

Cenário macro - Brasil



19 de setembro de 2025

Sem mudar o curso

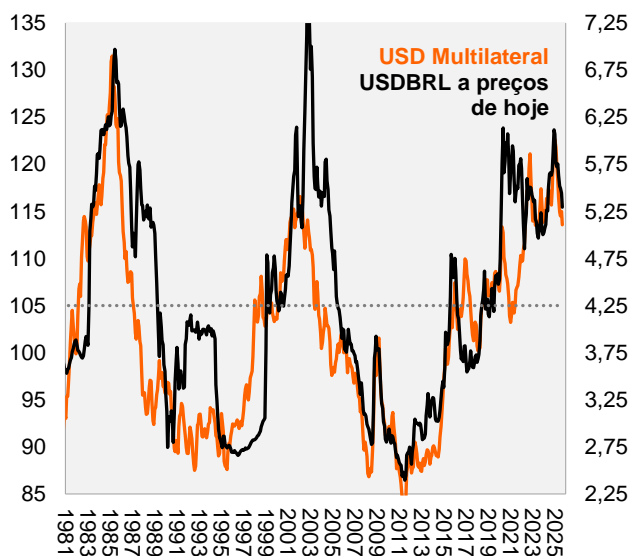
- ▶ Revisamos nossa projeção para a taxa de câmbio para R\$ 5,35/US\$ em 2025 (ante R\$ 5,50/US\$), mantendo R\$ 5,50/US\$ para 2026. O cenário externo benigno, com enfraquecimento global do dólar, deve permitir que o Real siga operando em níveis mais apreciados no curto prazo. Para o ano que vem, no entanto, o estreitamento do diferencial de juros, o prêmio de risco e o cenário desafiador das contas externas limitam perspectivas mais favoráveis.
- ▶ A atividade econômica deve seguir desacelerando no segundo semestre do ano, refletindo os efeitos defasados de política monetária contracionista. Mantemos nossas projeções de crescimento do PIB em 2,2% para 2025, com ligeiro viés de baixa, e em 1,5% para 2026, com viés de alta. No mercado de trabalho, dada a resiliência observada nas últimas leituras, reduzimos nossas estimativas para a taxa de desemprego para 6,2% em 2025 e 6,5% em 2026.
- ▶ O câmbio mais apreciado deve ter impacto na inflação de alimentos ainda esse ano. Revisamos nossa projeção para o IPCA de 2025 de 5,1% para 5,0%. Para 2026, mantivemos a projeção em 4,4%.
- ▶ Mantivemos nossa projeção de resultado primário em -0,6% em 2025 e revisamos para -1,0% em 2026 (ante -0,9%). Apesar de o governo estar próximo de cumprir a meta de 2025, vemos desafio de cerca de 0,6% do PIB para o próximo ano, com deterioração adicional associada à perda de receita recorrente diante da perspectiva de câmbio médio mais apreciado e preço de petróleo mais baixo, além do aumento do limite de despesas com a PEC 66. No Orçamento enviado pelo governo, o sucesso da estratégia de ajuste fiscal dependerá sobremaneira de receitas extraordinárias e da aprovação de medidas no Congresso.
- ▶ As expectativas de inflação recuaram modestamente e a atividade dá sinais de desaceleração. Ainda assim, com inflação corrente e expectativas (em diferentes prazos) substancialmente acima da meta e cenário externo incerto, é essencial cautela e perseverança na estratégia de manutenção de juros elevados por período prolongado, evitando cortes prematuros que poderiam comprometer a ancoragem das expectativas e reverter ganhos recentes. Mantemos a projeção de início do ciclo de flexibilização apenas no 1T26.

Real mais forte com cenário externo benigno

Revisamos nossa projeção para a taxa de câmbio para R\$ 5,35/US\$ em 2025 (de 5,50 anteriormente) e mantivemos em R\$ 5,50/US\$ para 2026. O cenário externo tem sido — e deve continuar sendo — o principal vetor de apreciação do Real. A expectativa de cortes adicionais e antecipados de juros pelo Federal Reserve reforça a tendência de enfraquecimento do dólar globalmente, favorecendo ativos de risco. Nesse ambiente, o Real deve continuar operando em níveis mais apreciados no curto prazo. Entre os fatores domésticos, o déficit em conta corrente se ampliou, tanto em termos históricos quanto na comparação com outros emergentes, compensando parte do efeito positivo do elevado diferencial de juros. Para 2026, esperamos que a taxa

de câmbio volte a ficar mais pressionada à medida que o diferencial de juros tende a estreitar com a queda da Selic e o cenário de contas externas fragilizadas persista.

