



Pesquisa Macroeconômica

Revisão mensal de cenário | BRASIL
10 temas para 2026

BRASIL: 10 temas para 2026

Atividade: desaceleração moderada

1. Revisão altista do crescimento do PIB em 2026 para 1,9% (ante 1,7%). Para 2027, projetamos 1,7%. Quais fatores impulsionam e qual é o viés?
2. O que explica a evolução recente do mercado de trabalho? Qual a perspectiva para 2026?

BRL: sem espaço para apreciação persistente

3. Cenário externo benigno vs. incerteza doméstica. Qual fator será predominante sobre a moeda ao longo do ano?
4. Deterioração das contas externas limitou apreciação do real em 2025. O que esperar para 2026?

Inflação: IPCA dentro do intervalo de tolerância

5. O que esperar para 2026 e 2027? Quais os principais riscos?
6. Riscos baixistas em comercializáveis podem trazer a inflação para a meta?

Política monetária: perto de iniciar ciclo de corte de juros

7. Quando começa e qual é o tamanho do ciclo?

Fiscal: estímulos em meio a incerteza eleitoral

8. Estímulos de demanda adicionais são o principal risco fiscal em 2026

Eleições e o tamanho do desafio do próximo governo

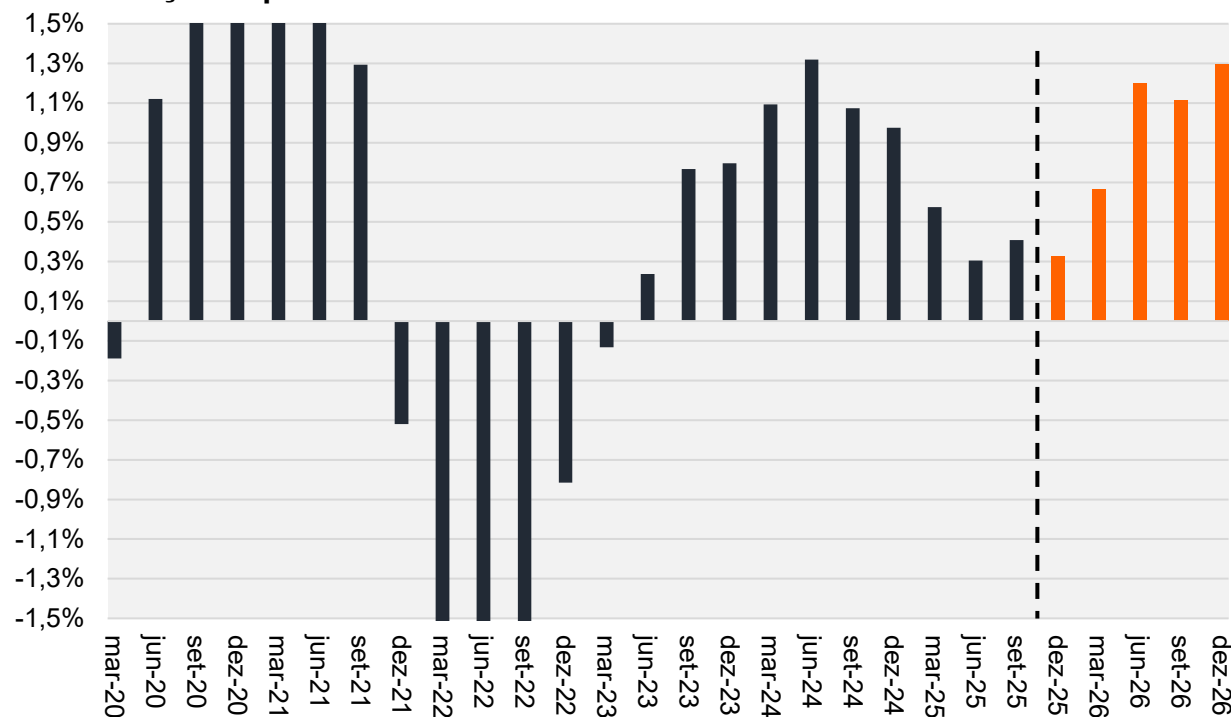
9. Eleições: processo será competitivo. Governo eleito irá sinalizar um ajuste no próximo mandato?
10. Ajuste fiscal: Qual é o tamanho do ajuste necessário?

Atividade: desaceleração moderada

1. PIB 2026 em 1,9%. Quais fatores impulsionam o crescimento e qual é o viés?

- Revisamos a projeção de crescimento do PIB para 1,9% (de 1,7%) incorporando a revisão altista de atividade global.
 - Além do ambiente global, contribuem para o crescimento no ano os impulsos fiscal e parafiscal, que devem aumentar para 1,1 p.p. (de 0,4p.p em 2025): 0,3 p.p. do BNDES, 0,3 p.p. de isenção do IR, 0,1 p.p. de E&M e 0,4 p.p. de gasto federal.
- Viés segue altista, diante da possibilidade de novas medidas de estímulo em ano eleitoral.

Contribuição Impulso Fiscal* e Parafiscal



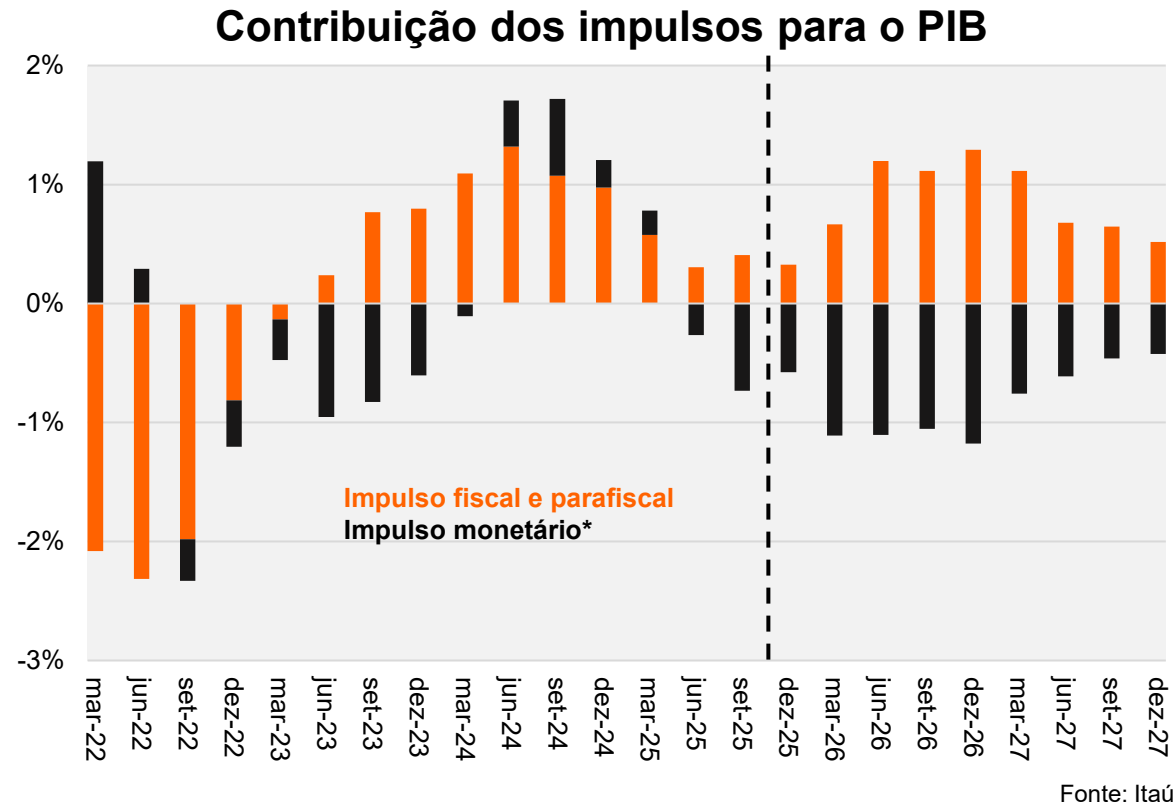
Fonte: Itaú

*Impulso fiscal: Média em 4Tde (Gastos com transferência em t – Gastos com transferência em t-4)/ PIB t-4.
Gastos com transferências incluem despesas com previdência, abono e seguro desemprego, LOAS e RMV, Bolsa família e crédito extraordinário.

