

Cenário macro - Brasil



13 de novembro de 2025

Preparando o terreno para o corte

- ▶ Mantivemos nossa projeção para a taxa de câmbio em R\$/US\$ 5,35 para 2025 e em R\$/US\$ 5,50 para 2026. Fatores domésticos e menor convicção quanto ao enfraquecimento adicional do dólar além dos patamares atuais limitam perspectivas de um Real muito mais apreciado.
- ▶ Mantivemos a projeção de crescimento do PIB em 2,2% para 2025, à luz de indicadores que confirmam a desaceleração da atividade na segunda metade do ano. Para 2026, revisamos o PIB para 1,7% (de 1,5%), incorporando o impacto das medidas fiscais e creditícias anunciadas nos últimos meses. O balanço de riscos segue com viés de alta, diante da possibilidade de novas medidas contracíclicas. No mercado de trabalho, os dados recentes apontam resiliência com sinais incipientes de arrefecimento, em linha com a expectativa de leve aumento da taxa de desemprego, que deve encerrar 2025 em 6,2%. Para 2026, considerando a revisão altista do crescimento, ajustamos a projeção de desemprego para 6,4% (de 6,5%).
- ▶ Revisamos nossa projeção de inflação para 4,5% (de 4,6%) em 2025 e para 4,2% (de 4,3%) em 2026. O balanço de riscos para 2025 é simétrico, com a chance de menor pressão em alimentos compensando o possível acionamento da bandeira de energia amarela no fim do ano. Para 2026, o viés é levemente baixista, refletindo a queda dos IGPs, estoques elevados e a possível redução nos preços do petróleo. Por outro lado, o mercado de trabalho permanece como o principal fator de risco altista para a inflação, em especial de serviços.
- ▶ Mantivemos a nossa projeção de resultado primário em -0,6% em 2025 e -0,8% em 2026. À luz das regras fiscais vigentes, vemos o governo próximo do cumprimento do limite inferior da meta em 2025 e com desafio de 0,4% do PIB em 2026, com riscos associadas à adoção de medidas que enfraqueçam, direta ou indiretamente, as restrições impostas pelo atual arcabouço fiscal, bem como que reduzam sua transparência.
- ▶ O Copom parece estar ganhando confiança de que a estratégia atual de política monetária (de manter a Selic em 15% por período prolongado) está funcionando. Há sinais de moderação na atividade econômica, queda da inflação corrente e das expectativas de inflação, além do recuo da projeção de inflação para o horizonte relevante. Mantemos a projeção de início do ciclo de flexibilização em janeiro do ano que vem, levando a taxa Selic para 12,75% a.a. em 2026.

