

Relatório de Política Monetária: projeções inconsistentes com corte de juros antes de 2026

- ▶ O Relatório de Política Monetária de setembro reforçou o sinal dado na última reunião do Copom, de que os números ainda não fundamentam a discussão de cortes de juros ainda em 2025 (em linha com nosso cenário atual). A estimativa para o hiato do produto foi revisada para cima, como esperado, mas ainda pode sofrer ajuste adicional após aprovação da reforma do imposto de renda.
- ▶ A edição desse trimestre trouxe grande riqueza de estudos, com um mergulho em temas relacionados ao mercado de trabalho – escolha que evidencia a importância atual da dinâmica do desemprego e salários para a evolução da inflação e os próximos passos da política monetária.

Projeções do Banco Central

A tabela abaixo mostra as projeções de inflação divulgadas para o cenário de referência¹

	Projeções de inflação (IPCA) do Banco Central														
	2024		2025				2026				2027				2028
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
IPCA	4,4	4,8	5,5	5,4	5,3	4,8	4,0	4,1	4,0	3,6	3,4	3,4	3,3	3,2	3,1
Diferença RI anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[-0,1]	[-0,1]	[-0,2]	[-0,1]	[0,2]	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,0]	-
Livres	4,1	4,9	5,6	5,4	5,4	5,0	4,3	4,2	4,1	3,5	3,3	3,2	3,2	3,1	3,0
Diferença RI anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[-0,2]	[-0,6]	[-0,2]	[-0,2]	[-0,1]	[0,3]	[0,1]	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,0]	-
Administrados	5,5	4,7	5,1	5,2	5,0	4,3	3,4	3,8	3,7	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	3,4
Diferença RI anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[1,1]	[0,5]	[0,2]	[0,1]	[-0,2]	[-0,3]	[-0,1]	[0,0]	[0,0]	[0,0]	-

*Valores hachurados = projeções.

Fonte: Banco Central

Comparadas às estimativas apresentadas no relatório de junho, houve mudança apenas nas projeções de inflação para o fim de 2025 e início de 2026, com leve recuo. Já os números para o fim de 2026, 1T2027 (horizonte relevante) e fim de 2027 permaneceram inalterados. A projeção para o início de 2028 foi apresentada pela primeira vez, em 3,1%, com distância pequena, mas não nula, com relação ao centro da meta.

O BCB revisou as suas hipóteses de hiato do produto, se aproximando da nossa expectativa para a trajetória do PIB ao longo dos próximos trimestres e confirmando nossa hipótese sobre o que estaria por trás da projeção de inflação estável em 3,4% para 1T27, que foi divulgada na última reunião do Copom e recebida como sinalização dura pelo mercado. Tal mudança foi suficiente para compensar a melhora recentes das expectativas de mercado para a inflação e a apreciação do câmbio, que caso contrário, teriam puxado para baixo as projeções de inflação do comitê. À primeira vista, nos parece que a autoridade incorporou ao seu cenário praticamente todos os fatores que ainda vinha tratando como incertos para a atividade, à exceção da revisão da tabela do imposto de renda que, se aprovada, ainda pode resultar em ajuste adicional nas projeções.

¹ 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.

Ao nosso ver, o conjunto de informações (em especial, a projeção ainda distante da meta do horizonte relevante) reforça a leitura de que há pouco espaço para cortes de juros antes de 2026.

Entrando em maiores detalhes no que diz respeito à atividade econômica, a estimativa de crescimento do PIB para 2025 foi revisada de 2,1% para 2,0%, enquanto a estimativa para 2026 (apresentada pela primeira vez) é de 1,5%. As autoridades mantiveram a expectativa de continuidade da moderação da atividade econômica ao longo do segundo semestre deste ano, tendência que deve se estender para o ano seguinte. A ligeira redução em 2025 decorreu dos efeitos, ainda incertos, do aumento das tarifas de importação pelos EUA, bem como de sinais de moderação da atividade econômica no terceiro trimestre, apenas parcialmente compensados por prognósticos mais favoráveis para a agropecuária e para a indústria extrativa.

