



Pesquisa Macroeconômica

10 Temas para 2025 | Cenário Brasil

BRASIL: 10 temas para 2025

Atividade: desaceleração moderada, mas riscos crescentes

1. PIB 2025 2,2%, com 2º semestre mais fraco. Quais são os fundamentos e como será a dinâmica trimestral?
2. Desaceleração pode ser mais intensa ao longo do ano?
3. E 2026: quais os riscos?

Real: terminou o ano acima de R\$ 6,00 por dólar, espaço para apreciação é limitado

4. Quais são os determinantes da moeda?
5. Real mais depreciado melhora a dinâmica das contas externas adiante?

Inflação: nova revisão altista com Real mais depreciado

6. O que esperar para 2025 e 2026? Quais os principais riscos?
7. Real mais depreciado já teve impacto na inflação ou ainda vai bater? Qual é o *timing*?

Selic: contracionista, por um bom tempo

8. Qual é o tamanho do ciclo e quais são os riscos? Em qual ritmo o BC deve seguir?

Fiscal: déficits persistentes, dívida crescente

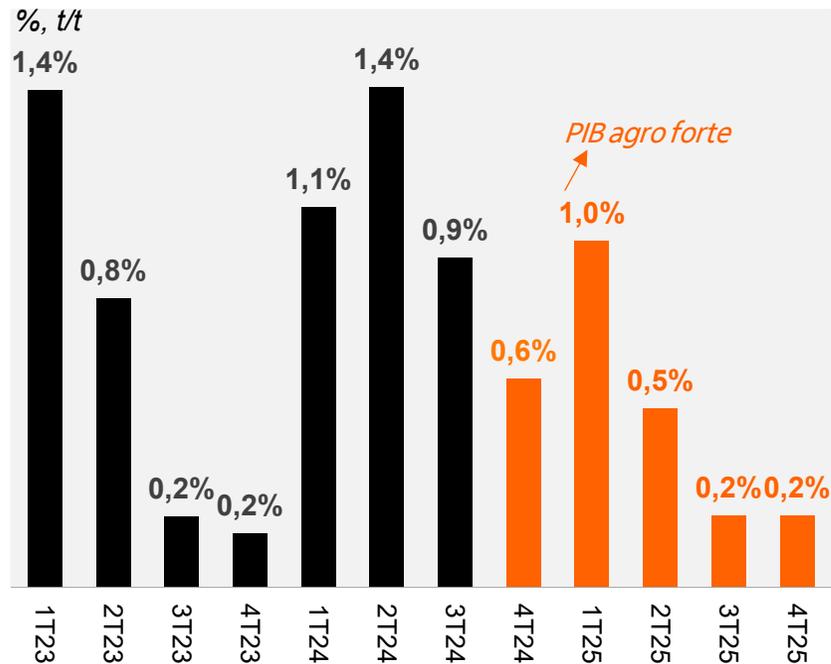
9. Governo conseguirá cumprir o limite de despesas e a meta de resultado primário?
10. O cumprimento do arcabouço no formato atual é suficiente para melhorar a percepção de risco doméstica?

Atividade: desaceleração moderada, mas riscos crescentes

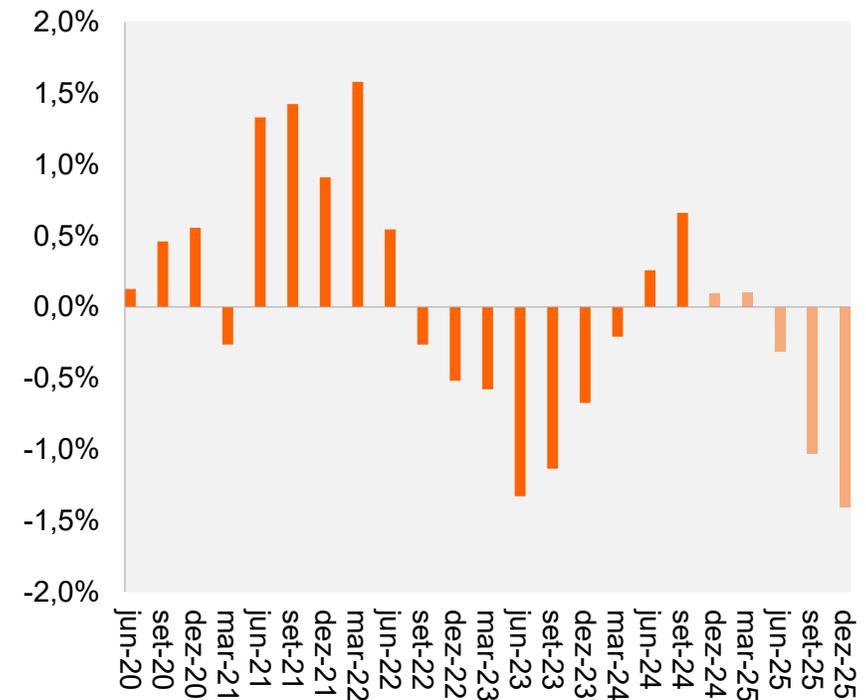
1. PIB 2025 2,2%, com 2º semestre mais fraco. Quais são os fundamentos e como será a dinâmica trimestral?

