

Fim do ciclo de alta, mas longe dos cortes

- ▶ Mantivemos a projeção de PIB em 2,2% para 2025 e 1,5% para 2026. A desaceleração da atividade deve ficar mais clara apenas no 2º semestre do ano, depois de uma boa performance no início do ano puxada pelo setor agropecuário e consumo sustentado por renda elevada. Em relação ao mercado de trabalho, mantivemos nossa projeção de taxa de desemprego em 6,8% em 2025 e em 7,3% em 2026.
- ▶ O cenário internacional tem sido o principal vetor para a moeda. Por um lado, o avanço nas negociações tarifárias entre EUA e China reduz a probabilidade de um cenário de desaceleração global mais intensa e aumenta a atratividade de ativos de risco. Por outro, a redução de tensões comerciais entre Estados Unidos e outros países aumenta a chance de continuidade do excepcionalismo americano, resultando em um dólar mais forte globalmente. Mantivemos, por ora, a nossa projeção de taxa de câmbio em R\$5,75 por dólar em 2025 e 2026.
- ▶ Mantivemos também a nossa projeção para o IPCA em 5,5% em 2025 e 4,4% em 2026. O balanço de riscos deste ano encontra-se simétrico. A possível diminuição do fluxo comercial entre China e Estados Unidos e menores preços de commodities metálicas pode se traduzir numa inflação de industriais mais benigna, mas a redução no volume de chuvas aumenta a probabilidade de acionamento de bandeiras tarifárias no final do ano.
- ▶ O desafio fiscal segue significativo. Mantivemos a nossa projeção de resultado primário de -0,8% em 2025 e 2026, mas avaliamos ser importante que o governo anuncie medidas de contenção de despesas no próximo relatório bimestral.
- ▶ Em sua comunicação recente, o Banco Central parece ter ganhado confiança de que a política monetária está em patamar significativamente contracionista e que a atividade está desacelerando. Soma-se a isso a aparente escolha pela estratégia de manutenção de juros elevados por tempo prolongado. Passamos a esperar taxa Selic estável em 14,75% a.a. até o final do ano e cortes apenas no ano que vem (para 12,75% a.a.).

Atividade: primeiro trimestre robusto

Mantivemos nossa estimativa de crescimento do PIB para 2025 em 2,2%. Depois do forte crescimento no início do ano, a desaceleração da atividade econômica deve ser mais pronunciada no 2º semestre do ano com os efeitos defasados do aperto monetário e em função da desaceleração global.

O tracking do 1T25 aponta para um crescimento de 1,8% na margem (3,3% na comparação anual), superando nossa estimativa do cenário de 1,6% na margem (3,1% frente ao mesmo período do ano anterior). Os dados de março indicaram que a economia encerrou o trimestre em ritmo robusto, impulsionado pelo setor agropecuário e pela renda sustentada. Com isso, a demanda por itens sensíveis à renda segue mais dinâmica do que a daqueles que dependem mais do crédito.

Por outro lado, os dados de abril apontaram uma desaceleração mais acentuada. Nosso Indicador Diário de Atividade (IDAT-Atividade) registrou uma queda mais intensa no setor de serviços e nas vendas de bens sensíveis ao crédito, enquanto os bens sensíveis à renda demonstraram alguma resiliência (veja tabela no final do texto). O desempenho positivo de março, combinado com os feriados de abril, ampliados no caso do Rio de Janeiro, pode ter influenciado os resultados do mês. Por isso, será fundamental acompanhar os dados de atividade econômica em maio para calibrar nossas projeções para 2T25.

Para 2026, mantivemos nossa projeção de crescimento em 1,5%. Nesse horizonte, o balanço de riscos apresenta-se majoritariamente altista. Embora o cenário internacional ainda traga perspectivas desafiadoras, eventuais políticas fiscais e parafiscais contracíclicas podem mais do que compensar o vetor externo, atuando como estímulos à atividade econômica no próximo ano.

Por fim, mantivemos nossas estimativas para o mercado de trabalho, com taxas de desemprego projetadas em 6,8% para 2025 e 7,3% para 2026.

Apesar da volatilidade observada, os dados continuam indicando um mercado de trabalho aquecido.