Projeções de crescimento do PIB (acumulado no ano)						
	Setembro	Dezembro	Março	Junho	Setembro	
	2025	2025	2025	2025	2025	2026
PIB a preços de mercado	2,0%	2,1%	1,9%	2,1%	2,0%	1,5%
Agropecuária	2,0%	4,0%	6,5%	8,0%	9,0%	1,0%
Indústria	2,4%	2,4%	2,2%	1,9%	1,0%	1,4%
Serviços	1,9%	1,9%	1,5%	1,8%	1,8%	1,5%
Consumo das famílias	2,2%	2,4%	1,5%	2,1%	1,8%	1,4%
Consumo do governo	2,0%	1,6%	1,6%	1,2%	0,5%	1,0%
Formação bruta de capital fixo	2,0%	2,9%	2,0%	2,8%	3,3%	0,3%
Exportação	2,5%	2,5%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%
Importação	2,5%	2,5%	4,0%	3,5%	4,5%	1,0%

Fonte: Banco Central.

A projeção de crescimento do saldo do crédito para 2025 foi ligeiramente revisada para cima, passando de 8,5% para 8,8%, refletindo, em especial, o desempenho acima do esperado do crédito direcionado às empresas. Espera-se que a taxa de crescimento do saldo de crédito diminua para 8,0% em 2026.

Projeções para saldo de crédito (var. 12 meses)						
	Setembro	Dezembro	Março	Junho	Setembro	
	2025	2025	2025	2025	2025	2026
Total	10,3%	9,6%	7,7%	8,5%	8,8%	8,0%
Livres	10,2%	9,6%	7,9%	8,3%	8,4%	7,7%
PF	11,0%	10,0%	8,5%	10,0%	10,5%	8,5%
PJ	9,0%	9,0%	7,0%	6,0%	5,5%	6,5%
Direcionados	10,5%	9,7%	7,5%	8,8%	9,5%	8,3%
PF	10,5%	10,0%	7,5%	8,5%	8,0%	8,0%
PJ	10,5%	9,0%	7,5%	9,5%	12,5%	9,0%
Total PF	10,8%	10,0%	8,0%	9,3%	9,4%	8,3%
Total PJ	9,5%	9,0%	7,2%	7,3%	8,0%	7,4%

Fonte: Banco Central.

Por fim, nas contas externas, espera-se um cenário mais pressionado para as contas externas em 2025 do que no relatório anterior, com aumento do déficit em transações correntes, agora estimado em USD 70 bi, de USD 58 bi anteriormente. Em 2026, um aumento do saldo comercial deve permitir redução do déficit em transações correntes para USD 58 bi.

Projeções de contas externas (US\$ bilhões)						
	Setembro	Dezembro	Março	Junho	Setembro	
	2025	2025	2025	2025	2025	2026
Transações correntes	-60	-58	-62	-58	-70	-58
Balança comercial	64	65	61	60	54	61
Exportações	341	338	343	340	338	345
Importações	277	274	282	280	285	284
Serviços	-49	-49	-52	-50	-53	-51
Renda primária	-75	-75	-72	-70	-73	-72
Investimentos - passivos	85	85	80	75	85	75

Fonte: Banco Central.

Resumo dos boxes

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

Efeitos do trabalho por aplicativos no mercado de trabalho

Estudo completo [aqui](#).

- O boxe analisa o impacto da expansão das plataformas digitais de transporte de passageiros e entrega de mercadorias sobre o mercado de trabalho brasileiro. Entre 2015 e 2025, o número de trabalhadores por aplicativos cresceu 170%, passando de 770 mil para 2,1 milhões, equivalente a 2,1% da população ocupada.
- Foram estimados dois exercícios para medir os efeitos desse fenômeno sobre o mercado de trabalho brasileiro. Ambos mostraram que o advento das plataformas digitais contribuiu para a elevação do nível de ocupação e da taxa de participação, e redução da taxa de desocupação, representando uma mudança estrutural no mercado de trabalho.
- Os impactos estimados até o segundo trimestre de 2025 foram de +0,8pp/+0,7pp no nível de ocupação, +0,2pp/+0,6pp na taxa de participação e -0,6pp/-0,3pp na taxa de desocupação, considerando os modelos 1 e 2, respectivamente.

Trocas de emprego e prêmio salarial

Estudo completo [aqui](#).