Atividade: mantém desaceleração moderada

1. PIB 2027 em 1,7%. Quais fatores impulsionarão o crescimento?

- Menor impulso fiscal sendo contrabalanceado pela política monetária menos restritiva.



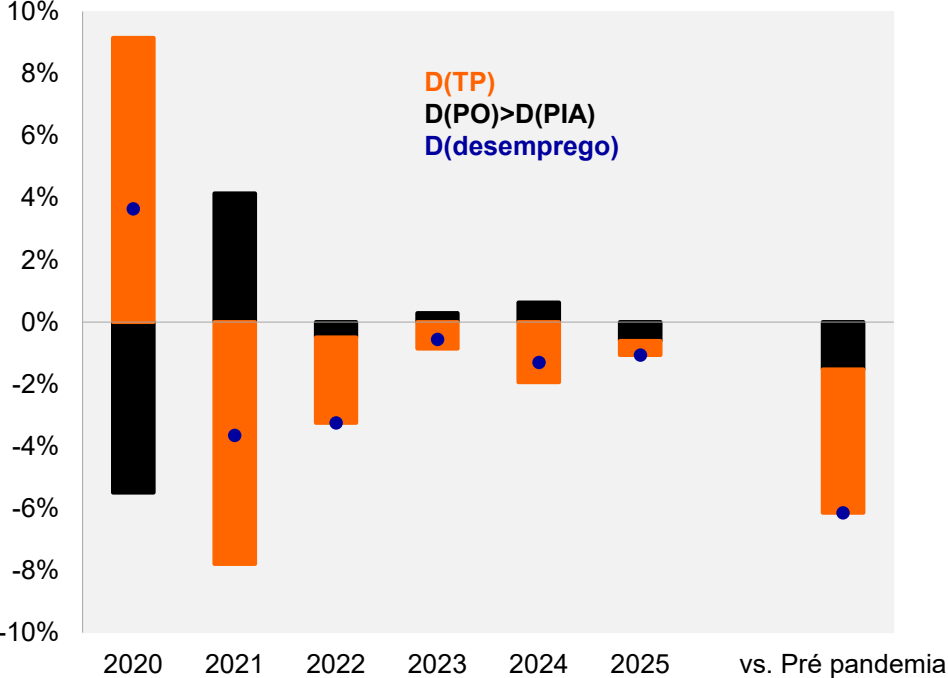
*Impulso monetário: Média dos impulsos de juros e de crédito (Core PF, Core PJ, Habitacional e mercado de capitais).

Atividade: desaceleração moderada

2. Como explicamos a evolução recente do mercado de trabalho? Qual a perspectiva para 2026?

- Fatores conjunturais indicam moderação incipiente no mercado de trabalho, mas fatores estruturais dificultam interpretação sobre grau de aquecimento.
- Desemprego recuou ~6 p.p vs. pré pandemia, sendo -4,6p.p. via aumento de população ocupada (PO) e -1,5p.p. via queda da taxa de participação (TP). Mesmo considerando os fatores estruturais, desemprego ~5,5%-6,0% ainda indica mercado de trabalho aquecido.
- Com desaceleração do crescimento mas sem aumento da TP adiante, **projetamos desemprego em 5,5% em 2025, 5,7% em 2026 e 6,0% em 2027.**

Varição do desemprego (em p.p.)



Fonte: IBGE, Itaú

		Impacto na PO	Impacto na TP	Impacto no Desemprego
Fatores conjunturais	Crescimento > potencial	↑	--	↓
	Recuperação pós pandemia liderada por setores intensivos em mão-de-obra	↑	--	↓
	Aumento da participação das transferências fiscais na renda das famílias	--	↓	↓
Fatores estruturais	Reforma trabalhista, com impacto na formalização	↑	--	↓
	Mudanças demográficas e de escolaridade	↓	↓	?*
	Introdução de plataformas digitais de serviços	↑	↓	↓

*Relatório de Política Monetária do BC de set/25 mostrou que o efeito da queda da TP compensou a queda da PO gerando um recuo do desemprego