- PIB agro forte deve ajudar o crescimento no 1T25. A renda (com reajuste real do salário mínimo e mercado de trabalho ainda apertado) também deve seguir sustentando o consumo.
- Esperamos alguma desaceleração a partir do 2T25 em função da redução dos impulsos fiscal (via transferências) e monetário (com juro avançando em território contracionista). Este último deve ter impacto mais pronunciado no 2º semestre do ano.

PIB trimestral



Impulso Monetário (Crédito e Juros)

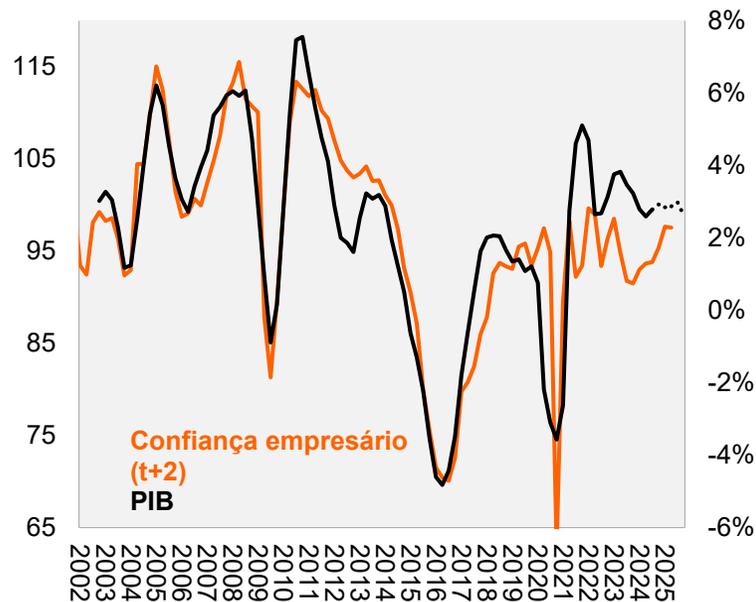


Atividade: desaceleração moderada, mas riscos crescentes

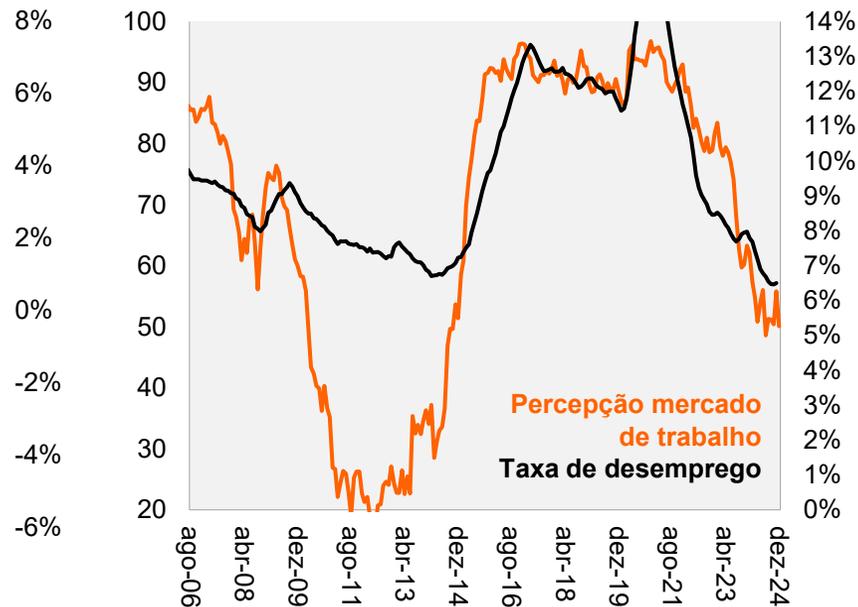
2. Desaceleração pode ser mais intensa ao longo do ano?

