	9,2	9,3	10,0	9,6	Significativamente contracionista
PIB 2026 (%, Focus)	1,80	1,78	1,80	1,80	1,83	1,85	1,96	1,99	Crescimento ainda firme este ano...
PIB 2027 (%, Focus)	1,90	1,88	1,83	1,80	1,80	1,80	1,70	1,57	...porém mais fraco no ano que vem
Hiato do Produto	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	Fatores de produção seguem apertados
NUCI - Indústria (%, dessaz.)	82,6	81,9	79,7	79,6	81,6	82,4	82,8	82,9	Acima da média histórica
Taxa de desemprego (%, mensalizado, dessaz., PNAD)	5,6	5,6	5,6	5,2	5,5	5,5	5,5	5,5	Perto das mínimas históricas
IPCA acc. 12m (%)	5,1	5,2	4,7	4,3	3,8	4,1	4,7	4,6	Alívio significativo na margem. Nova tendência ou apenas volatilidade?
Núcleo IPCA mm3m anualizada (%)	4,5	4,4	3,3	3,8	4,3	4,7	5,4	4,9	Alívio significativo na margem. Nova tendência ou apenas volatilidade?
IPA-M m/m (%)	0,43	-0,59	0,27	0,34	-1,18	2,73	0,91	-1,74	Dissipação parcial dos efeitos da guerra
IPCA 2026 (Focus, %)	4,30	4,20	4,16	4,00	4,10	4,86	5,30	5,03	Em queda, após surpresas baixistas
IPCA 2027 (Focus, %)	3,90	3,80	3,80	3,80	3,80	4,00	4,10	4,22	Acima da meta, com leve tendência de alta
CDS (bps) - 5 anos	132,5	138,5	136,2	131,0	131,9	124,0	124,7	124,6	Segue em patamar baixo
Treasury 10y (%)	4,1	4,1	4,1	4,3	4,2	4,3	4,5	4,7	Pressionado por petróleo e desequilíbrio fiscal
Brent US$ (primeiro futuro)**	67,1	65,2	63,0	64,7	90,1	98,5	93,3	91,4	Permanece em nível elevado, com grande volatilidade recentemente
CRY Index (Índice de Commodities)	303,6	302,3	299,6	317,6	364,4	381,8	368,9	385,1	Subiu este ano, sobretudo pela alta do petróleo
Reservatórios SE/CO (%)	54,3	45,0	41,6	43,3	59,2	67,2	65,6	63,2	Recuperação recentemente

*A definição das tonalidades leva em conta a evolução histórica do indicador e um componente de julgamento da equipe XP Macro.

** Taxa de câmbio e petróleo - cotação média dos últimos dez dias úteis.

Modelo do Banco Central: Projeções de inflação estáveis no médio prazo

Na última reunião do Copom, realizada em junho, a projeção de inflação no cenário de referência ficou em 5,2% para o final de 2026. Para o final de 2027, o horizonte relevante de política monetária da última reunião, a projeção subiu de 3,5% para 3,7%. Além disso, de acordo com o último Relatório de Política Monetária, **a projeção para o 1º trimestre de 2028, o atual horizonte relevante, ficou em 3,2%.**

Desde então, as variáveis incluídas no modelo de inflação do Banco Central (BCB) trouxeram sinais mistos. Por um lado, a **inflação corrente** surpreendeu para baixo. O IPCA registrou alta de 0,16% em junho,

consideravelmente aquém da projeção da autoridade monetária (0,32%). Além disso, o IPCA-15 de julho (prévia da inflação mensal) veio muito abaixo das estimativas de mercado e, possivelmente, do BCB (0,06%).

Por outro lado, as **expectativas inflacionárias** mostraram alívio para este ano, mas continuaram em trajetória de alta para os próximos períodos. Conforme divulgado pelo Boletim Focus, a mediana para o final de 2026 cedeu de 5,30% para 5,03%. Para o final de 2027, houve elevação de 4,10% para 4,22%. Por fim, para o 1º trimestre de 2028, o atual horizonte relevante da política monetária, as expectativas avançaram de 3,96% para 4,07%. Ademais, em média, os **preços das commodities** – com base no IC-Br do Banco Central – aumentaram moderadamente entre as reuniões do Copom.