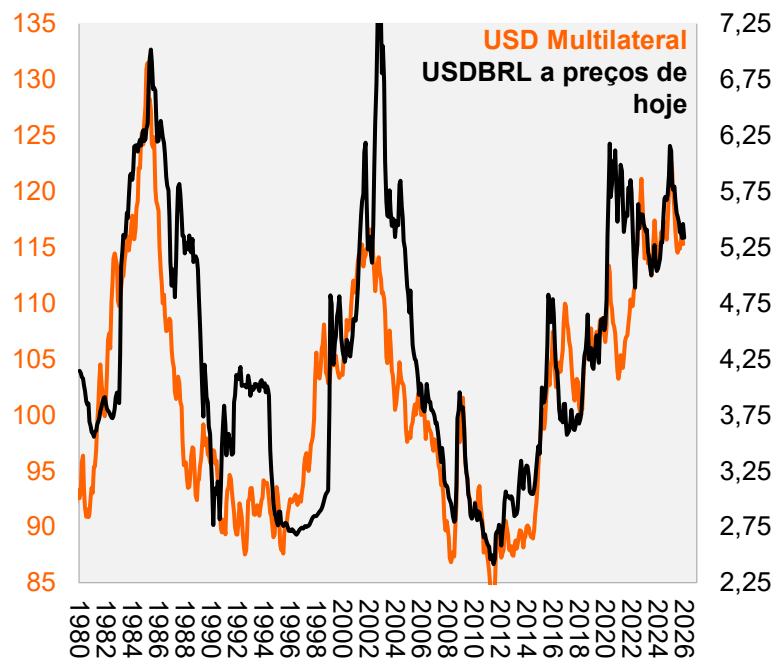
Fonte: Itaú

BRL: sem espaço para apreciação persistente

3. Cenário externo benigno vs. incerteza doméstica. Qual fator será predominante sobre a moeda?

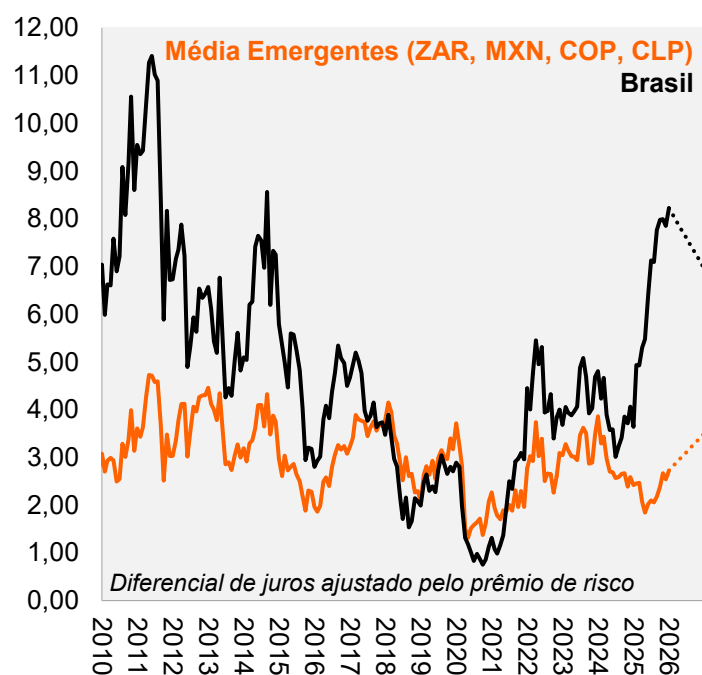
- Dólar global mais fraco (com postura mais tolerante do Fed em relação a inflação) ajuda moedas emergentes (**apreciação**)
- Diferencial de juros continua sendo um fator de proteção: mesmo caindo, permanecerá elevado em relação aos pares (**apreciação**)
- Com o cenário eleitoral ainda indefinido, prêmio de risco deve ficar pressionado ao longo do ano (principalmente no 2T) (**depreciação**)
- Projetamos taxa de câmbio em R\$ 5,50 por dólar em 2026 e R\$ 5,70 por dólar 2027.

USD mais fraco no mundo



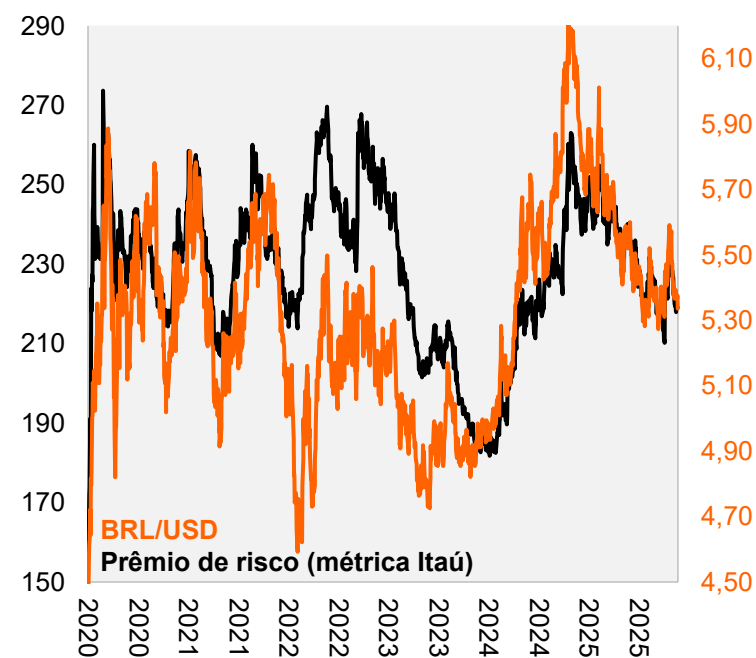
Fonte: Bloomberg, Itaú

Diferencial de juros ainda é fator de proteção



Fonte: Bloomberg, Itaú

Prêmio de risco tende a ficar mais pressionado



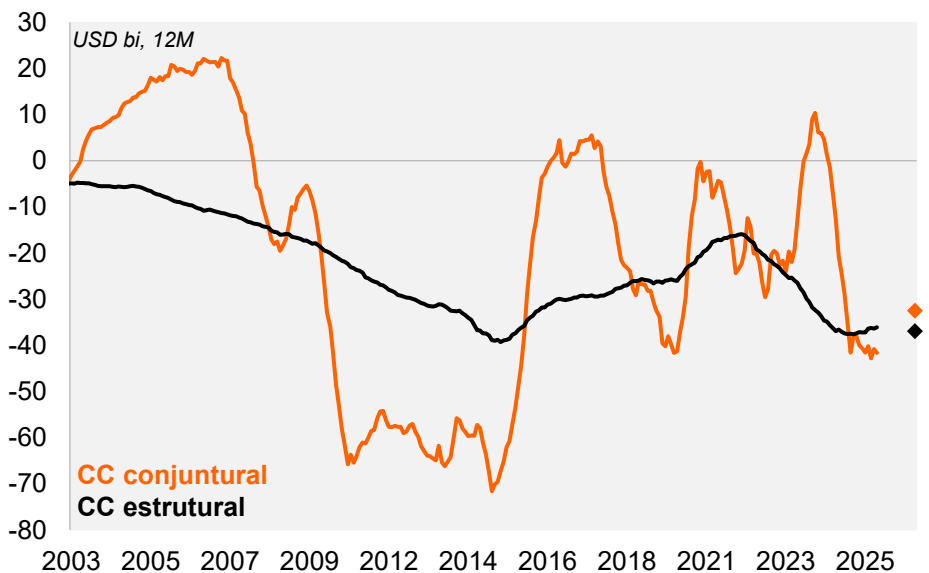
Fonte: Bloomberg, Itaú

BRL: sem espaço para apreciação persistente

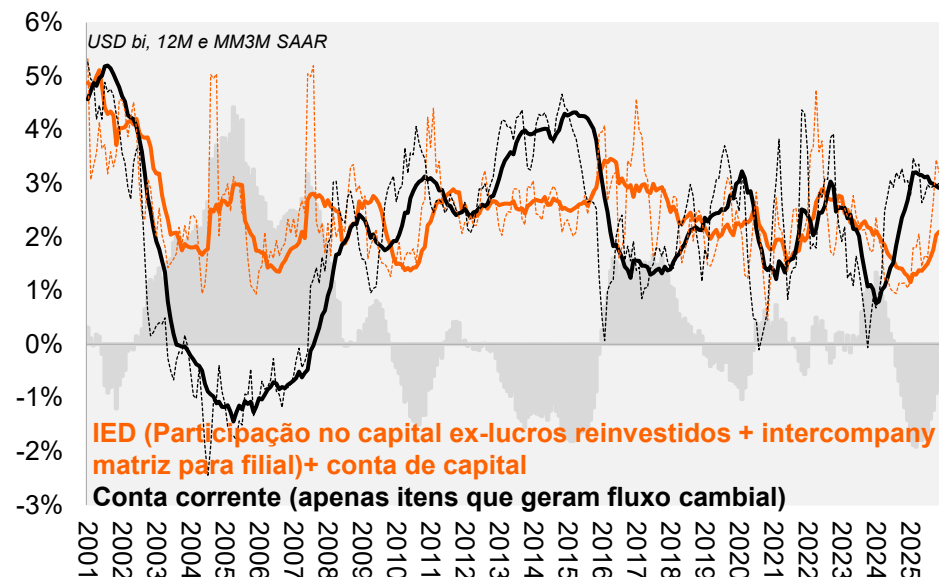
4. Deterioração das contas externas limitou apreciação do real em 2025. O que esperar para 2026?

