

Cenário macro - Brasil



15 de agosto de 2025

Pequenas revisões em ambiente ainda incerto

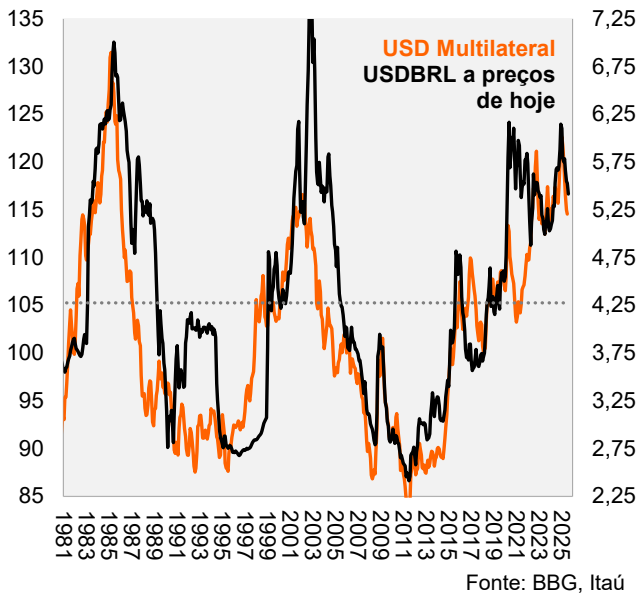
- ▶ O anúncio oficial das tarifas impostas pelos Estados Unidos sobre importações do Brasil trouxe algum alívio devido a isenções para certos produtos, que reduzem a tarifa efetiva estimada para 30% (ante 40%). Tal alívio soma-se a um dólar mais fraco ao redor do mundo e aos juros domésticos elevados, favorecendo o Real. Com isso, revisamos as nossas projeções para a taxa de câmbio para R\$/US\$ 5,50 em 2025 e 2026, de R\$/US\$ 5,65 anteriormente. As incertezas fiscais e a deterioração das contas externas, por outro lado, limitam cenários mais positivos para a moeda. Ajustamos as estimativas de déficit em conta corrente para 3,0% e 3,1% do PIB em 2025 e 2026, respectivamente (de 2,6% e 2,4%), refletindo o impacto das tarifas, uma desaceleração mais lenta das importações e uma revisão estatística do Banco Central sobre a conta de rendas.
- ▶ A atividade econômica vem desacelerando, com impulso monetário contracionista e impulso fiscal menor do que nos últimos anos. Mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB em 2,2% para 2025, com ligeiro viés baixista. Já para 2026, mantemos um viés altista em nossa projeção de 1,5%. 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 5,2% para 5,1%, em função do câmbio mais apreciado, que deve impactar alimentos ainda nesse ano. Para 2026, mantivemos a projeção em 4,4%.
- ▶ Mantivemos as nossas projeções de resultado primário em -0,6% em 2025 e -0,9% em 2026. Apesar do cumprimento da meta de primário estar mais próximo em 2025 após majoração do IOF, o desafio segue elevado para o próximo ano. O Orçamento de 2026, a ser enviado ao final do mês, deve enfrentar ajuste necessário de 0,5% do PIB para garantir o cumprimento do limite inferior da meta oficial de 0,25%.
- ▶ O Copom encerrou o ciclo de alta da Selic em 15% a.a., sinalizando manutenção prolongada da taxa diante de incertezas externas e sinais ambíguos vindo da economia doméstica. Projetamos corte de juros apenas no 1º trimestre de 2026, mas riscos seguem inclinados para um corte ainda mais tardio, salvo choques desinflacionários relevantes.

Real mais apreciado com cenário externo, diferencial de juros e algum alívio de tarifas

Depois de semanas de incerteza em torno das tarifas comerciais impostas pelos Estados Unidos ao Brasil, o anúncio do dia 30 de julho trouxe algum alívio. A extensa lista de isenções divulgada pelo governo americano – incluindo setores como suco de laranja, aviação e parte relevante das exportações de ferro e aço – reduziu o impacto esperado. Na prática, a tarifa efetiva deve ficar próxima de 30%, abaixo dos 40% inicialmente anunciados, o que diminui a pressão sobre o fluxo comercial com os EUA.

Revisamos nossa projeção para a taxa de câmbio para R\$/US\$ 5,50 em 2025 e 2026, de R\$/US\$ 5,65 anteriormente. Com a imposição de tarifas sobre as exportações brasileiras para os EUA, o fluxo de dólares (por via comercial) deve diminuir, mas o impacto deve ser menor do que o esperado anteriormente. Isso, somado ao pano de fundo de um dólar mais fraco ao redor do mundo, ensejado por uma redução do excepcionalismo americano, e ao diferencial de juros elevado, deve continuar favorecendo o Real. Por outro lado, as incertezas fiscais e a deterioração das contas externas limitam cenários mais benignos para a moeda.