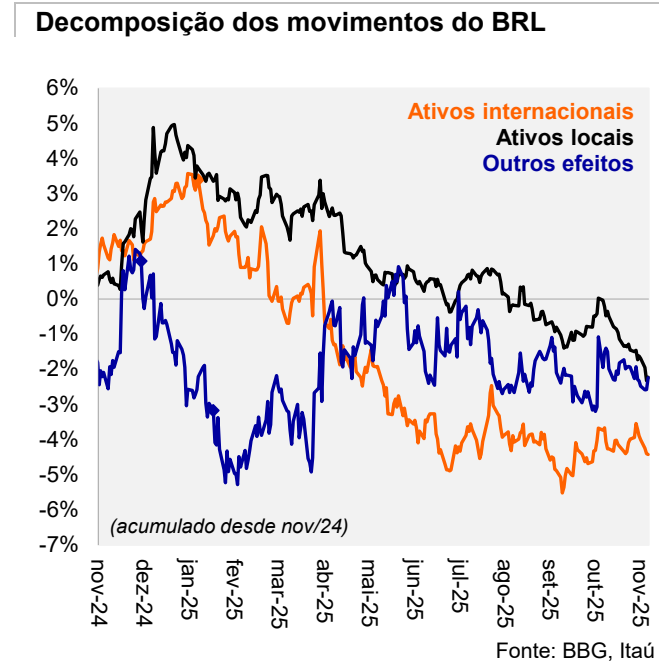
Real: apreciação limitada à frente

Mantivemos nossa projeção para a taxa de câmbio em R\$/US\$ 5,35 para 2025 e em R\$/US\$ 5,50 para 2026. A apreciação do real ao longo do ano tem sido explicada, em grande parte, pelo enfraquecimento do dólar, movimento que parece ter estabilizado nos últimos meses. Para frente, não vemos vetor de apreciação adicional da moeda. Do ponto de vista externo, temos menor convicção sobre a perspectiva de enfraquecimento do dólar além dos patamares atuais. Por sua vez, os fundamentos domésticos também limitam cenários mais benignos. Entre estes, não contemplamos redução do prêmio de risco, em contexto de estreitamento do diferencial de juros e de continuidade do desempenho ruim das contas externas.

Revisamos nossa projeção para déficit em conta corrente de US\$ 78 bilhões em 2025 (de US\$ 75 bilhões) e mantivemos a nossa projeção de US\$ 77 bilhões em 2026. A piora na projeção de curto prazo reflete as maiores remessas de Lucros e Dividendos na margem. Para o ano que vem, a revisão negativa no déficit da conta de rendas foi compensada por uma revisão positiva no saldo comercial, puxado por aumento de exportações.

Revisamos a projeção de superávit comercial para US\$ 65 bilhões (de US\$ 58 bilhões) em 2026. Essa revisão positiva decorre da retirada do esperado impacto negativo das tarifas sobre as exportações, efeito que havia sido incorporado na projeção no momento do anúncio, mas que até agora não se

materializou. O recente crescimento do volume exportado, a despeito da queda nas vendas para os Estados Unidos, sugere que o Brasil tem sido bem-sucedido em redirecionar parte de seus fluxos comerciais e em estreitar relações com novos parceiros.



*Onde ‘Ativos internacionais’ é o movimento conjunto do BRL com uma cesta de moedas; ‘Ativos locais’ é o movimento conjunto do BRL com outros ativos brasileiros (CDS, Bolsa...); e ‘Outros efeitos’ é o resíduo.

Atividade: revisão altista do PIB 2026, incorporando medidas fiscais e creditícias

Os indicadores mais recentes confirmam a continuidade da desaceleração da atividade no 3T25. Mantemos a estimativa de expansão de 0,3% na margem (ajustada sazonalmente) e de 1,9% na comparação interanual para o período.

Para 2025, mantivemos a projeção de crescimento do PIB em 2,2%. O balanço de riscos segue com viés de baixa, em função da dinâmica do mercado de crédito, influenciada especialmente pelo consignado do INSS e mudanças tributárias (IOF), embora as concessões a pessoas físicas e jurídicas tenham mostrado melhora recente, reduzindo a probabilidade de materialização desses riscos negativos.

¹ Vale destacar que os impactos do novo crédito consignado privado (+0,2p.p.) e da isenção do imposto de renda pessoa física (+0,3p.p.) já tinham sido incorporados nos cenários anteriores.

Para 2026, revisamos a projeção de crescimento do PIB para 1,7% (de 1,5% no cenário anterior), incorporando as medidas fiscais e creditícias anunciadas nos últimos meses¹. A revisão decorre, principalmente, dos efeitos de: i) ampliação do programa Minha Casa, Minha Vida; ii) Luz para Todos; iii) Gás do Povo; iv) liberação de compulsório de poupança para empréstimos imobiliários; e v) linhas de crédito direcionadas para reformas residenciais. Em sentido contrário, incluímos o impacto negativo da mudança nas regras de concessão de crédito vinculadas ao saque-aniversário do FGTS.