- Em 2025, déficit em conta corrente maior do que investimento estrangeiro direto (IED) limitou apreciação do BRL. Na margem, houve melhora, mas ainda insuficiente para apreciação mais expressiva da moeda.
- Não projetamos piora adicional para 2026, mas melhora será gradual: (i) moderação da atividade; mas (ii) deterioração estrutural da conta corrente (itens com pouca correlação com ciclo econômico e BRL) tornam mais lenta a trajetória de melhora.
- Revisamos a nossa projeção da balança comercial para US\$ 74 bilhões em 2026 (de US\$ 65 bi) e US\$ 75 bilhões em 2027 (de US\$ 70 bi). Com isso, a projeção de déficit em conta corrente também foi revisada para US\$ 70 bilhões em 2026 (de US\$ 77 bi) e US\$ 68 bilhões em 2027 (de US\$ 71 bi), equivalente a 2,9% e 2,7% do PIB, respectivamente, ainda acima da média histórica.

Conta corrente: pequena melhora conjuntural e deterioração estrutural*



Deterioração das contas externas limitou apreciação do real em 2025



*Conjuntural: Balança comercial, Rendas, Viagens, Transportes, outros / Estrutural: Aluguel de equipamentos, Serviços culturais, pessoais e recreativos, Serviços de propriedade intelectual, Telecomunicação, computação e informações, outros.

Inflação: IPCA dentro do intervalo de tolerância

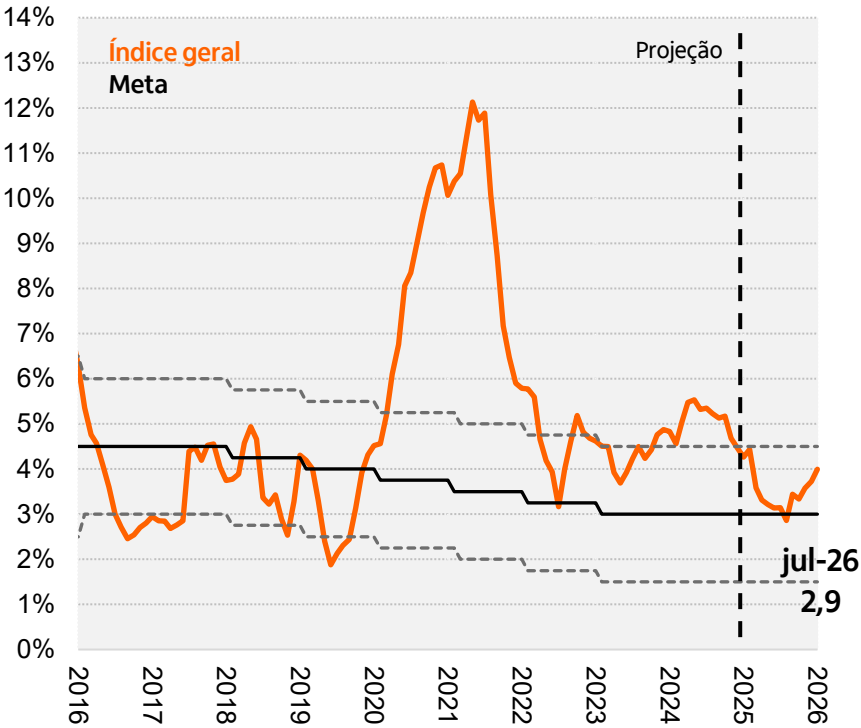
5. O que esperar para 2026 e 2027? Quais os principais riscos?

- **Projetamos IPCA em 4,0% para 2026**, refletindo desaceleração nos preços de bens e serviços, enquanto alimentos devem apresentar alta (ciclo de proteínas). A menor variação acumulada em 12 meses deve ocorrer em julho (2,9%).
- O balanço de risco é baixista para alimentos (aumentos da disponibilidade interna de carne via menor exportação) e para bens (nível de estoques elevados), por outro lado enxergamos risco altista em serviços (em especial seguro de automóvel).
- **Para 2027, também projetamos IPCA em 4,0%** com mercado de trabalho ainda resiliente mantendo serviços pressionados.

Peso	Descrição	2024	2025	2026	2027
100,0	Índice geral	4,8	4,3	4,0	4,0
73,7	Livres	4,9	3,9	4,1	3,9
15,4	Alimentação no domicílio	8,2	1,4	5,0	4,6
22,9	Industriais	2,9	2,4	1,3	1,3
15,5	Industriais subjacente	2,4	3,2	2,0	1,6
35,3	Serviços	4,8	6,0	5,5	5,1
21,1	Serviços subjacente	5,8	5,8	5,8	5,2
26,3	Administrados	4,7	5,3	3,7	4,3
4,3	Energia elétrica residencial	-0,4	12,3	6,1	6,2
5,2	Gasolina	9,7	1,9	0,2	0,0

Fonte: IBGE, Itaú

IPCA em 12 meses



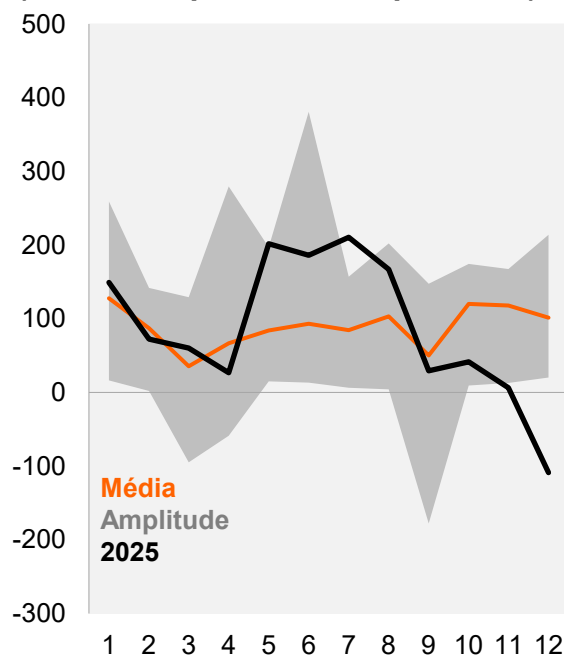
Fonte: IBGE, Itaú

Inflação: IPCA dentro do intervalo de tolerância

6. Riscos baixistas em comercializáveis podem trazer a inflação para a meta?

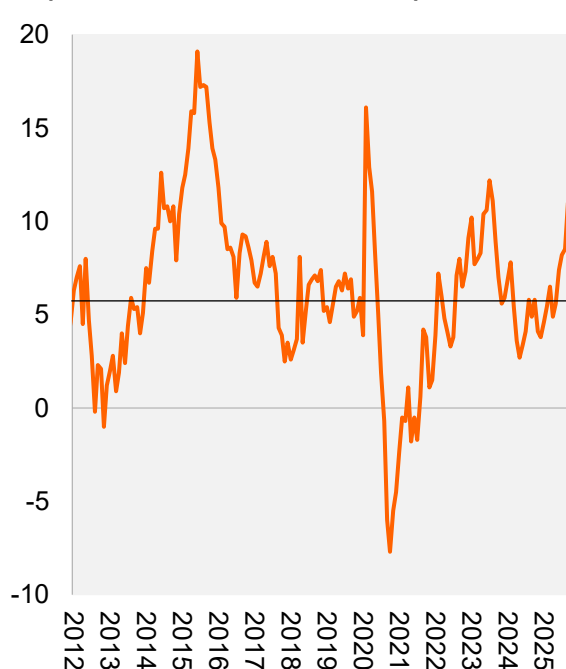
- Alimentos: esperamos pressão no ano com diminuição da disponibilidade interna de carne. No entanto, a imposição de limites para importação chinesa da carne brasileira pode compensar este quadro de oferta mais restrita, o que teria impacto baixista na nossa projeção de inflação (até -20p.b.), principalmente no segundo semestre do ano.
- Industriais: desinflação puxada por estoques elevados e BRL mais apreciado (em média). A desaceleração da atividade (que pode se traduzir em estoques elevados por mais tempo) e a queda de preços das importações de origem chinesa são riscos baixistas pra inflação de bens (até -20p.b.).
- Apesar destes riscos baixistas em comercializáveis, a inflação de serviços deve continuar pressionando o IPCA em 2026.

