

## Tarifas travam melhora

- ▶ Nas últimas semanas, o cenário externo apresentou desenvolvimentos que se refletiram na dinâmica dos ativos brasileiros. A política fiscal expansionista e comercialmente protecionista dos Estados Unidos tem reduzido a diferença entre o crescimento da economia americana em relação ao resto do mundo, favorecendo um enfraquecimento do dólar globalmente. Isso, somado à uma redução de tensões geopolíticas, contribuiu para a valorização de ativos de países emergentes, entre eles o Real. Tal tendência deveria se aprofundar à frente, não fosse o anúncio de tarifas de 50% sobre as exportações de bens brasileiros para os EUA. Com forças atuando em direções opostas, mantivemos a projeção da taxa de câmbio em R\$ 5,65 em 2025 e 2026.
- ▶ Mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB em 2,2% para 2025 e 1,5% para 2026. Para este ano, revisamos o balanço de riscos de neutro para baixista, refletindo o desempenho mais fraco da atividade econômica no 2T25 e o impacto de tarifas impostas pelos EUA no crescimento à frente. Já para 2026, mantemos um viés altista em nossa projeção. Em relação ao mercado de trabalho, nossas estimativas para a taxa de desemprego permanecem em 6,4% para 2025 e 6,9% para 2026.
- ▶ Revisamos nossa projeção para o IPCA de 2025 de 5,3% para 5,2%, com destaque para a queda em alimentos, influenciada pelo recuo no preço de milho, além da redução do IPI sobre automóveis. Esses efeitos são apenas parcialmente compensados por reajustes pontuais já anunciados de energia elétrica e loterias. O balanço de riscos está marginalmente baixista para o ano. Para 2026, mantivemos a projeção em 4,4%.
- ▶ Mantivemos a nossa projeção de resultado primário em -0,6% em 2025 e revisamos para -0,9% (de -0,8%) em 2026. Enquanto a perda de receita em 2025 com a queda do IOF deve ser substituída por leilões extraordinários de excedente do pré-sal no próximo relatório bimestral (22/jul), não vemos compensação imediata para 2026, e, conseqüentemente, ainda esperamos piora no próximo ano.
- ▶ Dada a incerteza elevada e os efeitos defasados da política monetária, o Copom deve ter encerrado o ciclo de alta na última reunião, no nível de 15,00%. A autoridade monetária também sinalizou manutenção dos juros por período bastante prolongado. Esperamos início de corte de juros apenas no 1º trimestre do próximo ano, com a Selic encerrando o ano de 2026 em 12,75% a.a. Riscos seguem inclinados para um corte ainda mais tardio, salvo choques desinflacionários relevantes.

### **BRL: enfraquecimento do dólar global ajuda, mas tarifas e riscos domésticos limitam cenários mais benignos**

**O Real vinha se beneficiando de um ambiente externo benigno, marcado por um dólar globalmente mais fraco.** A moeda brasileira, assim como outras moedas emergentes, apresentou forte movimento de apreciação nos últimos meses, saindo de R\$/US\$ 6,00 depois do anúncio, em abril, das tarifas comerciais americanas para em torno de R\$/US\$ 5,50 nas últimas semanas. O elevado diferencial de juros, ainda que não seja o principal motor para valorização da moeda, também tem ajudado como fator de sustentação.

**Nos últimos dias, no entanto, o anúncio da imposição de tarifas de 50% sobre as importações americanas vindas do Brasil reverteu, em parte, a dinâmica benigna.** De acordo com nossos cálculos, a tarifa efetiva deve ficar em torno de 40% (já considerando as tarifas setoriais diferenciadas), que se aplicadas aos US\$ 40 bilhões de exportações anuais para os EUA, poderia reduzir o fluxo de exportações para o país em até US\$ 16 bilhões. Tal impacto parece superestimado uma vez que é razoável supor que haverá alguma realocação de comércio dos produtos taxados para outros destinos. Ainda assim, o fluxo de dólares para o Brasil tende a diminuir, atuando como um vetor de depreciação da moeda.