PIB 2026				
Medidas governamentais	Comentário	R\$	Impacto potencial no PIB (p.p.)	Impacto Incorporado PIB26
Medidas incorporadas nos cenários anteriores				
Consignado Privado	Ampliação do público do consignado privado. Dados MTE indicam ritmo próximo de concessão ~ R\$250-300 milhões por dia útil.	70/80 bilhões	+0,20p.p.	+0,20p.p.
Isenção do IRPF	Isenção do IRPF para quem recebe até R\$ 5mil, e redução para quem recebe R\$5mil a R\$ 7,35mil.	35 bilhões	+0,30p.p.	+0,30p.p.
Total incorporado anteriormente				+0,5p.p.
Medidas a serem incorporadas neste cenário				
Ampliação da MCMV	Aumento dos recursos direcionados ao programa MCMV em 2026.	5,6 bilhões	+0,05p.p.	+0,05p.p.
Luz para todos	Para famílias do CadÚnico/BPC: Desconto de 100% para quem consome até 80kWh.	7,1 bilhões	+0,03p.p.	+0,03p.p.
Gás do Povo	Gratuidade no botijão de gás de cozinha para as famílias em situação de vulnerabilidade.	2 bilhões	+0,00p.p.	+0,00p.p.
Liberação do compulsório	Redução do compulsório da poupança de 20% para 15%.	40 bilhões	+0,15p.p.	+0,10p.p.
Saque aniversário	Limitação a antecipação do saque (nov/25): empréstimo limitado R\$ 2,5mil (apenas uma antecipação por ano).	-30 bilhões	-0,11p.p.	-0,11p.p.
Crédito para reformas	Linha de crédito direcionada para reformar casas, operada pela Caixa Econômica Federal.	40 bilhões	+0,15p.p.	+0,10p.p.
Total incorporado nesse cenário			+0,3p.p.	+0,2p.p.

Mesmo com a revisão, mantivemos o viés de alta para o PIB 2026, à luz da possível adoção de medidas fiscais e parafiscais de caráter contracíclico.

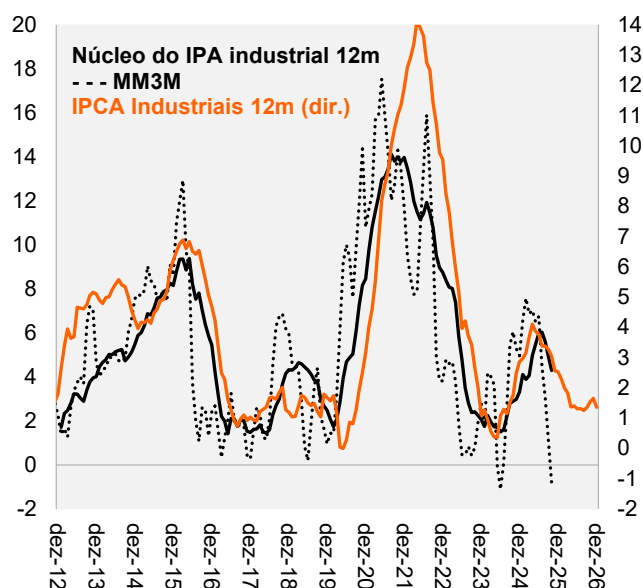
Por fim, com relação ao mercado de trabalho, indicadores mais recentes sugerem resiliência, mas com sinais incipientes de arrefecimento, em linha com nossa expectativa de leve alta da taxa de desemprego nos próximos meses. Mantemos a projeção de taxa de desemprego em 6,2% em 2025, mas ajustamos a de 2026 para 6,4% (de 6,5%), diante da revisão altista do crescimento da atividade.

Inflação: revisões baixistas

Revisamos nossa projeção de inflação para 4,5% (de 4,6%) para 2025, incorporando surpresas baixistas recentes. Avaliamos que os riscos estão simétricos. Os preços de alimentos podem ficar menos pressionados, seja por uma reversão mais lenta do ciclo pecuário ou por preços de itens in natura. 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.