Ambiente global de dólar fraco favorece o BRL



Revisamos nossas projeções para déficit em conta corrente de 3,0% do PIB em 2025 e de 3,1% em 2026 (de 2,6% e 2,4%, respectivamente). A principal mudança veio da balança comercial, cuja projeção foi reduzida para US\$ 65 bilhões em 2025 e US\$ 58 bilhões em 2026 (de US\$ 71 bilhões e US\$ 74 bilhões, respectivamente), incorporando tanto o impacto das tarifas sobre as exportações, quanto uma desaceleração mais lenta das importações diante da resiliência da atividade doméstica. Também revisamos o déficit de rendas, após o Banco Central incorporar novos dados sobre capitais brasileiros no exterior, o que reduziu as estimativas de receitas com lucros reinvestidos. A melhora marginal em algumas linhas de serviços e alguma antecipação de exportações não foram suficientes para compensar essa deterioração.

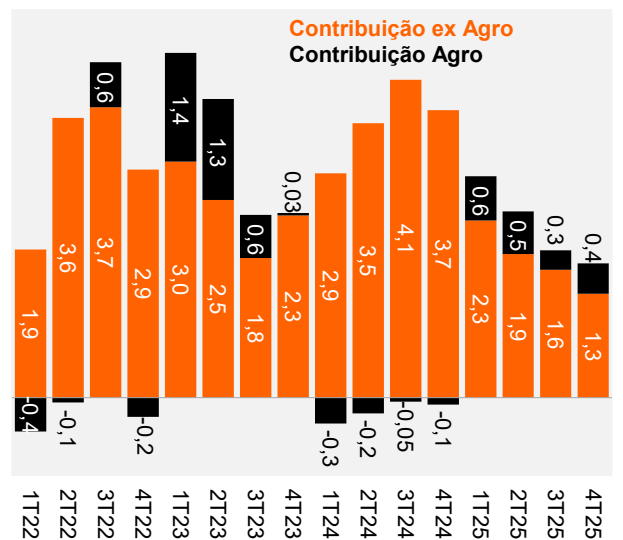
Atividade econômica desacelerando, com ligeiro viés de baixa para 2025

As pesquisas setoriais mensais e o nosso indicador diário de atividade (IDAT-Atividade) indicam desaceleração no 2º trimestre do ano. Esse movimento parece ter continuado em julho com desempenho fraco nos dados do IDAT, em especial no setor de serviços e em bens sensíveis ao crédito. Ainda assim, esperamos alguma recuperação da atividade nos próximos meses, o que deve evitar leituras negativas de PIB. A liberação dos precatórios, prevista para a primeira quinzena de agosto e a aceleração na concessão do novo consignado privado devem estimular o consumo na segunda metade do

ano, compensando parcialmente o desempenho mais fraco observado recentemente.

Mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB em 2,2% para 2025. O impacto negativo das tarifas é compensado pela revisão altista que fizemos para o crescimento do PIB Agropecuário de 7,0% para 8,3%. Seguimos atribuindo ligeiro viés baixista à projeção, em função dos riscos associados ao mercado de crédito, especialmente o impacto do IOF e a desaceleração do crédito consignado para aposentados do INSS.

Atividade econômica desacelerando em 2025 (ano contra ano)



Para 2026, mantivemos nossa projeção de crescimento em 1,5%, com viés altista. Seguimos monitorando a possibilidade de adoção de políticas fiscais contracíclicas, que poderiam ser implementadas para mitigar a 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 indicam que o mercado de trabalho continua aquecido, mas, considerando o impacto defasado da desaceleração da atividade econômica, esperamos alguma moderação do emprego ao longo do segundo semestre deste ano.

Inflação: pequena revisão baixista para o IPCA de 2025

Reduzimos novamente nossa projeção para o IPCA de 2025, de 5,2% para 5,1%. A principal contribuição veio da revisão para baixo do grupo de alimentos, influenciada pelo real mais apreciado — com impactos especialmente sobre alimentação ainda esse ano.

Para 2025, avaliamos que os riscos para a inflação seguem assimétricos para baixo. Uma moeda ainda mais apreciada pode ter efeito adicionais tanto sobre os preços de alimentos como de combustíveis. Além disso, uma reversão mais lenta do ciclo pecuário também é risco de baixa para a inflação do ano. 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%. A apreciação cambial deste ano tende a ser repassada com defasagem aos preços de bens industriais, contribuindo para alguma desaceleração da inflação desse grupo no próximo ano. Ainda assim, tal desaceleração não é suficiente para nos fazer revisar a projeção, especialmente considerando que o balanço de riscos permanece assimétrico para cima, com destaque para a pressão do mercado de trabalho como principal vetor altista para o IPCA de 2026.