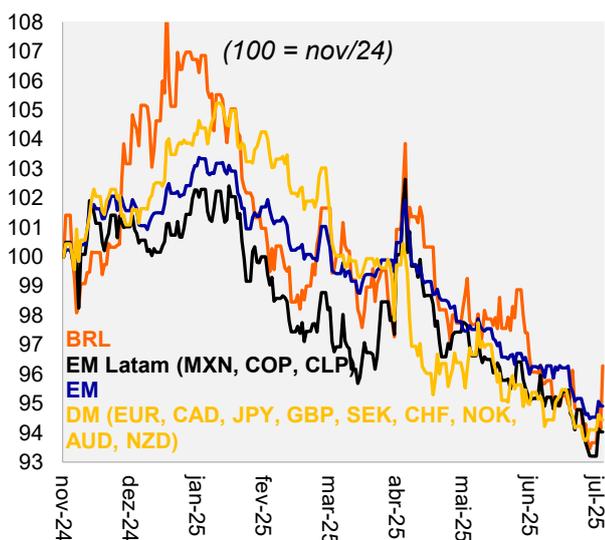
**Principais exportações brasileiras para os EUA e suas respectivas tarifas**

	Exportações BZ US (USD bi)	% do total	Tarifas jul/2025	Impacto (USD bi)
<b>Tarifas Setoriais</b>	<b>10,1</b>	<b>25%</b>		<b>1,1</b>
Petróleo e derivados	7,6	19%	0%	-
Aço	1,6	4%	50%	0,8
Peças de veículos	0,3	1%	25%	0,1
Veículos automóveis	0,2	1%	25%	0,1
Cobre	0,2	1%	50%	0,1
Alumínio	0,2	0%	50%	0,1
<b>Manufaturados</b>	<b>15,3</b>	<b>38%</b>		<b>7,7</b>
Máquinas/aparelhos/motores	4,2	10%	50%	2,1
Aeronaves	2,7	7%	50%	1,3
Outros	8,4	21%	50%	4,2
<b>"Commodities" Metálicas/Extrativa</b>	<b>9,6</b>	<b>24%</b>		<b>4,8</b>
Ferro	5,5	14%	50%	2,7
Madeira e celulose	2,4	6%	50%	1,2
Outros	1,7	4%	50%	0,8
<b>"Commodities" Agrícolas</b>	<b>5,3</b>	<b>13%</b>		<b>2,6</b>
Café	2,1	5%	50%	1,0
Carnes	1,0	3%	50%	0,5
Suco e frutas	1,3	3%	50%	0,7
Outros	0,9	2%	50%	0,4
<b>TOTAL</b>	<b>40,2</b>	<b>100%</b>	<b>40%</b>	<b>16,2</b>

Fonte: MDIC, Itaú

Com forças atuando em direções opostas, mantivemos a projeção da taxa de câmbio em R\$ 5,65 em 2025 e 2026. O cenário internacional, com dólar global mais fraco, poderia levar a taxa de câmbio para níveis mais apreciados. Contudo, as tarifas impostas, somadas à incerteza fiscal (evidenciada pelas dúvidas sobre o IOF e as mudanças no IRPF) limitam os ganhos da moeda.

**Cenário de dólar fraco globalmente favoreceu o BRL e outras moedas emergentes. Na margem, imposição de tarifas reverteu o movimento.**



Fonte: BBG, Itaú

Mesmo antes das tarifas, o balanço de pagamentos já vinha mostrando um panorama mais frágil, com aumento do déficit estrutural em transações correntes e queda na qualidade do financiamento externo. Projetamos saldo comercial de US\$ 71 bilhões e US\$ 74 bilhões em 2025 e 2026, e déficit em conta corrente de 2,6% e 2,4% do PIB em 2025 e 2026, respectivamente, acima da média dos últimos 4 anos, de aproximadamente 2% do PIB. Vale ressaltar que não incorporamos nas nossas projeções de setor externo o impacto das tarifas uma vez que as mesmas só entram em vigor em agosto e ainda pode haver alguma negociação.

**Atividade: crescimento mais modesto no 2T25 e riscos baixistas para o ano**

Mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB em 2,2% para 2025. Apesar disso, revisamos o balanço de riscos de neutro para baixista, em função dos dados mais fracos de atividade observados no 2T25 e dos potenciais impactos sobre o crescimento diante da imposição das tarifas.

Em relação ao 2T25, o viés é de baixa para nossa projeção de crescimento de +0,5% t/t e +2,4% a/a. Em maio, a indústria de transformação registrou sua segunda queda consecutiva, enquanto o varejo ampliado, excluindo o atacarejo, apresentou estabilidade após uma forte retração em abril. Além disso, nosso indicador diário de atividade (IDAT-Atividade) também apontou um desempenho fraco em junho, com destaque para o recuo anual do setor de serviços (o primeiro desde outubro 2023) e a queda dos bens sensíveis à renda.

Se as tarifas anunciadas entrarem em vigor, o impacto pode ser da ordem de -0,2p.p. a -0,6p.p. ao longo de 12 meses. Tais estimativas envolvem elevado grau de incerteza uma vez que podem variar de acordo com hipóteses de realocação de comércio dos produtos taxados para outros destinos e de eventuais retaliações – motivo pelo qual optamos por não incluir no nosso cenário base neste momento.