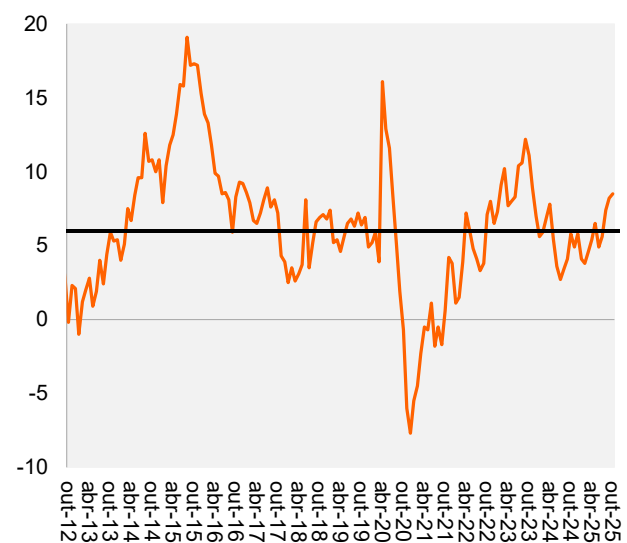
Para 2026, revisamos a projeção de inflação para 4,2% (de 4,3%) incorporando menor inflação de itens industriais. O balanço de riscos é assimétrico para baixo. A recente queda nos Índices Gerais de Preço (IGPs), especialmente nos componentes ligados a bens de consumo final, combinada a estoques acima da média histórica, tende a reduzir a pressão inflacionária em bens industriais no próximo ano. Adicionalmente, a expectativa de queda nos preços do petróleo pode resultar em novos ajustes para baixo nos preços de combustíveis nas refinarias. Por outro lado, o mercado de trabalho resiliente, com desemprego ainda abaixo do neutro segue como o principal fator de pressão altista sobre o IPCA, especialmente sobre serviços.

Queda no IPA industrial já aparecendo no IPCA



Fonte: FGV, IBGE, Itaú

Estoques acima da média histórica



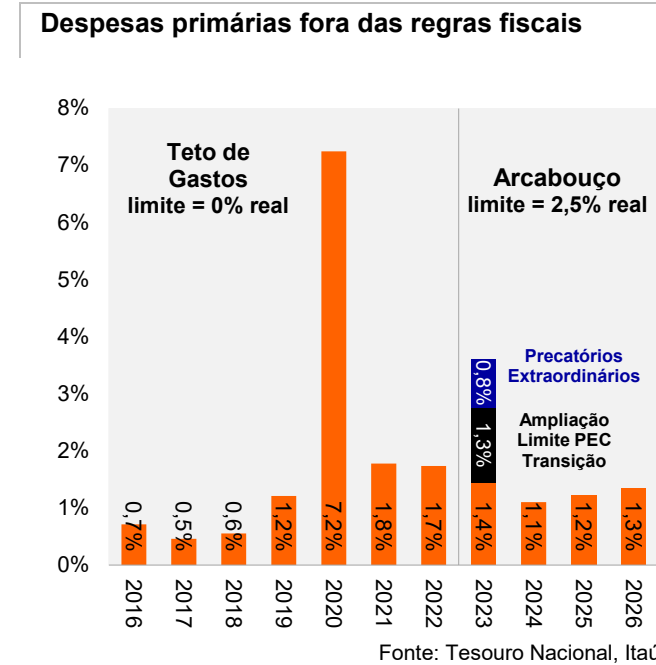
Fonte: FGV, Itaú

Fiscal: desafios grandes com regras mais frágeis

Mantivemos nossas projeções de resultado primário em -0,6% e -0,8% do PIB em 2025 e 2026, respectivamente. No ano corrente, apesar de desaceleração da arrecadação e aumento do ritmo de execução das despesas, 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, seguimos enxergando

um desafio de 0,4% do PIB para cumprimento do limite inferior da meta, com queda de receita conjuntural sendo compensada pelos efeitos da limitação de compensações tributárias.