- O boxe apresenta indicadores complementares que corroboram a avaliação de mercado de trabalho aquecido no Brasil, com destaque para a mobilidade dos trabalhadores e o prêmio salarial associado à troca de ocupação. O objetivo do estudo foi analisar o dinamismo do mercado por meio do tempo médio de recolocação, taxas de troca de ocupação e rotatividade, além do prêmio salarial pela mudança de emprego, utilizando dados da PNAD Contínua e do Caged.
- A análise mostra que o tempo médio para encontrar uma nova ocupação está em patamar historicamente baixo, inferior a 10 meses em 2025, refletindo alta mobilidade e baixa ociosidade no mercado de trabalho. As taxas de troca de ocupação e de rotatividade atingiram níveis elevados, indicando maior concorrência por trabalhadores e mais oportunidades de movimentação. O prêmio salarial pela troca de ocupação, segundo a PNAD Contínua, está em nível historicamente alto (4% a 5% em 2024 e 2025), enquanto os dados do Caged apontam queda desse prêmio nos últimos três anos, especialmente entre desligamentos voluntários, com tendência disseminada por escolaridade e faixa etária.
- Em síntese, o dinamismo do mercado de trabalho se reflete em indicadores de mobilidade e tempo de recolocação, enquanto a evolução do prêmio salarial diverge conforme a fonte de dados utilizada. Os resultados reforçam o cenário de mercado aquecido, mas sugerem cautela na análise do prêmio salarial, dada a diferença entre as bases PNAD e Caged.

Tendência da inflação salarial por setores e faixas etárias

Estudo completo [aqui](#)

- O boxe apresenta uma nova medida de tendência da inflação salarial no setor formal brasileiro, construída a partir da variação dos salários nominais de admissão e desligamento do Caged, segmentados por setor de atividade econômica e faixa etária. O objetivo é captar os componentes persistentes e transitórios do crescimento salarial, utilizando modelo de fatores dinâmicos com parâmetros variantes no tempo.
- A análise mostra que fatores macroeconômicos comuns exercem forte influência sobre a tendência salarial agregada, evidenciada pela alta correlação entre setores e faixas etárias. Destaca-se o papel do setor de serviços na desaceleração dos salários desde meados de 2024, enquanto o comércio também contribuiu para a queda, especialmente nos salários de desligamento. Indústria e construção mantiveram participação estável, e a agricultura teve impacto mais limitado.
- No recorte por faixa etária, trabalhadores até 50 anos concentram a maior parte da tendência agregada, com as faixas intermediárias (25 a 50 anos) sendo as mais afetadas na queda recente dos salários de admissão. Nos desligamentos, a desaceleração foi liderada pelas faixas acima de 35 anos.

Impacto da educação e da demografia em indicadores do mercado de trabalho

Estudo completo [aqui](#).

- O boxe avalia os impactos no mercado de trabalho a partir da evolução da escolaridade e das mudanças na composição demográfica da população em idade de trabalhar (PIT). O estudo apresenta cenários contrafactuais, mantendo constantes a estrutura da PIT no primeiro trimestre de 2014 – período de menor taxa de desocupação antes da pandemia.
- A partir disso, concluiu que houve impactos relevantes: a taxa de participação ficou 2,5 pp abaixo da observada no 2º trimestre de 2025, enquanto o nível de ocupação ficou 3,0 pp abaixo. Já a taxa de desocupação teve impacto mais moderado, ficando 0,7 pp acima do atual. A comparação entre as trajetórias dos cenários contrafactuais e os dados realizados indica que, exceto durante a pandemia, as mudanças na composição da PIT contribuíram para elevar tanto a taxa de participação quanto o nível de ocupação desde o início de 2014.

Impacto na taxa de inadimplência decorrente das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros

Estudo completo [aqui](#).

- O estudo avalia os efeitos das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros sobre a taxa de inadimplência. As novas normas, em vigor desde janeiro de 2025, introduziram provisões graduais por perdas esperadas e alteraram os critérios de baixa a prejuízo. Isso resultou em operações inadimplentes permanecendo mais tempo nas carteiras, ampliando o percentual de atrasos acima de 90 dias.
- Estima-se que cerca de 70% do aumento da inadimplência até junho de 2025 decorra da mudança regulatória.

