

Cenário macro - Brasil



10 de outubro de 2025

Economia desacelera, incertezas permanecem

- ▶ Mantivemos nossas projeções para a taxa de câmbio em R\$/US\$ 5,35 para 2025 e em R\$/US\$ 5,50 para 2026. O Real se beneficia do ambiente de dólar fraco, mas fatores domésticos tendem a limitar avanços adicionais da moeda. Revisamos nossa projeção do déficit em conta corrente para 3,3% do PIB em 2025 (de 3,2% anteriormente) e mantivemos a projeção de 3,1% em 2026.
- ▶ Os dados mais recentes apontam para a continuidade da desaceleração da economia brasileira no terceiro trimestre de 2025. Mantivemos nossas projeções de crescimento do PIB em 2,2% para 2025, com ligeiro viés baixista, e em 1,5% para 2026, com viés de alta. Dados recentes apontam que o mercado de trabalho segue resiliente, mas surgem sinais incipientes de arrefecimento, em linha com nossa expectativa de leve alta da taxa de desemprego nos próximos meses, terminando o ano em 6,2% em 2025 e 6,5% em 2026 – patamares inferiores à taxa neutra, que estimamos em torno de 8,0%.
- ▶ Revisamos nossa projeção para o IPCA de 2025 de 5,0% para 4,7% incorporando as surpresas das últimas divulgações, com a principal contribuição vindo do grupo de alimentação no restante do ano. Para 2026, revisamos para 4,3% (de 4,4%), incorporando a inércia menor.
- ▶ Mantivemos a nossa projeção de resultado primário em -0,6% em 2025 e revisamos para -0,8% em 2026 (ante -1,0%). Com a aprovação da reforma da renda na Câmara dos Deputados em termos semelhantes aos enviados pelo governo, passamos a incorporar uma compensação total (anteriormente apenas parcial) da isenção de imposto de renda. Entretanto, o desafio para cumprimento limite inferior da meta em 2026 segue elevado (cerca de 0,4% do PIB).
- ▶ O Copom tem reafirmado o compromisso de manter juros elevados por bastante tempo a fim de garantir a convergência da inflação à meta. Apesar de sinais ambíguos de desaceleração da atividade e queda da inflação, o mercado de trabalho segue resiliente e as expectativas permanecem substancialmente acima da meta. Mantemos a projeção de início do ciclo de flexibilização no 1T26, levando a taxa Selic para 12,75% a.a. em 2026.

Real: ajudado pelo externo, mas fundamentos locais podem pesar à frente

Mantivemos nossas projeções para a taxa de câmbio em R\$/US\$ 5,35 para 2025 e em R\$/US\$ 5,50 para 2026. No curto prazo, o Real segue apoiado pelos cortes de juros do Federal Reserve e pela expectativa de manutenção do dólar em patamar mais fraco do que o observado nos últimos anos. Os fundamentos domésticos, no entanto, podem limitar um cenário ainda mais benigno, já que o diferencial de juros tende a diminuir quando o Banco Central começar a cortar a taxa Selic, o prêmio de risco tende a ficar mais pressionado, dada a trajetória da dívida pública, e o desempenho das contas externas deve permanecer fraco.

Revisamos nossa projeção de déficit em conta corrente para 3,3% do PIB em 2025 (de 3,2% anteriormente) e mantivemos a nossa projeção de 3,1% em 2026. A piora na projeção de curto prazo reflete a última revisão da série de Rendas, que ampliou as despesas com Lucros e Dividendos em 2024 e 2025, além do aumento do passivo externo líquido que remunera esses fluxos, refletindo a apreciação do Real observada neste ano.

Atividade: dados mostram desaceleração no 3T25

Os dados mais recentes indicam continuidade do processo de desaceleração da economia no 3T25. Apesar de leve melhora no setor de serviços em agosto, nosso indicador diário de atividade (IDAT-Atividade) sinaliza nova contração nos gastos de bens e serviços em setembro.