O principal risco fiscal à frente é a adoção de medidas que enfraqueçam, direta ou indiretamente, as restrições impostas pelo atual arcabouço fiscal. Em um país com dívida pública elevada e em trajetória ascendente, a credibilidade da política fiscal depende de regras abrangentes, previsíveis e impositivas, de modo a ancorar expectativas. Nesse contexto, observamos com preocupação o montante elevado e crescente das exceções ao limite de despesas, mesmo diante de um regime que já permite expansão significativa do gasto primário.



Política monetária: ganhando confiança

O Copom segue reafirmando o compromisso de manter a taxa de juros em patamar elevado por bastante tempo a fim de assegurar a convergência da inflação à meta no horizonte relevante, e parece estar ganhando confiança de que a estratégia atual de política monetária está funcionando. Há sinais de moderação na atividade econômica, queda da inflação corrente e das expectativas de inflação, especialmente no curto prazo, mas também para além do horizonte relevante. As projeções de inflação para o mesmo (2T27) recuaram para 3,3% (de 3,4% no último Relatório de Política Monetária), mesmo incorporando o

impacto altista da medida de ampliação da isenção do imposto de renda, indicando um comitê que enxerga menor risco de alta do hiato do produto e, consequentemente, da inflação, em comparação com outubro.

Mantemos nossa expectativa de início do ciclo de cortes em janeiro de 2026, com redução de 0,25 p.p., levando a Selic para 12,75% a.a. ao longo do ano. O modelo do Banco Central deve mostrar inflação mais perto da meta no horizonte relevante na reunião de janeiro, permitindo início de uma flexibilização monetária gradual. Para que isso ocorra, no entanto, serão necessários ajustes adicionais na comunicação do comitê, por ocasião da reunião de dezembro, eliminando o trecho no qual o Copom afirma que “não hesitará em retomar o ciclo de ajuste, caso julgue apropriado” e qualificando em que estágio o referido “período bastante prolongado” encontra-se.

O risco, ainda que um pouco menor na margem, segue na linha de postergar o início do ciclo de cortes. Um crescimento mais forte, que motive nova revisão do hiato do produto, ou um mercado de trabalho que continue surpreendendo por sua resiliência ou mesmo uma postura mais conservadora do BC podem adiar o início dos cortes.

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	1,7	1,5
PIB nominal - BRL bi	7.610	9.012	10.080	10.943	11.745	12.646	12.658	13.299	13.359
PIB nominal - USD bi	1.475	1.670	1.951	2.192	2.179	2.265	2.269	2.449	2.460
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	10.612	10.632	11.430	11.482
Taxa de Desemprego - média anual	13,5	13,5	9,5	8,0	6,9	6,0	6,1	6,2	6,4
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	14,7	11,6	8,4	7,9	6,6	6,2	6,2	6,4	6,5
Inflação									
IPCA - %	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,5	4,6	4,2	4,3
IGP-M - %	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	-0,4	1,1	3,3	3,4
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	5,35	5,50	5,50
BRL / USD - média anual	5,16	5,40	5,17	4,99	5,39	5,58	5,56	5,43	5,43
Balança comercial - USD bi	50	61	62	99	75	66	65	65	58
Conta corrente - % PIB	-1,6	-2,4	-2,2	-1,2	-3,0	-3,5	-3,3	-3,1	-3,1
Investimento direto no país - % PIB	3,0	2,8	4,7	2,8	3,2	3,8	3,7	3,7	3,7
Reservas internacionais - USD bi	356	362	325	355	330	360	330	360	330
Finanças Públicas									
Resultado primário - % do PIB	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8
Resultado nominal - % do PIB	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,8	-8,7	-9,3	-9,3
Dívida bruta - % PIB	86,9	77,3	71,7	73,8	76,5	79,4	79,1	85,0	84,4
Dívida pública líquida - % do PIB	61,4	55,1	56,1	60,4	61,5	66,2	67,4	71,9	72,9
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,2	4,2	4,0	2,7	2,9

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.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.