Disponibilidade interna de carne
(Abate + Importação - Exportação)



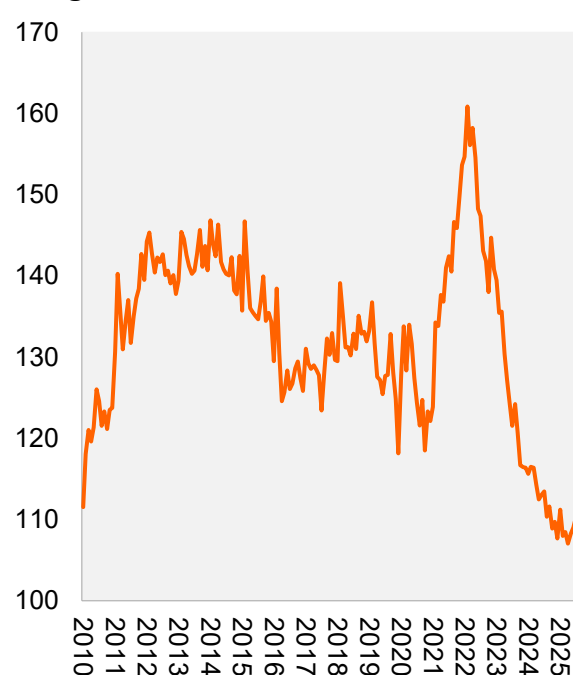
Fonte: MAPA, Comex Stat, Itau

Estoques
(excessivo - insuficiente)



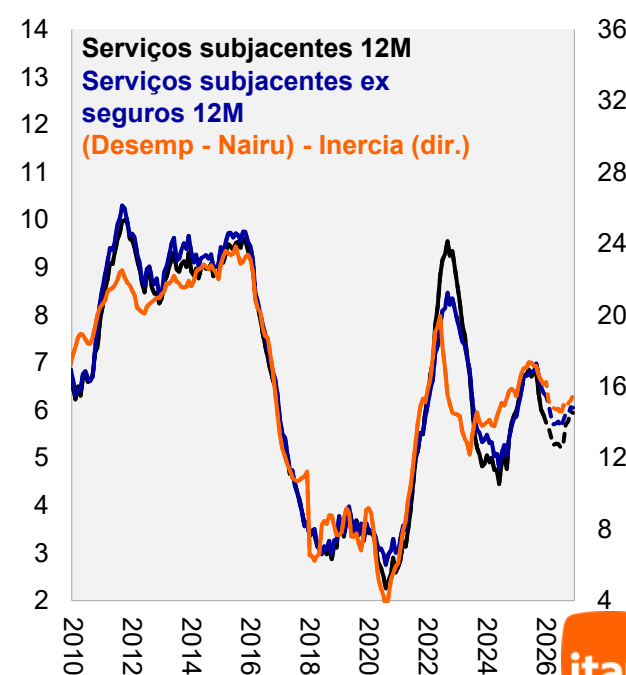
Fonte: FGV

Índice de preço de importação –
Origem China



Fonte: Monitor de comércio exterior

Núcleo de serviços



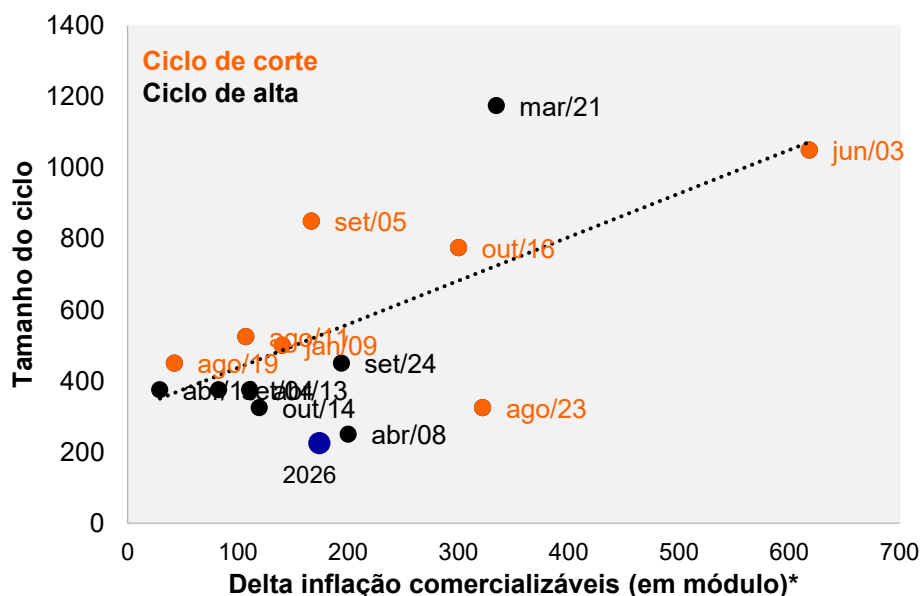
Fonte: IBGE, Itau

Política monetária: perto de iniciar o ciclo de cortes

7. Quando começa e qual é o tamanho do ciclo?

- O Copom continua ganhando confiança de que a atual estratégia de política monetária está surtindo efeito: há sinais de moderação da atividade/consumo e melhora qualitativa da inflação, criando condições para o início do ciclo de cortes de juros.
- No entanto, a desinflação segue concentrada nos bens comercializáveis, o que recomenda cautela na leitura do quadro inflacionário uma vez que ciclos maiores/mais rápidos podem ter impacto negativo sobre a moeda – em um cenário de inflação de itens não comercializáveis ainda resiliente.
- Esperamos adiamento do início do ciclo de corte de juros para março (corte -25p.b.; antes projetado para janeiro).
- A taxa Selic deve atingir 12,75% a.a. em 2026 e 11,75% a.a. em 2027 diminuindo o grau de restrição, ainda que se mantendo em patamar contracionista.