Para o 3T25, mantemos estimativa de alta de 0,3% na comparação trimestral (com ajuste sazonal) e de 1,9% na variação interanual. Essa projeção considera o impulso temporário ao consumo decorrente do pagamento de precatórios liberados no fim de julho e início de agosto, com efeitos mais evidentes em agosto e, sobretudo, em setembro, em linha com nossos dados internos¹.

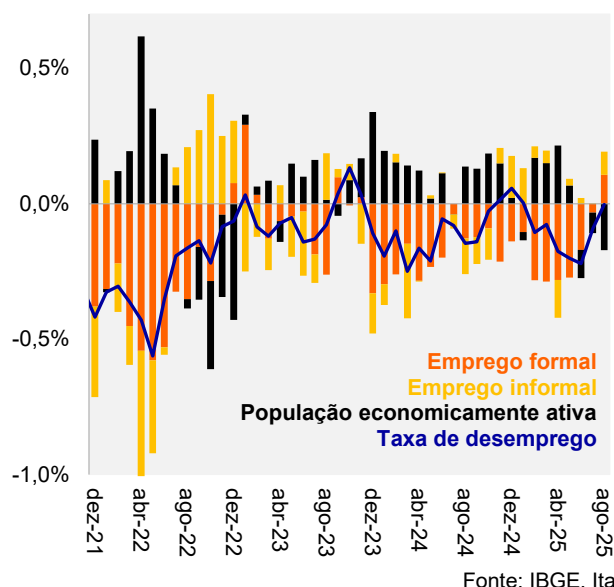
Diante desse quadro, mantivemos a projeção de crescimento do PIB em 2,2% para 2025, com leve viés de baixa, refletindo incertezas no mercado de crédito. As concessões de crédito consignado para aposentados do INSS vêm se recuperando de forma mais lenta do que o esperado após a exigência de autenticação biométrica. Caso o volume de concessões não retorne aos patamares anteriores, estimamos impacto de -0.1pp do PIB este ano. No balanço de riscos, destacamos também os efeitos das mudanças do IOF, até o momento mais concentrados em linhas de curto prazo, com possibilidade de transbordamento para prazos médios, o que pode afetar adicionalmente a atividade.

Para 2026, mantivemos a projeção de crescimento de 1,5%, com a preservação do padrão sazonal observado nos últimos anos: maior dinamismo no primeiro semestre, seguido de desaceleração na segunda metade do ano. O balanço de riscos segue com viés de alta, à luz da possível adoção de medidas fiscais e para fiscais de caráter contracíclico, capazes de mitigar eventual arrefecimento da atividade ao longo do período.

Por fim, os indicadores mais recentes sugerem um mercado de trabalho ainda resiliente, porém com sinais incipientes de arrefecimento, em linha com nossa expectativa de leve alta da taxa de desemprego nos próximos meses. O Caged de agosto registrou criação de 48 mil vagas, desacelerando em relação aos meses anteriores (pouco acima de 100 mil) e abaixo do nível neutro estimado em 60 mil, compatível com uma taxa de desemprego estável. A taxa de desemprego permanece em patamar historicamente baixo — 5,7% com ajuste sazonal na leitura de agosto —, mas, diferentemente das divulgações anteriores, essa estabilidade foi sustentada pela queda da taxa de participação, uma vez que tanto o emprego formal quanto o informal recuaram no mês. O emprego formal, inclusive, caiu pela primeira vez desde

setembro de 2023. O nosso IDAT – Mercado de Trabalho de setembro, por sua vez, apontou leve desaceleração dos salários e da população ocupada na média móvel de três meses, em todos os setores. Mantivemos nossa projeção para a taxa de desemprego em 6,2% em 2025 e 6,5% em 2026.

Decomposição da variação do desemprego



Inflação: revisão baixista

Reduzimos novamente nossa projeção para a inflação medida pelo IPCA em 2025, de 5,0% para 4,7%. Incorporamos as surpresas das divulgações recentes, com principal contribuição vindo da revisão de curto prazo do grupo alimentação.