Fiscal: mais próximo de cumprir meta em 2025, desafio elevado para 2026 e depois

Mantivemos a nossa projeção de resultado primário em -0,6% do PIB em 2025 e -0,9% em 2026. Para 2025, vemos o governo próximo de cumprir o limite de -0,6% do PIB (considerando abatimentos e a banda inferior da meta oficial de 0%) devido à agenda de aumento de receitas, incluindo recursos extraordinários (como os do petróleo) e a resolução de disputa no STF com a majoração do IOF. Para 2026, a arrecadação adicional vinculada à elevação da carga tributária deve ser contrabalanceada pela queda de receita recorrente devido à taxa de câmbio mais apreciada.

Não esperamos alteração na meta de 2026 no envio do orçamento ao final do mês de agosto. Apesar do desafio elevado (da ordem de 0,5 p.p. do PIB) para cumprir o limite inferior da meta de -0,4% do PIB (considerando abatimentos e a banda inferior da meta

de 0,25%), consideramos que o executivo buscará evitar uma piora da percepção fiscal com a inclusão de medidas de receita, como, por exemplo, os cerca de R\$ 20 bilhões da MP 1.303, que aumenta imposto sobre *bets*, títulos incentivados, JCP e CSLL e limita compensações tributárias. À frente, 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 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, e são necessárias para reduzir o endividamento.

Política monetária: abordagem cautelosa

Em sua decisão mais recente, o Copom encerrou o ciclo de alta de juros em 15% a.a., mantendo a sinalização de que a taxa Selic permanecerá no nível atual por um período bastante prolongado. O comitê destacou a necessidade de cautela em um contexto de maior incerteza externa, mencionando que a imposição de tarifas comerciais ao Brasil tem impactos setoriais relevantes, porém com efeitos agregados ainda incertos. Domesticamente, também há fatores de incerteza, com especial enfoque sobre os sinais mistos vindos dos indicadores econômicos e setoriais, como a divergência entre o mercado de crédito, que apresenta desaceleração mais clara, e o mercado de trabalho, que ainda demonstra dinamismo.

No entanto, as autoridades afirmaram, mais de uma vez, que o processo de desaceleração da atividade econômica está ocorrendo em linha com o esperado. Adicionalmente, o Copom mencionou pela primeira vez a recente queda nas medidas de inflação implícita, apesar de observar que as expectativas de inflação da pesquisa Focus para horizontes mais longos não sofreram alterações significativas.

De modo geral, parece que o comitê está ganhando confiança na desaceleração da economia, conforme suas expectativas, e, portanto, não vê necessidade de ajustar sua visão sobre a taxa de juros. Seguimos projetando que o Copom manterá a Selic inalterada em 15% até o final do ano, iniciando um ciclo modesto de afrouxamento monetário no primeiro trimestre de 2026, levando a taxa 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 mais 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
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	12.617	12.611	13.333	13.312
PIB nominal - USD bi	1.475	1.670	1.951	2.192	2.179	2.239	2.219	2.424	2.356
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	10.489	10.396	11.317	10.999
Taxa de Desemprego - média anual	13,5	13,5	9,5	8,0	6,9	6,2	6,3	6,8	6,8
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	14,7	11,6	8,4	7,9	6,6	6,4	6,4	6,9	6,9
Inflação									
IPCA - %	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	5,1	5,2	4,4	4,4
IGP-M - %	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	1,8	1,3	3,7	3,6
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
Balanço de Pagamentos									
BRL / USD - final de período	5,19	5,57	5,28	4,86	6,18	5,50	5,65	5,50	5,65
BRL / USD - média anual	5,16	5,40	5,17	4,99	5,39	5,64	5,66	5,50	5,65
Balança comercial - USD bi	50	61	62	99	75	65	71	58	74
Conta corrente - % PIB	-1,7	-2,4	-2,2	-1,3	-2,7	-3,0	-2,6	-3,1	-2,4
Investimento direto no país - % PIB	3,0	2,8	4,7	2,8	3,2	3,8	3,8	3,8	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	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9
Resultado nominal - % do PIB	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,8	-8,8	-9,5	-9,5
Dívida bruta - % PIB	86,9	77,3	71,7	73,8	76,5	79,5	79,7	84,7	85,0
Dívida pública líquida - % do PIB	61,4	55,1	56,1	60,4	61,5	67,4	67,1	73,2	73,1
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,2	3,7	3,2	2,1	2,3

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 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-pt/ atendimento-itaubba-pt/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.