Dólar fraco no mundo favorece o BRL



Fonte: BCB, Itaú

Revisamos nossa projeção para déficit em conta corrente de 3,2% do PIB em 2025 (de 3,0% anteriormente) e mantivemos a nossa projeção de 3,1% em 2026. A piora na projeção de curto prazo reflete o déficit mais pressionado na margem, influenciado principalmente por fatores conjunturais, como as importações resilientes, maiores despesas com viagens e menores receitas de lucros e dividendos. Do lado estrutural, o aumento das despesas com serviços de telecomunicação tem sido compensado pela interrupção das saídas relacionadas às plataformas de apostas (após a regulamentação destas empresas em jan/2025).

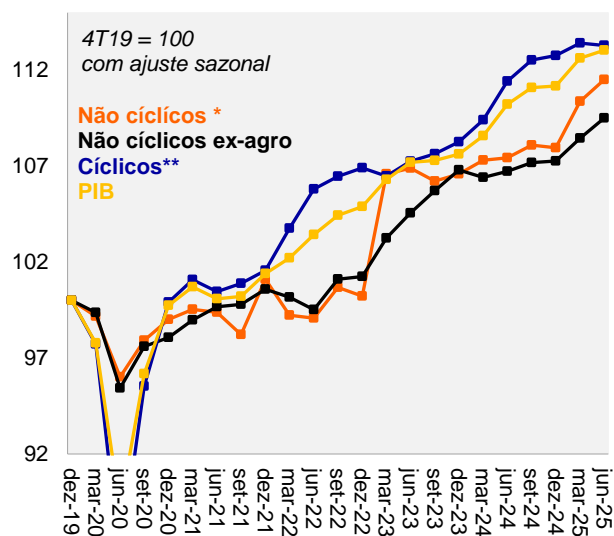
PIB deve continuar desacelerando no 2S25 com efeito da política monetária

O PIB do 2T25 avançou 0,4% na margem, com ajuste sazonal, e 2,2% na comparação anual. O resultado veio em linha com as expectativas e reforça a leitura de que a economia deve perder fôlego ao longo dos próximos trimestres. Entre os componentes, a parcela cíclica¹ registrou leve queda na margem, enquanto os segmentos não cíclicos² sustentaram o desempenho positivo no período.

¹ PIB Cíclico: Transformação, Construção, Comércio, Transportes, Serviços de informação, Utilities, Atividade imobiliária e Outros serviços

Os efeitos contracionistas da política monetária devem continuar contribuindo para a desaceleração da atividade na segunda metade do ano. Em julho, os dados do IBGE sugeriram um início mais fraco do 3T25: retração da indústria e avanços modestos no varejo e nos serviços prestados às famílias, insuficientes para compensar a forte queda de junho. Em agosto, nosso indicador diário de atividade (IDAT-Atividade) segue apontando desempenho fraco na parte de bens e indica alguma recuperação para os serviços prestados às famílias.

PIB - setores mais e menos sensíveis à política monetária



*Agropecuária, extrativa, interm.financ, adm. pública.

**Transformação, construção, comércio, transporte, serviços de informação, utilities, ativ. imobiliárias, outros serviços.

Fonte: IBGE, Itaú

No momento, o tracking do PIB³ para o 3T25 indica crescimento mais fraco do que o previsto no cenário base (+0,2%/t versus +0,3% t/t). Ainda assim, esperamos que os pagamentos de precatórios estimulem o consumo em agosto e, sobretudo, em setembro, aproximando o tracking do cenário projetado.

Com isso, mantivemos a projeção de crescimento do PIB em 2,2% para 2025, com ligeiro viés de baixa, em função dos riscos associados ao mercado de crédito — especialmente o impacto de curto prazo do IOF e uma evolução menos dinâmica que o esperado do crédito consignado privado e para aposentados do INSS.

² Agropecuária, Extrativa, Intermediação financeira e Administração pública

³ Atualmente, com 35% dos dados apurados

Para 2026, mantivemos a projeção de 1,5%, com viés de alta. Seguimos monitorando a possibilidade de adoção de políticas fiscais e parafiscais contracíclicas que possam mitigar uma eventual desaceleração da atividade no próximo ano.

Por fim, à luz das surpresas recentes, revisamos para baixo as projeções de desemprego: para 2025, de 6,4% para 6,2%; e para 2026, de 6,9% para 6,5%. Os dados de curto prazo sugerem que a taxa deve permanecer abaixo de 6,0% ao longo do 3T25. Nesse contexto, uma alta mais acentuada da desocupação mostrou-se incompatível com nossa projeção de desaceleração moderada no 4T25.

Inflação: pequena revisão baixista para 2025

Reduzimos novamente nossa projeção para o IPCA de 2025, de 5,1% para 5,0%. A principal contribuição veio da revisão para baixo do grupo de alimentos, influenciada pelo real mais apreciado — com impactos especialmente sobre alimentação.

Para 2025, avaliamos que os riscos para a inflação estão levemente 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 também aumenta 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 ou vermelha no fim do ano, o que pode elevar os custos de energia elétrica.