Para 2025, avaliamos que os riscos para a inflação estão assimétricos para baixo. Os preços de alimentos podem ficar menos pressionados, seja por uma reversão mais lenta do ciclo pecuário ou por preços de itens in natura. Além disso, uma moeda mais apreciada e a queda do preço do petróleo aumentam a chance de cortes de preços da gasolina na refinaria. Por outro lado, a menor incidência de chuvas aumenta a chance de acionamento da bandeira tarifária amarela no fim do ano, o que pode elevar os custos de energia elétrica.

¹ Para mais detalhes ver:

https://macroattachment.cloud.itaubr.com.br/attachments/101c3d39-e63d-4b92-b71a-5afd890c2f58/02102025_MACRO_VISAO_Precatorios.pdf

Para 2026, revisamos para 4,3% (de 4,4%), incorporando uma inércia menor. A apreciação cambial observada neste ano deve ser repassada com defasagem aos preços de bens industriais, mas a expectativa de uma moeda mais depreciada ao longo de 2026 tende a neutralizar esse efeito, limitando um alívio mais duradouro sobre a inflação. O balanço de riscos é simétrico: de um lado, o mercado de trabalho aquecido continua sendo o principal vetor de pressão altista sobre o IPCA; de outro, um câmbio mais apreciado do que o projetado teria efeito baixista sobre a inflação de bens comercializáveis.

Fiscal: melhora de primário com perspectiva de compensação total para isenção de IR

Mantivemos a nossa projeção de resultado primário em -0,6% do PIB em 2025. Os dados correntes mostram a arrecadação ainda em patamar elevado, com fatores não recorrentes compensando a desaceleração de receitas tributárias, enquanto as despesas aceleraram nos últimos meses. Para o ano, continuamos a ver o governo próximo de cumprir o limite inferior da meta de -0,6% do PIB (considerando abatimentos e a banda inferior da meta oficial de 0%).

Para 2026, revisamos a nossa projeção de resultado primário de -1,0% para -0,8% do PIB. Com a aprovação da reforma da renda na Câmara dos Deputados em termos semelhantes aos enviados pelo governo, passamos a incorporar uma compensação total (anteriormente apenas parcial) da isenção de imposto de renda. Apesar da melhora, o desafio para cumprimento do limite inferior da meta (-0,4% do PIB, considerando abatimentos e a banda inferior da meta de 0,25%) segue elevado, bastante dependente de receitas incertas ou extraordinárias. À frente, o principal risco é a implementação de iniciativas que alterem, contornem, ou desfigurem, explicitamente ou implicitamente, as regras fiscais, acomodando ritmos mais elevados de crescimento das despesas primárias e/ou maiores renúncias de receita. Avaliamos que medidas de caráter estrutural enfrentando a rigidez e o crescimento elevado de despesas obrigatórias trariam maior credibilidade ao ajuste fiscal necessário para sustentabilidade da dívida pública.

Política monetária: perseverança, firmeza e serenidade

O Copom segue reafirmando o compromisso de manter a taxa de juros em patamar elevado por bastante tempo, a fim de assegurar a convergência da inflação à meta no horizonte relevante. Nas suas comunicações recentes (ata da reunião de setembro e Relatório de Política Monetária do 3º trimestre), o Banco Central apresentou projeções de inflação que se situam acima da meta até 1T28 e, portanto, não fundamentam a discussão de cortes de juros ainda em 2025. A estimativa para o hiato do produto foi mais uma vez revisada para cima, e ainda deve sofrer ajuste adicional após a aprovação da reforma do imposto de renda.