- Existem amortecedores que reduzem a probabilidade de cenários de desaceleração mais intensa: (i) confianças ainda em patamares altos, (ii) PIB agro forte e potenciais *spillovers*, (iii) mercado de trabalho resiliente e sem sinais de fraqueza, (iv) poupança das famílias elevada.
- Mas riscos são crescentes, especialmente diante do aumento da Selic e possíveis impactos na inadimplência, concessões de crédito e emissões no mercado de capitais. Nesse caso, impacto maior seria a partir do 2S25.

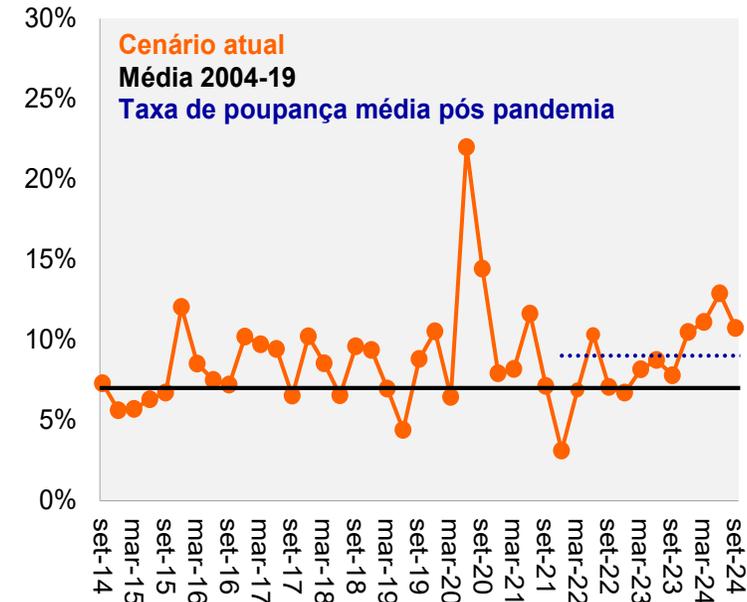
Confiança Empresário vs. PIB



Taxa de desemprego vs "Jobs Hard to Get"