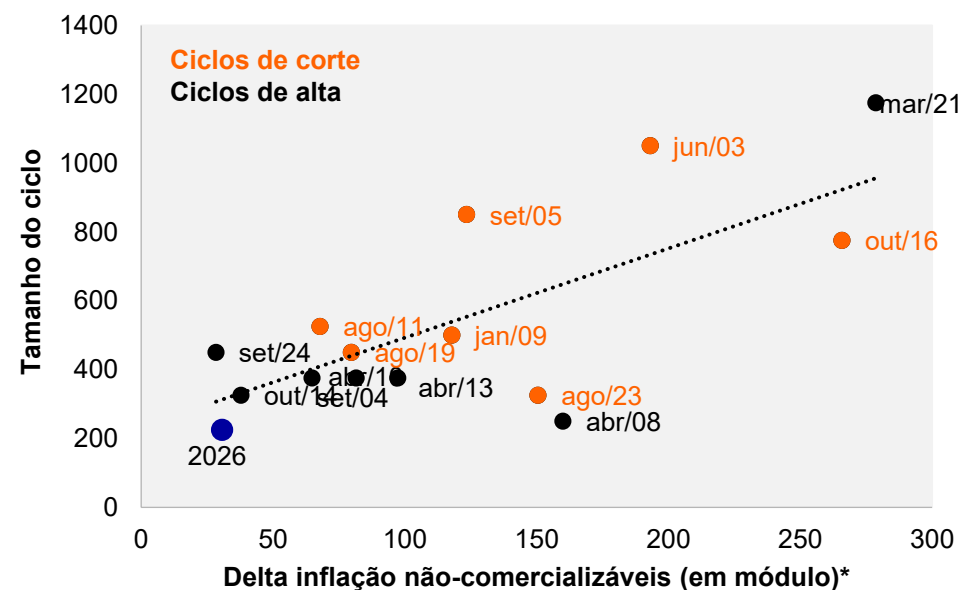
Variação da inflação de comercializáveis e tamanho do ciclo



Fonte: Itaú

*Delta inflação: (pico-vale) ou (vale-pico) em 12 meses

Variação da inflação de não-comercializáveis e tamanho do ciclo



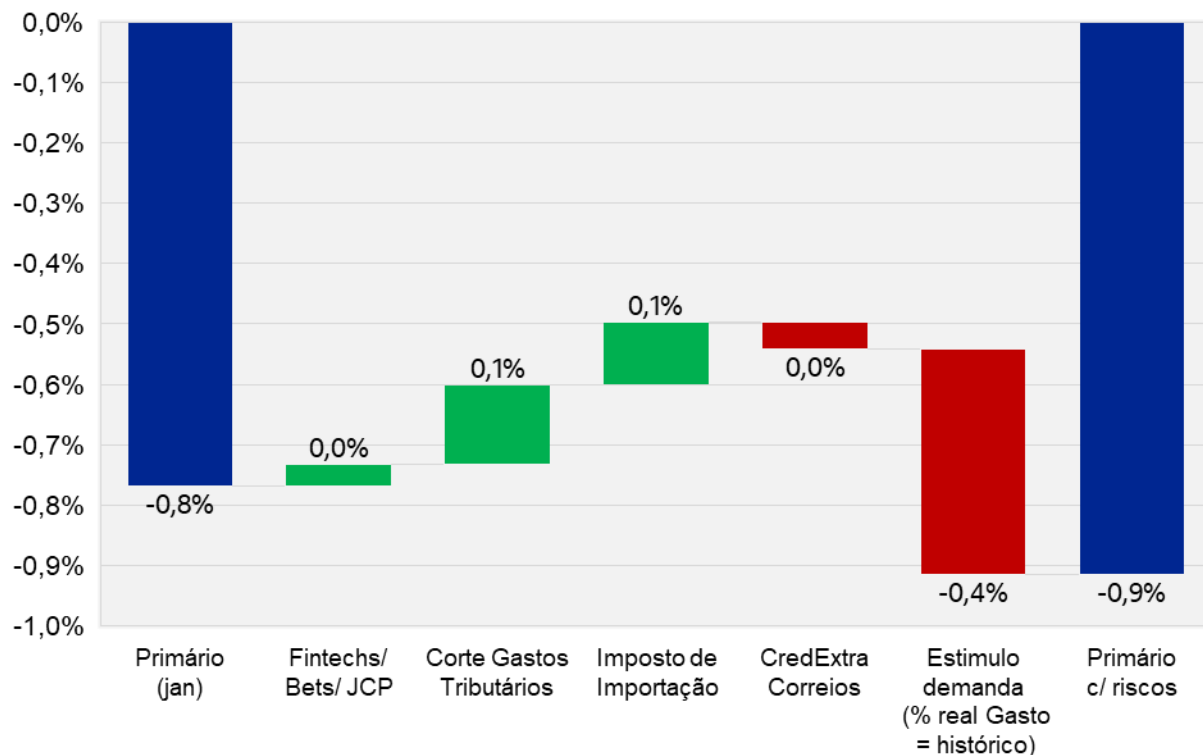
Fonte: Itaú

Fiscal: estímulos em meio à incerteza eleitoral

8. Estímulos de demanda adicionais são o principal risco fiscal em 2026

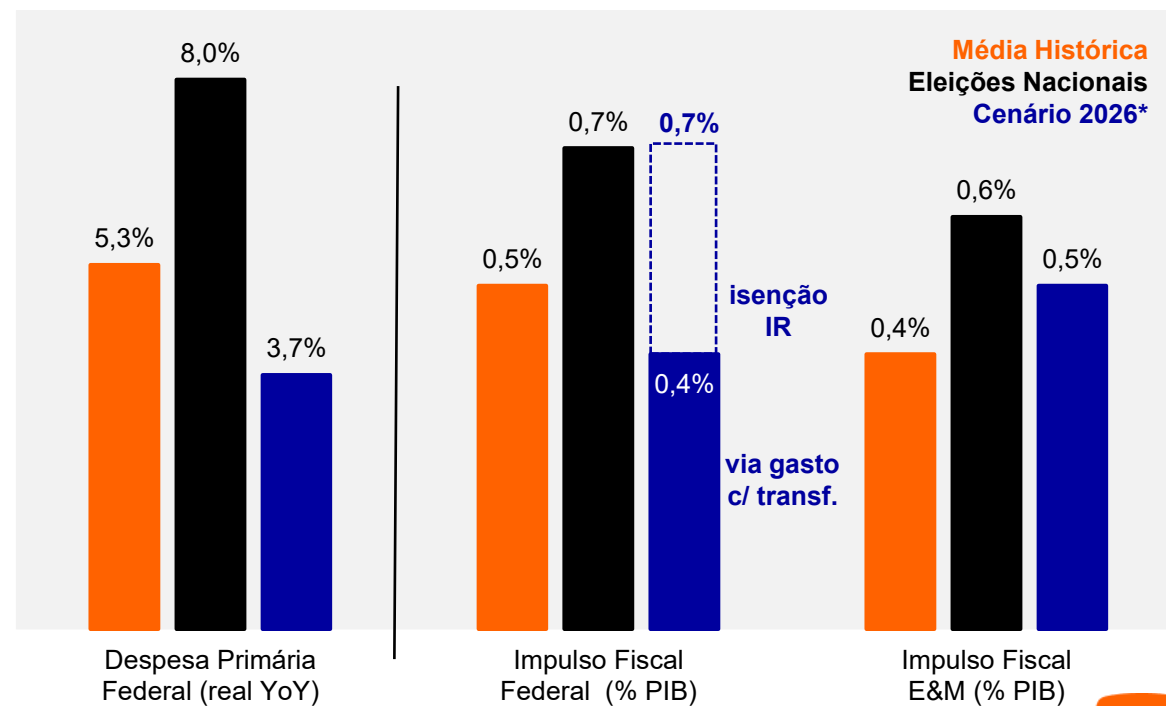
- Esperamos resultado primário de -0,8% do PIB em 2026 e desafio de 0,3% do PIB para cumprimento do limite inferior efetivo da meta.
- Apesar do impulso fiscal esperado (considerando a isenção de IR) se aproximar do histórico de anos eleitorais, o principal risco continua sendo a execução de despesas acima do limite do arcabouço (explicitamente, através de exceções ou flexibilizações às regras vigentes).