Já é possível observar alguns sinais do impacto da política monetária na economia, mas, com dados ainda ambíguos, cautela e perseverança na estratégia de política monetária são fundamentais. O câmbio apreciou, ajudado pelo cenário externo, mas também sustentado por um diferencial de juros elevado. O PIB do 2T25 e os indicadores de atividade do 3T25 reforçam a leitura de desaceleração gradual da atividade, ainda que sinais permaneçam divergentes, com mercado de trabalho ainda resiliente. A inflação corrente recuou, mas as expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus seguem substancialmente acima da meta para diferentes prazos.

Mantemos nossa expectativa de início do ciclo de cortes em janeiro de 2026, com uma primeira redução de 0,25pp, levando a Selic para 12,75% a.a. ao longo do ano. O modelo do Banco Central deve mostrar inflação mais perto da meta, no horizonte relevante, na reunião de janeiro, permitindo início de uma flexibilização monetária gradual – isto é, em ritmo pequeno e com ciclo menor do que (os 275p.b. de corte) esperado hoje pelos agentes de mercado na pesquisa Focus. Há riscos para esse cenário: um crescimento mais forte, que motive nova revisão do hiato do produto, ou um mercado de trabalho que continue surpreendendo por sua resiliência ou mesmo uma postura mais conservadora do BC podem adiar o início dos cortes.

Vale notar que, um ciclo do tamanho esperado atualmente na Pesquisa Focus (com a taxa Selic alcançando 12,25% ainda em 2026) só parece ser possível se houver uma apreciação mais expressiva da moeda.

Brasil | Dados e projeções

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior
Atividade Econômica									
Crescimento real do PIB - %	-3,3	4,8	3,0	3,2	3,4	2,2	2,2	1,5	1,5
PIB nominal - BRL bi	7.610	9.012	10.080	10.943	11.745	12.658	12.663	13.359	13.405
PIB nominal - USD bi	1.475	1.670	1.951	2.192	2.179	2.269	2.266	2.460	2.468
População (milhões de hab.)	209,2	210,1	210,9	211,7	212,6	213,4	213,4	214,2	214,2
PIB per capita - USD	7.050	7.949	9.255	10.356	10.251	10.632	10.616	11.482	11.522
Taxa de Desemprego - média anual	13,5	13,5	9,5	8,0	6,9	6,1	6,1	6,4	6,4
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	14,7	11,6	8,4	7,9	6,6	6,2	6,2	6,5	6,5
Inflação									
IPCA - %	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,7	5,0	4,3	4,4
IGP-M - %	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	1,1	2,0	3,4	3,5
Taxa de Juros									
Selic - final do ano - %	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	15,00	12,75	12,75
Balanco de Pagamentos									
BRL / USD - final de período	5,19	5,57	5,28	4,86	6,18	5,35	5,35	5,50	5,50
BRL / USD - média anual	5,16	5,40	5,17	4,99	5,39	5,58	5,57	5,43	5,43
Balança comercial - USD bi	50	61	62	99	75	65	65	58	58
Conta corrente - % PIB	-1,6	-2,4	-2,2	-1,2	-3,0	-3,3	-3,2	-3,1	-3,1
Investimento direto no país - % PIB	3,0	2,8	4,7	2,8	3,2	3,7	3,8	3,7	3,7
Reservas internacionais - USD bi	356	362	325	355	330	330	330	330	330
Finanças Públicas									
Resultado primário - % do PIB	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,8	-1,0
Resultado nominal - % do PIB	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,7	-8,8	-9,3	-9,5
Dívida bruta - % PIB	86,9	77,3	71,7	73,8	76,5	79,1	79,2	84,4	84,4
Dívida pública líquida - % do PIB	61,4	55,1	56,1	60,4	61,5	67,4	67,4	72,9	72,9
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,2	4,0	3,7	2,9	2,9

Fonte: IBGE, FGV, BCB e Itaú

(*) Taxa de desemprego medida pela Pnad Contínua, com ajuste sazonal próprio

(**) Não consideramos o pagamento dos precatórios extraordinários em 2023. Incluindo, o gasto cresceu 12,5% em 2023 e recuou 0,9% em 2024.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba.com.br/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.
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.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.