BRL: internacional segue como principal vetor

O real continua sendo influenciado

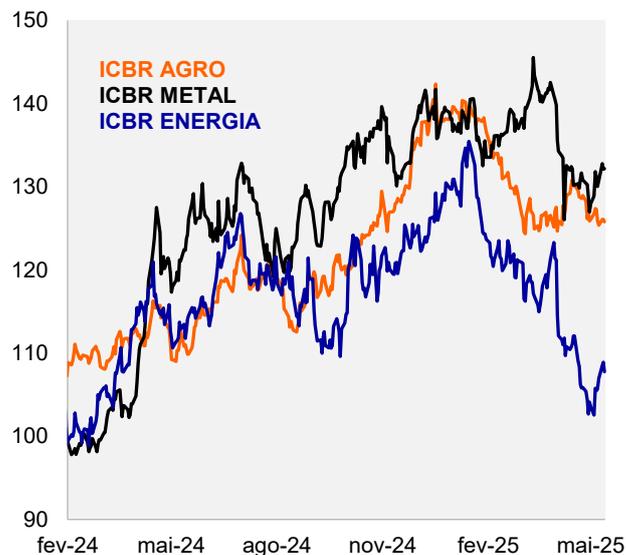
predominantemente por fatores externos. Depois de ter alcançado R\$ 6,00 imediatamente após o anúncio de imposição de tarifas pelos EUA, a moeda brasileira veio ganhando força contra o dólar – na esteira de um dólar mais fraco globalmente – alcançando as máximas próximas a 5,60.

Mantivemos, por ora, nossa projeção de taxa de câmbio em R\$ 5,75 para 2025 e 2026. Por um lado, o avanço nas negociações tarifárias no G2 reduz a probabilidade de um cenário de desaceleração global mais intensa, o que tenderia a aumentar a atratividade de ativos de risco. Isso, somado ao diferencial de juros elevado, favorece uma apreciação da moeda brasileira para patamares levemente abaixo de R\$ 5,50. No entanto, um acordo comercial entre EUA e demais países, especialmente China, aumenta a chance de continuidade do chamado excepcionalismo americano, que somado às incertezas fiscais domésticas e uma dinâmica desfavorável das contas externas, limita cenários mais positivos para a moeda.

Inflação: projeções mantidas e balanço de riscos simétrico

Mantivemos nossa projeção para IPCA de 2025 em 5,5%. Avaliamos que os riscos baixistas e altistas para a inflação estão balanceados em 2025. Por um lado, a provável diminuição do fluxo comercial entre China e Estados Unidos e o nível menor de preços de commodities metálicas pode se traduzir numa inflação de industriais mais benigna. Por outro lado, a redução no volume de chuvas aumenta a probabilidade de acionamento de bandeiras tarifárias amarela ou vermelha no final do ano.

Preços de commodities em nível mais baixo do que pré-tarifas. Redução de tensões comerciais limita chance de quedas adicionais



Fonte: Itaú

Para 2026, mantivemos a nossa projeção de inflação para 4,4%. O balanço de riscos é assimétrico: o mercado de trabalho ainda pressionado e a persistência de expectativas de inflação desancoradas no horizonte mais longo são os principais riscos de alta.

Fiscal: maior controle de despesas segue necessário

Mantivemos a nossa projeção de resultado primário em -0,8% do PIB em 2025 e 2026. Para 2025, por ora, não esperamos o cumprimento do alvo de -0,6% do PIB (considerando abatimentos e o limite inferior da meta oficial de 0%), que dependerá do sucesso do governo em sua agenda de receitas, especialmente as de caráter extraordinário como de leilões de petróleo e dividendos de estatais. Para 2026, o principal risco é a implementação de iniciativas que alterem, contornem, ou desfigurem explicitamente ou implicitamente as regras fiscais, executando ritmos mais elevados de crescimento das despesas primárias e/ou maiores renúncias de receita – combinação que, por sinal, tem sido típica em anos de eleições gerais.

Avaliamos ser importante que o governo anuncie medidas de contenção de despesas. Um anúncio de uma contenção robusta, da ordem de R\$ 40 bilhões, na próxima revisão bimestral, em 22 de maio, sinalizaria uma maior prudência na execução orçamentária, diante de riscos de frustração das receitas extraordinárias e de nova subestimação de despesas obrigatórias (como foi

em 2024 com principalmente Previdência e BPC, que seguem mostrando pouca evidência de sucesso das iniciativas antifraude). No entanto, os sinais são na direção de um ajuste menor e mais gradual, sem resolver completamente a execução de despesas fora do orçamento, contribuindo na manutenção do risco fiscal elevado.