Vale destacar que, apesar do desempenho abaixo do esperado no segundo trimestre e do risco advindo das tarifas, há fatores que podem impulsionar a atividade econômica nos últimos seis meses de 2025. A liberação dos precatórios, concentrada em julho, e a aceleração nas concessões do novo consignado privado têm potencial para estimular o consumo na segunda metade do ano, compensando parcialmente o desempenho fraco do início do período.

**Para 2026, mantivemos nossa projeção de crescimento em 1,5%, com balanço de riscos apresentando viés altista.** Continuamos monitorando a possibilidade de implementação de políticas fiscais e parafiscais contracíclicas, que poderiam ser adotadas para mitigar uma eventual desaceleração da atividade econômica no próximo ano.

**Por fim, mantemos nossas projeções para a taxa de desemprego em 6,4% para 2025 e 6,9% para 2026.**

Os dados de curto prazo reforçam nossa expectativa de que o mercado de trabalho deve permanecer resiliente no curto prazo, sustentado principalmente pelo setor formal.

### **Inflação: revisão baixista em 2025, mas mantida projeção para 2026**

**Reduzimos nossa projeção para o IPCA de 2025, de 5,3% para 5,2%.**

A principal contribuição veio da revisão para baixo do grupo de alimentos, influenciada pela queda nos preços do milho – com impactos também sobre a inflação de serviços, especialmente no item ‘alimentação fora do domicílio’. Além disso, incorporamos a redução do IPI sobre automóveis. Esses fatores foram parcialmente compensados por pressões de curto prazo, como o reajuste acima do esperado da ENEL em São Paulo e o aumento nos preços das loterias.

**Para 2025, avaliamos que os riscos para a inflação são ligeiramente baixistas.**

Entre os principais fatores que podem contribuir para uma inflação menor estão: a reversão mais lenta do ciclo pecuário com impactos tanto em alimentação quanto em serviços. 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.

**Para 2026, mantivemos a nossa projeção de inflação em 4,4%.**

O balanço de riscos, no entanto, ao contrário de 2025, permanece assimétrico para cima, com destaque para a pressão do mercado de trabalho como principal vetor altista para o IPCA do próximo ano.

### **Fiscal: troca de fontes de receita em 2025 e piora em 2026**

**Mantivemos a nossa projeção de resultado primário em -0,6% do PIB em 2025 e revisamos para -0,9% (de -0,8%) em 2026.** Para o exercício de 2025, a perda de receita com a derrubada do aumento de IOF pelo Congresso Nacional deve ser compensada já no

próximo relatório bimestral (22/jul) por receitas extraordinárias associadas aos leilões de excedentes do pré-sal. Dessa forma, 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, a perspectiva de deterioração adicional é proveniente da ausência de compensação suficiente para a esperada perda de receita com o IOF. Adicionalmente, o principal risco é a implementação de iniciativas que alterem, contornem, ou desfigurem explicitamente ou implicitamente as regras fiscais, viabilizando a execução de ritmos mais elevados de crescimento das despesas primárias e/ou maiores renúncias de receita.

Neste segundo semestre, as despesas devem voltar a acelerar enquanto uma melhora da arrecadação seguirá dependendo de receitas extraordinárias. Após desaceleração tanto das receitas quanto das despesas no começo do ano, esperamos que as despesas acelerem à frente com uma diminuição da fila do INSS, pagamento do reajuste dos servidores públicos, pagamento de precatórios (que foram adiados do 2o para o 3o trimestre do ano) e uma menor contenção de despesas discricionárias após aprovação do orçamento. Por outro lado, uma melhora no desempenho da arrecadação dependerá de receitas extraordinárias (como leilões de petróleo e dividendos de estatais) em meio à desaceleração da atividade econômica. À frente, 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: manutenção por período bastante prolongado**

**Em sua decisão mais recente, o Copom elevou a taxa Selic em 25 p.b. para 15,00% a.a., movimento que, na ausência de um choque expressivo, deve ter sido o último do ciclo de aperto monetário.** Apesar das projeções e expectativas de inflação ainda não estarem próximas à meta, a barra para que os juros voltem a subir nos parece ser alta, dado que a incerteza elevada no cenário global demanda cautela nos movimentos de juros e que os efeitos defasados do processo de ajuste monetário ainda devem ser sentidos nos próximos trimestres. A própria comunicação do BCB já antecipa que, caso o cenário evolua como o esperado, a taxa Selic deverá ser mantida em seu patamar atual.