Novo crédito consignado privado

Estudo completo [aqui](#).

- O boxe apresenta as mudanças introduzidas pelo novo modelo de crédito consignado para trabalhadores do setor privado. O novo sistema elimina a necessidade de convênio entre empregadores e bancos, amplia o acesso a milhões de trabalhadores formais, permite uso de plataformas digitais públicas (como eSocial e Carteira de Trabalho Digital) e inclui novos grupos, como rurais, domésticos e autônomos de transporte e entregas.
- Evidências históricas de 2022 mostram que, após a introdução do consignado privado em empresas, houve elevação inicial do endividamento médio e do comprometimento de renda. A substituição de dívidas caras por consignado foi limitada, sugerindo que a expansão tende a elevar o endividamento no curto prazo, ainda que em ritmo mais moderado posteriormente.

- Entre março e julho de 2025, as concessões do novo consignado privado alcançaram R\$13,6 bilhões. As taxas de juros ficaram abaixo das do crédito pessoal não consignado, mas acima das do consignado tradicional. O endividamento agregado aumentou em magnitude próxima às novas concessões.

Pesquisa Firmus – expectativas e percepções das empresas brasileiras

Estudo completo [aqui](#).

- Neste box, o BC analisa as expectativas e percepções das empresas na pesquisa Firmus, além de compará-las às projeções da Focus. A Firmus foi criada recentemente e estava em fase piloto até o 3T25.
- Os resultados indicam que as medianas das expectativas de inflação coletadas pela Firmus acompanham de perto as medianas da Focus. Ao mesmo tempo, a Firmus agrega valor ao fornecer informações adicionais, como os indicadores de sentimento sobre a situação econômica e as expectativas de custos, preços finais e margens, que oferecem insumos distintos e complementares à condução da política monetária. Além disso, a inclusão de questões especiais em algumas rodadas permite captar percepções das empresas sobre temas conjunturais ou choques de interesse.
- No entanto, o box ressalta que as análises devem ser interpretadas com cautela, pois se baseiam em amostra ainda em expansão e com número limitado de rodadas.

Medindo a comunicação de política monetária

Estudo completo [aqui](#).

- O estudo descreve a aplicação de técnicas de machine learning ao conteúdo de publicações oficiais periódicas do BCB. Foram criados dois tipos de indicadores para a análise textual, ambos comparáveis ao longo do tempo. O primeiro indicador procura medir a legibilidade dos textos, ou seja, a facilidade de leitura, e o segundo objetiva mensurar a distribuição dos temas abordados pelas publicações, ou seja, quanto espaço cada tema ocupa nas respectivas publicações do Copom e como essa composição muda ao longo do tempo.

Nota sobre o descumprimento da meta para a inflação

Estudo completo [aqui](#).

- A nota é um instrumento de prestação de contas obrigatório quando há descumprimento da meta de inflação – isto é, quando o IPCA se mantém fora do intervalo de tolerância por seis meses consecutivos. O IPCA tem se mantido acima do limite superior da meta e o BC avalia que esse comportamento deve persistir ao longo de 2025. Entre os fatores que explicam esse desvio estão a atividade econômica surpreendente, a pressão do hiato do produto em terreno positivo, a taxa de câmbio e a inércia inflacionária.
- Para setembro, o modelo do BC avalia que o IPCA deve ficar 2,32 pp acima da meta, sendo 0,69 pp da inércia em doze meses, 0,68 pp de expectativas de inflação, 0,47 pp do hiato do produto, 0,02 da inflação importada, 0,13 pp da bandeira tarifária e 0,32 pp de outros fatores.
- Já para os próximos trimestres, o BC avalia alguma acomodação desses fatores, como efeito da política monetária contracionista além da desaceleração gradual da economia, do câmbio mais apreciado e da reancoragem das expectativas.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba-pt/analises-economicas>



Acesse nossos conteúdos
no seu celular

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.
5. Este relatório pode conter partes geradas com o apoio de ferramentas de inteligência artificial. Todo o conteúdo foi revisado e validado pelos autores com o objetivo de assegurar a precisão e a integridade das informações aqui apresentadas.

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.