Resultado Primário 2026: Balanço de Riscos



Fonte: Itaú

Variáveis fiscais e estímulos eleitorais



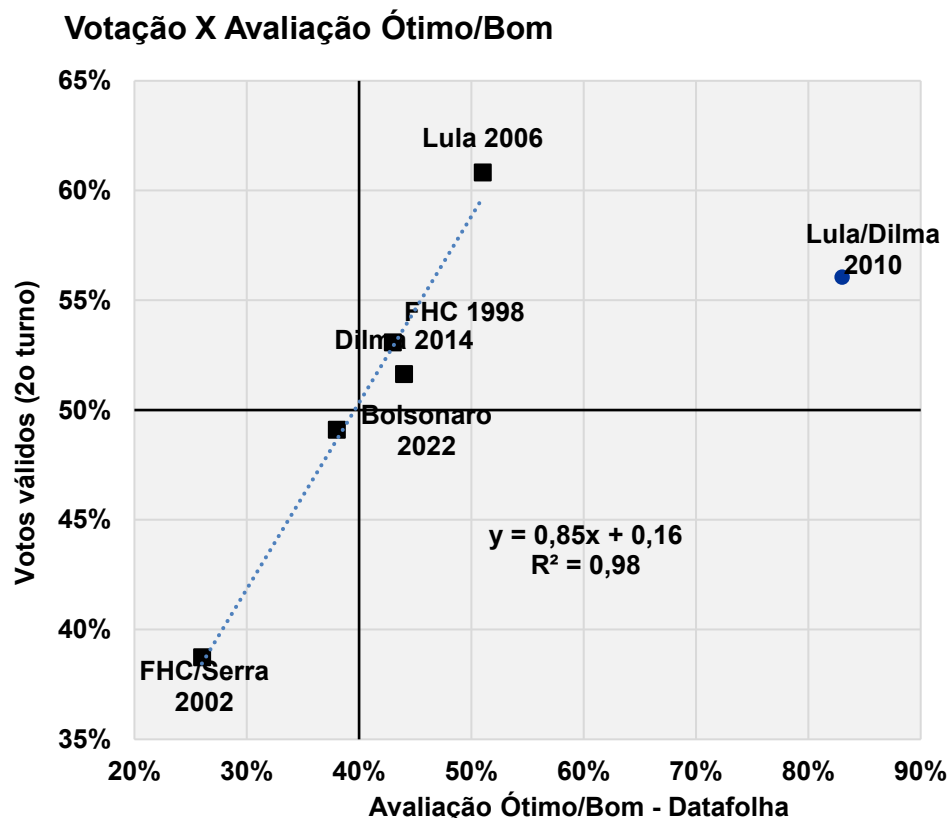
*Cenário 2026 inclui isenção IR como impulso federal

Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

Eleições e o tamanho do desafio do próximo governo

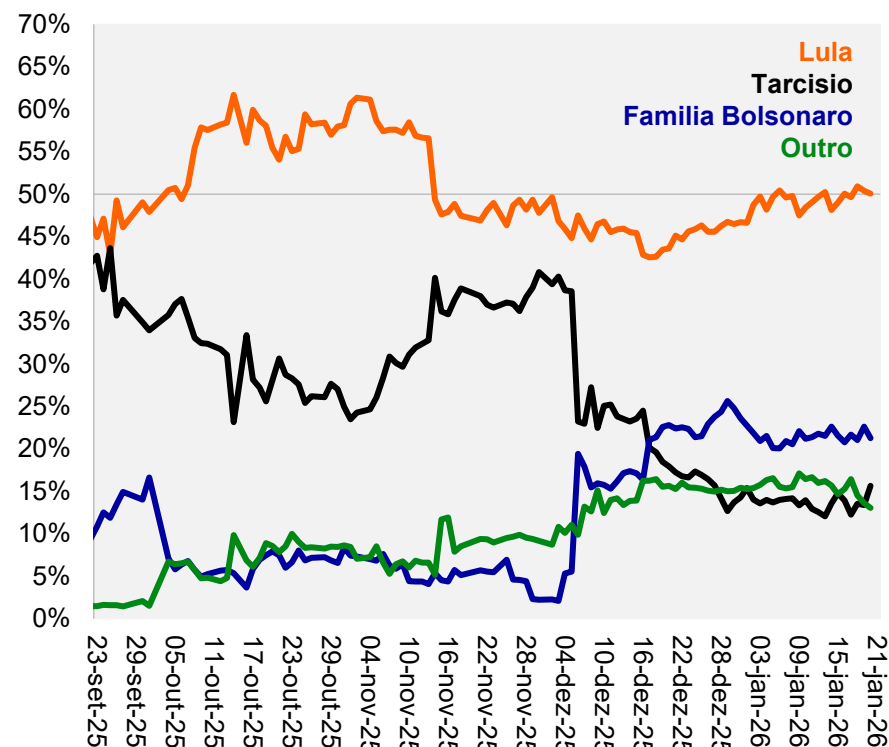
9. Eleições: processo será competitivo

- Enquanto a avaliação do governo encontra-se abaixo do necessário historicamente para reeleição, pesquisas públicas e mercados de aposta indicam cerca de 50% de chance de reeleição.