Em relação às outras variáveis importantes do modelo de inflação, não observamos efeitos relevantes. A cotação de referência da **taxa de câmbio** (média dos últimos 10 dias úteis) continuou em R$/US$ 5,10. Em relação à inflação de **bens administrados**, assumimos que as projeções serão mantidas para todos os horizontes: 4,9% em 2026, 3,9% em 2027 e 3,5% no 1º trimestre de 2028. Além disso, a mediana das expectativas de **taxa Selic** (do Boletim Focus) seguiu em 13,75% para o final de 2026 e 12,00% para o final de 2027, enquanto a mediana para o 1º trimestre de 2028 subiu de 11,50% para 11,75%. Por fim, o Copom não deve alterar suas estimativas para o **hiato do PIB**.

Projeções do Copom estáveis no médio prazo. Acreditamos que a previsão para o IPCA de 2026 recuará de 5,2% para 4,9%, devido especialmente à incorporação de surpresas baixistas com a inflação corrente. Para 2027, antevemos estabilidade em 3,7%. **Para o 1º trimestre de 2028, o atual horizonte relevante da política monetária, a projeção deve permanecer em 3,2%.** *Veja a tabela abaixo para detalhes.*

Banco Central do Brasil: Cenário de Referência

	2026			2027			1T28		
	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA total	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA total	Último RPM	Este Copom	Impacto no IPCA total
Preços livres (I)	**5,3**	**5,0**	**-0,3**	**3,7**	**3,7**	**0,0**	**3,2**	**3,1**	**0,0**
Câmbio	5,10	5,10	0,0	-	-	0,0	-	-	0,0
Índice de commodities **	410,8	420,3	0,1	-	-	0,0	-	-	0,0
Selic (fim do período) *	13,75	13,75	0,0	12,00	12,00	0,0	11,50	11,75	0,0
Expectativas de inflação *	5,30	5,03	0,0	4,10	4,22	0,1	3,96	4,07	0,1
Surpresa corrente/Inércia	-	-	-0,3	-	-	-0,1			0,0
Hiato (fim do período)	-	-	0,0	-	-	0,0	-	-	0,0
Preços administrados (II)	**4,7**	**4,7**	**0,0**	**3,9**	**3,9**	**0,0**	**3,5**	**3,5**	**0,0**
IPCA (I + II)	**5,2**	**4,9**	**-0,27**	**3,7**	**3,7**	**0,02**	**3,2**	**3,2**	**0,03**

* Boletim Focus - período de referência: 31-jul-26

** Leva em consideração os pesos dos componentes do CRB na inflação brasileira

Decisão e comunicação: Corte de 0,25 p.p. sem emoção

O Copom deve cortar a taxa Selic em 0,25 p.p. nesta semana, para 14,00%, conforme amplamente esperado pelos participantes de mercado. Como descrito na primeira seção deste relatório, o fluxo de notícias e dados econômicos desde a última reunião do Copom foi mais favorável para as perspectivas de inflação, permitindo ao Comitê dar continuidade ao "ciclo de calibração" de juros.

Comunicação neutra. Esperamos um tom neutro no comunicado pós-reunião. Por um lado, os preços do petróleo permanecem voláteis e relativamente elevados, as expectativas de inflação seguem acima da meta, e a taxa de desemprego continua nas mínimas históricas, a despeito de sinais recentes de moderação no mercado de trabalho. Por outro lado, os dados recentes de IPCA e atividade vieram abaixo das projeções, sugerindo que o atual grau de aperto monetário tem sido eficaz em trazer a inflação para baixo. Nesse contexto, acreditamos que o Copom evitará uma sinalização clara sobre os próximos passos, até avaliar para que lado o cenário irá pender antes da decisão de política monetária de setembro.

Uma pausa para avaliação ainda pode ser desejável. Os atuais choques globais de oferta e os choques domésticos de demanda — decorrentes de estímulos fiscais e parafiscais — seguem como riscos para a inflação nos próximos meses. Dados correntes e expectativas continuam acima da meta, mesmo com as leituras benignas recentes, enquanto a economia cresce em torno do seu potencial. As eleições se aproximam, o que pode elevar o prêmio de risco dos ativos financeiros, particularmente a taxa de câmbio. Assim, o Copom pode optar por uma pausa para avaliar os efeitos desses fatores. De fato, a última ata do Copom argumentou que "são mais apropriadas trajetórias (...) que combinem diferentes momentos de pausa e retomada no ciclo de calibração".