Política monetária: fim do ciclo de alta, mas ainda longe do corte

Em sua decisão mais recente, o Copom entregou a alta esperada de 50 pontos-base, elevando a taxa Selic para 14,75% a.a., sem se comprometer com sinalização sobre a próxima reunião. As projeções de inflação continuam acima da meta no horizonte relevante (3,6% no 4T26), o que provavelmente motivou essa decisão. A avaliação das autoridades sobre os possíveis efeitos da mudança no ambiente externo (ao adotar a perspectiva de que o balanço de riscos em torno do cenário central é simétrico) estabeleceu, em nossa visão, uma barra relativamente alta para um novo ajuste da Selic em junho.

Passamos a esperar taxa Selic estável em 14,75% a.a. até o final do ano. Em sua comunicação recente, o Banco Central parece ter ganhado confiança de que a política monetária está em patamar significativamente contracionista e que a atividade está desacelerando, com sinais de arrefecimento no mercado de trabalho e inflexão em algumas linhas de crédito. Soma-se a isso a aparente escolha pela estratégia de manutenção de juros elevados por tempo prolongado, que de acordo com as nossas simulações, com Selic estável em 14,75% gera projeção de inflação no horizonte relevante (4T26) em torno de 3,3% - provavelmente próxima o suficiente da meta para o comitê.

Não vislumbramos espaço para cortes de juros esse ano, diante das expectativas desancoradas e da atividade ainda resiliente. Projetamos cortes apenas ao longo de 2026, quando a taxa de juros alcançará o nível de 12,75%.

Mapa de calor IDAT (var. anual, sem ajuste sazonal)										
Aberturas	out-24	nov-24	dez-24	jan-25	fev-25	mar-25	abr-25	3T24	4T24	1T25
IDAT-Atividade	6,5%	6,5%	1,4%	3,7%	7,3%	2,3%	2,4%	6,4%	4,6%	4,2%
IDAT-Serviços	6,1%	9,0%	2,2%	4,8%	8,3%	6,5%	3,1%	6,7%	5,7%	6,5%
IDAT-Bens	6,8%	3,8%	0,5%	2,3%	5,7%	-2,7%	1,7%	6,2%	3,6%	2,0%
IDAT-Bens sensíveis à renda	7,3%	6,5%	2,5%	4,5%	10,2%	4,3%	5,1%	4,3%	5,2%	5,2%
IDAT-Bens sensíveis ao crédito	12,5%	3,9%	2,6%	2,6%	7,3%	-4,6%	-7,3%	9,1%	6,3%	1,0%

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	12.650	12.642	13.438	13.441	
PIB nominal - USD bi	1.475	1.670	1.951	2.192	2.179	2.196	2.188	2.337	2.338	
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	10.289	10.250	10.910	10.913	
Taxa de Desemprego - média anual	13,5	13,5	9,5	8,0	6,9	6,6	6,6	7,1	7,1	
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	14,7	11,6	8,4	7,9	6,6	6,8	6,8	7,3	7,3	
Inflação										
IPCA - %	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	5,5	5,5	4,4	4,4	
IGP-M - %	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	4,7	4,8	4,3	4,3	
Taxa de Juros										
Selic - final do ano - %	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	14,75	15,25	12,75	13,25	
Balanco de Pagamentos										
BRL / USD - final de período	5,19	5,57	5,28	4,86	6,18	5,75	5,75	5,75	5,75	
BRL / USD - média anual	5,16	5,40	5,17	4,99	5,39	5,76	5,77	5,75	5,75	
Balança comercial - USD bi	50	61	62	99	75	76	76	77	77	
Conta corrente - % PIB	-1,7	-2,4	-2,2	-1,3	-2,8	-2,4	-2,4	-2,3	-2,3	
Investimento direto no país - % PIB	3,0	2,8	4,7	2,8	3,2	3,9	3,9	3,9	3,9	
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	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	
Resultado nominal - % do PIB	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,9	-9,0	-9,3	-9,5	
Dívida bruta - % PIB	86,9	77,3	71,7	73,8	76,5	79,6	79,8	84,2	84,5	
Dívida pública líquida - % do PIB	61,4	55,1	56,1	60,4	61,5	66,8	67,0	72,2	72,4	
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,2	2,9	3,0	2,7	2,6	

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>

App Itaú Análises Econômicas

Notícias sobre economia na palma da sua mão, com vídeos e comentários de nossos especialistas.

Baixe agora na App Store ou Google Play



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.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.