**Finalizado o ciclo de elevação, a pergunta automática é o quão longo será o intervalo até o primeiro corte de juros – e a resposta do comitê é: bastante prolongado.** A sinalização de manutenção da taxa Selic por “período bastante prolongado” recebeu destaque na comunicação pós reunião e, ao nosso ver, estabelece que as autoridades devem aguardar várias reuniões antes de começar a considerar redução da taxa de juros. O Relatório de Política Monetária de junho (antigo Relatório Trimestral de Inflação) também reforça essa indicação, exibindo projeções de inflação acima da meta mesmo no prazo mais distante apresentado (4T2027). É importante destacar que o BCB chegou a tais projeções, que pesam na direção de uma postura dura, mesmo sem ter revisado a sua hipótese para o hiato do produto, que hoje nos parece pouco consistente com a realidade de uma economia que tem desaquecido mais devagar do que se esperava. 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 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.

**Mantemos a nossa expectativa de corte de juros apenas no ano que vem, no 1º trimestre de 2026, levando a Selic para 12,75 a.a.** Entendemos que os riscos ainda pesam na direção de um corte ainda mais tardio do que a nossa visão atual. Mas, reconhecemos que uma eventual valorização expressiva da moeda ou uma desaceleração mais abrupta da economia (em função do efeito menor do novo programa de crédito consignado privado, por exemplo) poderiam antecipar o corte de juros já para este ano.

## Brasil | Dados e projeções

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P		
						Atual	Anterior	Atual	Anterior	
<b>Atividade Econômica</b>										
Crescimento real do PIB - %	-3,3	4,8	3,0	3,2	3,4	<b>2,2</b>	2,2	<b>1,5</b>	1,5	
PIB nominal - BRL bi	7.610	9.012	10.080	10.943	11.745	<b>12.611</b>	12.650	<b>13.311</b>	13.432	
PIB nominal - USD bi	1.475	1.670	1.951	2.192	2.179	<b>2.219</b>	2.213	<b>2.356</b>	2.377	
População (milhões de hab.)	209,2	210,1	210,9	211,7	212,6	<b>213,4</b>	213,4	<b>214,2</b>	214,2	
PIB per capita - USD	7.050	7.949	9.255	10.356	10.251	<b>10.396</b>	10.368	<b>10.998</b>	11.098	
Taxa de Desemprego - média anual	13,5	13,5	9,5	8,0	6,9	<b>6,3</b>	6,3	<b>6,8</b>	6,8	
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	14,7	11,6	8,4	7,9	6,6	<b>6,4</b>	6,4	<b>6,9</b>	6,9	
<b>Inflação</b>										
IPCA - %	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	<b>5,2</b>	5,3	<b>4,4</b>	4,4	
IGP-M - %	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	<b>1,3</b>	3,8	<b>3,6</b>	4,0	
<b>Taxa de Juros</b>										
Selic - final do ano - %	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	<b>15,00</b>	15,00	<b>12,75</b>	12,75	
<b>Balanco de Pagamentos</b>										
BRL / USD - final de período	5,19	5,57	5,28	4,86	6,18	<b>5,65</b>	5,65	<b>5,65</b>	5,65	
BRL / USD - média anual	5,16	5,40	5,17	4,99	5,39	<b>5,68</b>	5,70	<b>5,65</b>	5,65	
Balança comercial - USD bi	50	61	62	99	75	<b>71</b>	71	<b>74</b>	74	
Conta corrente - % PIB	-1,7	-2,4	-2,2	-1,3	-2,8	<b>-2,6</b>	-2,6	<b>-2,4</b>	-2,4	
Investimento direto no país - % PIB	3,0	2,8	4,7	2,8	3,2	<b>3,8</b>	3,8	<b>3,9</b>	3,9	
Reservas internacionais - USD bi	356	362	325	355	330	<b>330</b>	330	<b>330</b>	330	
<b>Finanças Públicas</b>										
Resultado primário - % do PIB	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	<b>-0,6</b>	-0,6	<b>-0,9</b>	-0,8	
Resultado nominal - % do PIB	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	<b>-8,8</b>	-8,8	<b>-9,5</b>	-9,2	
Dívida bruta - % PIB	86,9	77,3	71,7	73,8	76,5	<b>79,7</b>	79,4	<b>85,0</b>	84,0	
Dívida pública líquida - % do PIB	61,4	55,1	56,1	60,4	61,5	<b>67,1</b>	66,9	<b>73,1</b>	72,2	
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,2	<b>3,2</b>	3,1	<b>2,3</b>	2,4	

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-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/ataendimento-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.