Diante disso, **prevemos que o Copom realizará poucas mudanças relevantes no comunicado pós-reunião**, com exceção à supressão de um parágrafo que havia sido redigido especificamente para o período da última decisão de juros.

Uma possível redação para os parágrafos finais do comunicado seria:

> Na avaliação do Comitê, o grau de restrição acumulado pela política monetária permite diferentes trajetórias de taxas de juros compatíveis com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante (1T28). Os modelos de projeção, utilizando essas trajetórias da taxa básica entre seus condicionantes, estão sujeitos a incertezas acima das usuais na conjuntura atual. Essas incertezas se somam ao cenário de choques de oferta, o que fundamenta a graduação, ao menos parcial, de seus efeitos sobre a dinâmica futura de preços.
>
> ~~Nas simulações atuais, a trajetória de política monetária necessária para assegurar a convergência da inflação à meta, no atual horizonte relevante, implicaria que as taxas de inflação projetadas a partir do horizonte relevante vigente na próxima reunião estariam situadas abaixo da meta. Nessas condições, o Comitê avalia que trajetórias alternativas garantindo a convergência da inflação à meta no primeiro trimestre de 2028, o horizonte relevante a partir de sua próxima decisão, são compatíveis com a suavização na variação dos agregados macroeconômicos.~~
>
> O Comitê julgou apropriado, nesse momento, dar sequência ao ciclo de calibração da política monetária, reduzindo a taxa básica de juros para 14,00~~25~~% a.a.
>
> No cenário atual, caracterizado por forte aumento da incerteza, o Comitê reafirma serenidade e cautela na condução da política monetária. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

Nossa visão: Mudança de tendência?

Temos mantido uma visão cautelosa sobre a inflação brasileira ao longo deste ano. Pelo lado da oferta, os preços do petróleo permanecem altos (com enorme volatilidade nas últimas semanas), a forte expansão dos investimentos em Inteligência Artificial (IA) pressiona os custos de componentes tecnológicos, e o fenômeno climático *El Niño* de alta intensidade tende a impulsionar os preços de alimentos no 4º trimestre. Pelo lado da demanda, o governo anunciou recentemente cerca de R$ 200 bilhões em medidas fiscais e parafiscais, adicionando estímulos a uma economia aquecida e operando acima do seu potencial.

Assim, **prevemos que o Copom realizará uma pausa após cortar a taxa Selic em 0,25 p.p. nesta semana**, a fim de evitar que as expectativas de inflação se afastem ainda mais da meta de 3,0%.

No entanto, as leituras recentes do IPCA vieram muito abaixo das expectativas, e a atividade econômica apresenta sinais de acomodação. Acreditamos ser prematuro falar em reversão de tendência, tendo em vista os fundamentos mencionados e a volatilidade dos dados de alta-frequência. Ainda assim, esses resultados não devem ser ignorados. Uma possível explicação é que a política monetária restritiva, o elevado

endividamento das famílias e empresas, e as incertezas políticas estejam pesando sobre a confiança e, consequentemente, a capacidade (ou disposição) das empresas de repassar custos mais elevados.

Em outras palavras, **a "ressaca" econômica que esperávamos para o período pós-eleitoral pode já estar em curso. Sob esse cenário alternativo, o Copom provavelmente estenderia o ciclo de "calibração" pelas reuniões seguintes.**

Ciclo de flexibilização monetária mais intenso em 2027. Prevemos que o Copom fará um ajuste monetário mais expressivo no próximo ano, condicionado ao avanço de reformas fiscais que coloquem as contas públicas em uma trajetória mais sustentável. A atividade econômica deve desacelerar mais claramente no ano que vem, gerando ociosidade nos fatores de produção. **Nesse cenário, projetamos a taxa Selic em 11,50% ao final de 2027.** Essa taxa terminal poderia ser alcançada mais cedo durante o próximo ano no cenário alternativo em que o Copom mantém os cortes de juros ao longo do ano corrente, em vez de pausar em setembro, como consideramos em nosso cenário.