Para 2026, mantivemos nossa projeção de inflação em 4,4%. A apreciação cambial observada neste ano deve ser repassada com defasagem aos preços de bens industriais, mas a expectativa de uma moeda mais depreciada em 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: desafio elevado para 2026 com alta dependência de receitas extraordinárias

Mantivemos a nossa projeção de resultado primário em -0,6% do PIB em 2025 e revisamos para -1,0% (de -0,9%) em 2026. Para 2025, continuamos a enxergar 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%). Entretanto, vemos uma deterioração adicional para o próximo ano, com perda de receita devido à perspectiva de um câmbio médio mais apreciado, preço de petróleo mais baixo e a ampliação do limite de despesas com a aprovação da PEC 66, que tornou permanente o adicional temporário em 2025 devido ao diferencial de inflação.

O orçamento enviado conta com um montante elevado de receitas extraordinárias e incertas para cumprimento da meta de 2026. Como esperado, o governo optou por repetir a estratégia dos últimos anos e incluiu volume expressivo de receitas extraordinárias ou ainda pendentes de aprovação do Congresso (cerca de R\$ 92 bilhões). Em nossa visão, a incerteza quanto a concretização dessas receitas mantém o desafio para cumprimento do limite inferior da meta (-0,4% do PIB, considerando abatimentos e a banda inferior da meta de 0,25%) em cerca de 0,6% do PIB. 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 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. Vale lembrar que precisamos de um superávit primário de 3% a 4% do produto para estabilizar a dívida.

Cautela e persistência na estratégia de política monetária

O Copom se reuniu nos dias 16 e 17 de setembro e, por unanimidade, decidiu manter a Selic em 15,00% a.a., reafirmando o compromisso manter a taxa de juros em patamar elevado por bastante tempo a fim de assegurar a convergência da inflação à meta no horizonte relevante. A decisão refletiu, de um lado, a necessidade de cautela diante de um ambiente externo ainda incerto; de outro, a leitura de que os efeitos defasados da política monetária permanecem em curso.

Já é possível observar alguns sinais de que a estratégia do Banco Central de manutenção dos juros no patamar atual por período bastante prolongado começa a surtir efeito. As expectativas de inflação, tanto as medidas pela pesquisa Focus quanto pelas implícitas, recuaram, ainda que de forma modesta, de modo que permanecem substancialmente acima da meta de inflação para diferentes prazos. A própria inflação corrente, após algum alívio qualitativo no meio do ano, voltou a superar o intervalo de tolerância da meta ajustado pela sazonalidade. O PIB do 2T25 e os indicadores de atividade do início do 2T25 reforçam a leitura de desaceleração gradual da atividade, ainda que sinais permaneçam divergentes, com mercado de trabalho ainda resiliente.

Com sinais ainda mistos, cautela e perseverança na estratégia indicada de política monetária são fundamentais, evitando assim cortes prematuros nos juros, com impacto deletério sobre expectativas (que apenas recentemente tiveram pequeno recuo) e correndo o risco de uma inflação mais alta.

Mantemos nossa expectativa de Selic terminando o ano em 15% a.a. e cortes apenas no 1º trimestre de 2026, levando a taxa Selic para 12,75%.

Reconhecemos, entretanto, que os riscos aumentaram na direção de um corte antecipado ainda em 2025, o que pode ocorrer caso se verifique uma valorização mais expressiva da taxa de câmbio ou uma desaceleração mais acentuada da atividade. Em contrapartida, uma revisão expressiva no hiato do produto pelo Banco Central em direção a uma atividade mais aquecida poderia atenuar os riscos de uma flexibilização antecipada, algo que nos parece menos provável dadas as informações recentes sobre o ritmo de atividade econômica.

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	12.663	12.616	13.405	13.331	
PIB nominal - USD bi	1.475	1.670	1.951	2.192	2.179	2.266	2.238	2.468	2.424	
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	10.616	10.488	11.522	11.315	
Taxa de Desemprego - média anual	13,5	13,5	9,5	8,0	6,9	6,1	6,2	6,4	6,8	
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	14,7	11,6	8,4	7,9	6,6	6,2	6,4	6,5	6,9	
Inflação										
IPCA - %	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	5,0	5,1	4,4	4,4	
IGP-M - %	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	2,0	1,8	3,5	3,7	
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	5,50	5,50	5,50	
BRL / USD - média anual	5,16	5,40	5,17	4,99	5,39	5,59	5,62	5,43	5,50	
Balança comercial - USD bi	50	61	62	99	75	65	65	58	58	
Conta corrente - % PIB	-1,7	-2,4	-2,2	-1,3	-2,7	-3,2	-3,0	-3,1	-3,1	
Investimento direto no país - % PIB	3,0	2,8	4,7	2,8	3,2	3,8	3,8	3,7	3,8	
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	-1,0	-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	79,2	79,5	84,4	84,7	
Dívida pública líquida - % do PIB	61,4	55,1	56,1	60,4	61,5	67,4	67,4	72,9	73,2	
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,2	3,7	3,7	2,9	2,1	

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.
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.itaubba-pt/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.