Fonte: Datafolha, TSE

Probabilidades na Eleição 2026
Média de Polymarket e Kalshi



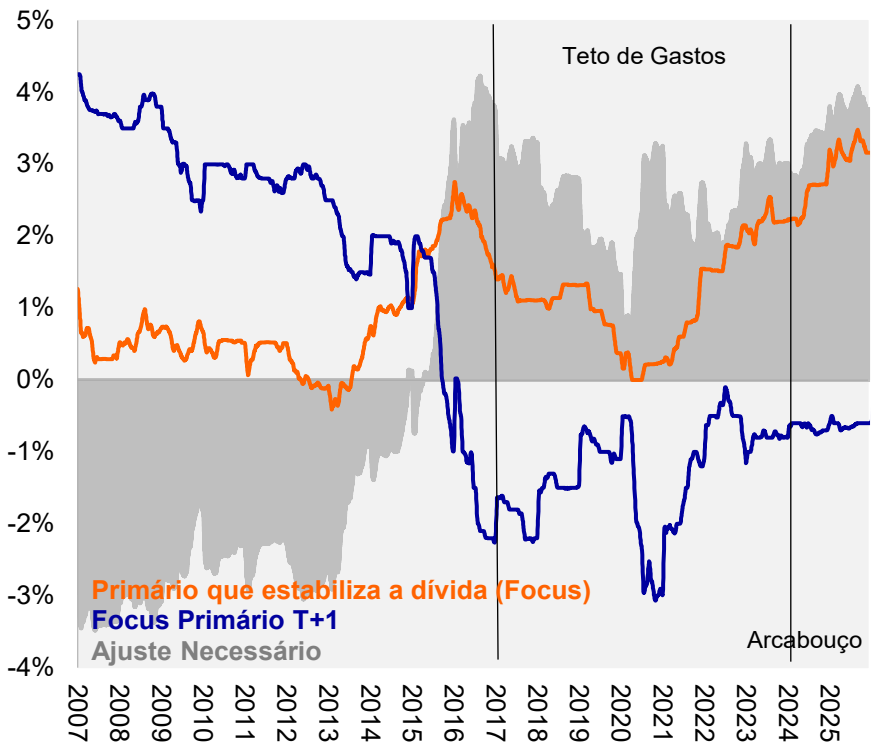
Fonte: Polymarket, Kalshi

Eleições e o tamanho do desafio do próximo governo

9. Governo eleito irá sinalizar ajuste fiscal no próximo mandato?

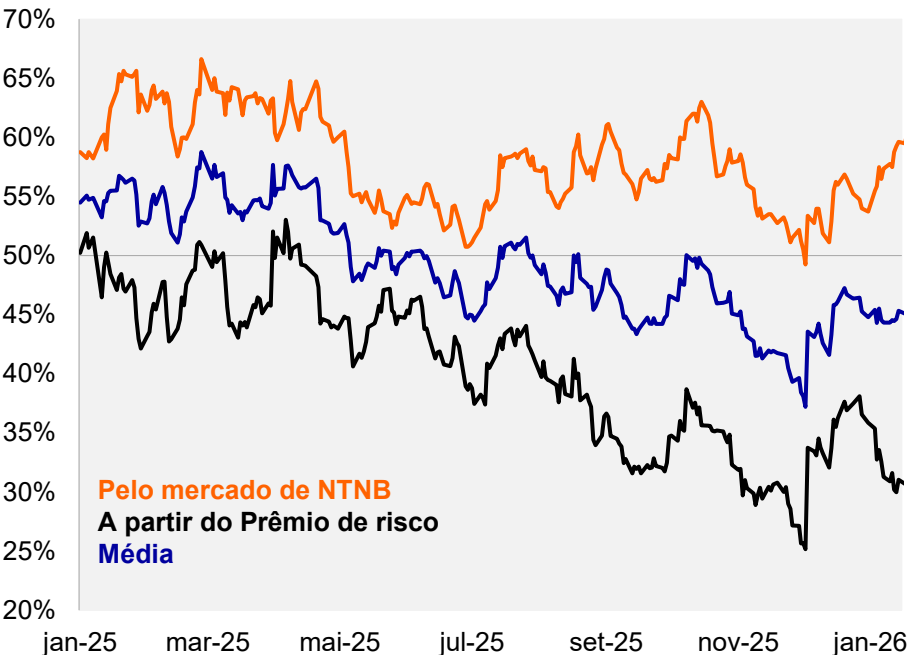
- Apesar da necessidade de realizar um ajuste fiscal relevante para estabilizar a dívida pública (cerca de 4p.p. do PIB), os preços de ativos são consistentes com probabilidade próxima de 50% do ajuste ser feito.

Focus: expectativa de Primário vs necessário para estabilizar Dívida



Fonte: BCB

Probabilidade implícita de governo sem ajuste fiscal



Fonte: Bloomberg, Itaú

$$\begin{aligned} \text{Prêmio de risco}_T &= x\%_T \cdot \text{Prêmio de risco}_{\text{SEM AJUSTE FISCAL}} + (1 - x\%)_T \cdot \text{Prêmio de risco}_{\text{COM AJUSTE FISCAL}} \\ &= 330 \cdot 9\% + 170 \cdot 5\% \\ \text{NTNB45}_T &= x\%_T \cdot \text{NTNB45}_{\text{SEM AJUSTE FISCAL}} + (1 - x\%)_T \cdot \text{NTNB2045}_{\text{COM AJUSTE FISCAL}} \end{aligned}$$

Eleições e o tamanho do desafio do próximo governo

10. Ajuste fiscal: qual é o tamanho do ajuste necessário?

Como estabilizar a razão dívida/PIB em 80%?

- Ajuste fiscal relevante levando primário para ~3% do PIB (ajuste total de 4pp do PIB)
- Sem ajuste fiscal e no caso mais extremo com solução por repressão financeira (juro real < 0%), descontrole inflacionário

Primário que estabiliza dívida em 80% PIB				
PIB/juro real	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
1,5%	2,0%	2,8%	3,6%	4,4%
2,0%	1,6%	2,4%	3,2%	4,0%
2,5%	1,2%	2,0%	2,8%	3,6%
3,0%	0,8%	1,6%	2,4%	3,2%

Fonte: Itaú

Juro Real que estabiliza dívida em 2030						
Crescimento real Gasto a.a (2026-2030)						
		0,0%	1,0%	2,5%	3,5%	6,0%
PIB (2026-2030)	0,0%	-0,7%	-1,4%	-2,5%	-3,1%	-4,7%
	1,0%	1,0%	0,2%	-0,8%	-1,5%	-3,2%
	2,0%	2,7%	1,9%	0,8%	0,1%	-1,6%
	3,0%	4,5%	3,7%	2,6%	1,8%	0,0%

*Selic parada em 10% entre 2026 e 2030.

Fonte: Itaú

	2022	2023	2024	2025P		2026P		2027P	
				Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual	Anterior
Atividade Econômica									
Crescimento real do PIB - %	3,0	3,2	3,4	2,3	2,3	1,9	1,7	1,7	1,7
PIB nominal - BRL bi	10.080	10.943	11.779	12.708	12.718	13.370	13.348	14.141	14.111
PIB nominal - USD bi	1.951	2.192	2.186	2.273	2.279	2.437	2.458	2.521	2.516
População (milhões de hab.)	210,9	211,7	212,6	213,4	213,4	214,2	214,2	215,0	215,0
PIB per capita - USD	9.255	10.356	10.281	10.650	10.677	11.376	11.473	11.730	11.705
Taxa de Desemprego - média anual	9,5	8,0	6,9	5,9	6,0	5,6	5,9	5,9	6,0
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	8,4	7,9	6,6	5,5	5,8	5,7	6,0	6,0	6,2
Inflação									
IPCA - %	5,8	4,6	4,8	4,3	-	4,0	4,0	4,0	4,0
IGP-M - %	5,5	-3,2	6,5	-1,1	-	3,7	3,1	3,7	3,7
Taxa de Juros									
Selic - final do ano - %	13,75	11,75	12,25	15,00	-	12,75	12,75	11,75	11,75
Balanço de Pagamentos									
BRL / USD - final de período	5,28	4,86	6,18	5,35	-	5,50	5,50	5,70	5,70
BRL / USD - média anual	5,17	4,99	5,39	5,59	-	5,49	5,49	5,61	5,61
Balança comercial - USD bi	62	99	75	68	-	74	65	75	70
Conta corrente - % PIB	-2,2	-1,2	-3,0	-3,3	-3,5	-2,9	-3,1	-2,7	-2,8
Investimento direto no país - % PIB	4,0	2,9	3,4	3,7	3,7	3,8	3,7	4,1	4,1
Reservas internacionais - USD bi	325	355	330	360	-	360	360	360	360
Finanças Públicas									
Resultado primário - % do PIB	1,2	-2,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9
Resultado nominal - % do PIB	-4,6	-8,8	-8,5	-8,5	-8,5	-8,9	-8,8	-8,4	-8,5
Dívida bruta - % PIB	71,7	73,8	76,3	78,8	78,8	84,0	84,0	88,1	88,1
Dívida pública líquida - % do PIB	56,1	60,4	61,3	65,4	65,6	71,0	71,0	75,1	75,3
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	6,0	7,6	3,2	4,1	4,2	3,7	3,4	2,5	2,5

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.

Quer continuar essa conversa?

Com o aplicativo Itaú Análises Econômicas, você recebe nossos relatórios de economia em tempo real.

Baixe e venha conhecer o
App Itaú Macro



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>



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 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.itaubba.com.br/atendimento-itaubba-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.