O que esperar da curva de juros após o Copom?

Por Victor Scalet e André Buzzini

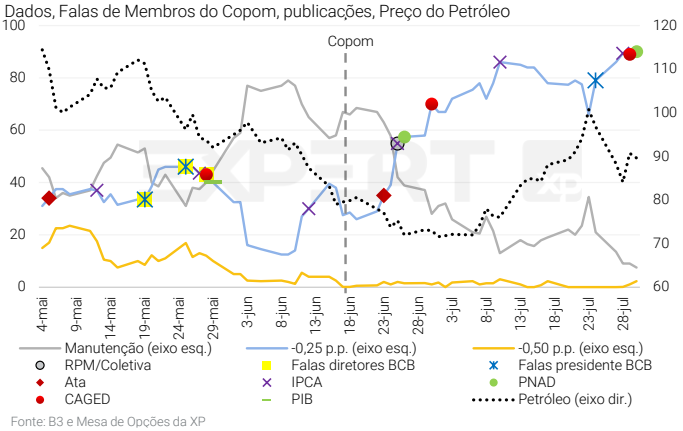
Perto da precificação, corte de 0,25 p.p. tende a impactar pouco os ativos

Surpresas baixistas nos dados econômicos divulgados desde a última reunião do Copom levaram o mercado a precificar corte de juros em agosto. Reduções de 0,25 p.p. em agosto e setembro ganharam probabilidade conforme os dados de inflação, atividade e mercado de trabalho vieram mais fracos do que o esperado pelo mercado, em que pesem os preços mais elevados do petróleo, que contribuíram, em menor magnitude, na direção contrária.

Nas (poucas) falas públicas durante esse ciclo, os membros do Comitê reforçaram a postura dependente de dados, assim como o entendimento de que sinalizações sobre os próximos passos do Banco Central não seriam apropriadas em um momento de alta incerteza como o atual. Se nossa expectativa de poucas mudanças na comunicação se confirmar, **os movimentos na curva de juros e no mercado de opções serão moderados.**

Opções digitais para reunião do Copom de Agosto

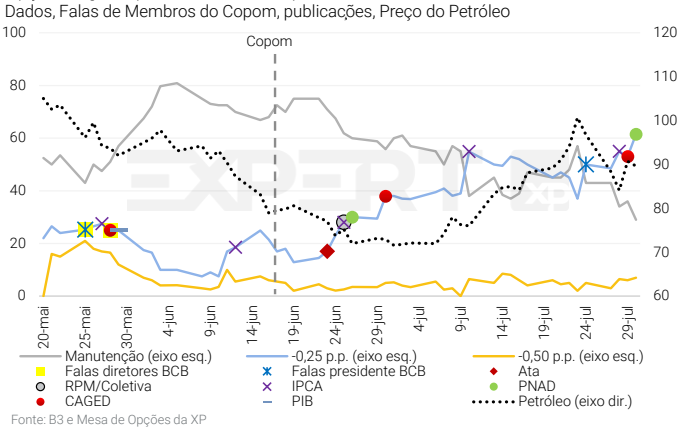
Dados, Falas de Membros do Copom, publicações, Preço do Petróleo



Fonte: B3 e Mesa de Opções da XP

Opções digitais para reunião do Copom de Setembro

Dados, Falas de Membros do Copom, publicações, Preço do Petróleo



Fonte: B3 e Mesa de Opções da XP

XP Macro

Contato: economiaxp@xpi.com.br

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela XP Investimentos CCTVM S.A. (“XP Investimentos”) e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º na Resolução CVM 20/2021. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises políticas, e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra/venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra/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 ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A XP Investimentos 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. As opiniões, estimativas e projeções expressas neste relatório refletem a opinião atual do responsável pelo conteúdo deste relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. A XP Investimentos não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e de informar o leitor. O responsável pela elaboração deste relatório certifica que as opiniões expressas nele refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais, e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação a XP Investimentos. Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos. A XP Investimentos não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710. Para maiores informações sobre produtos, tabelas de custos operacionais e política de cobrança, favor acessar o nosso site: www.xpi.com.br.