Taxa de poupança das famílias

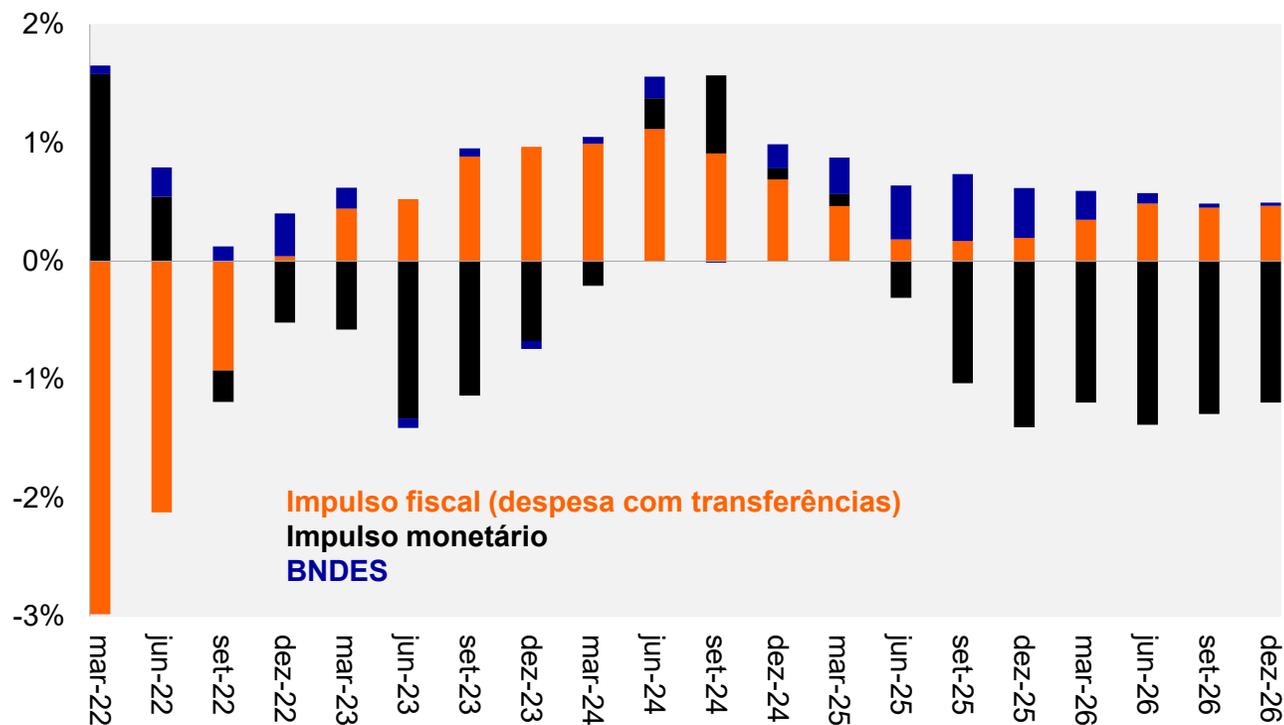


Atividade: desaceleração moderada, mas riscos crescentes

3. E 2026? Quais são os riscos?

- Para 2026, revisamos a nossa projeção de crescimento para 1,5% (de 2,0%). O efeito defasado da política monetária tende a ser mais pronunciado em 2026.
- Existem incertezas, no entanto, em relação à reação de política fiscal e parafiscal diante da desaceleração da atividade em ano eleitoral.

Impulso fiscal, monetário e BNDES

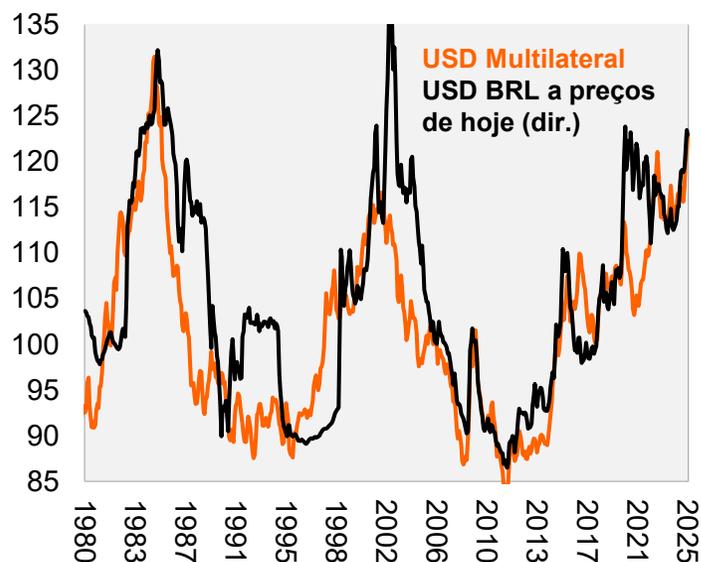


Real: terminou o ano acima de R\$ 6,00 por dólar, espaço para apreciação é limitado

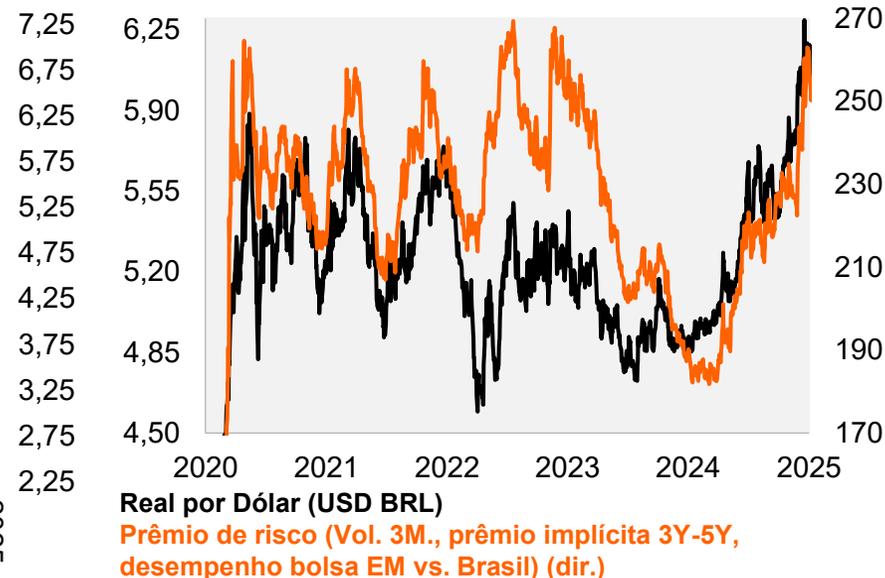
4. Quais são os determinantes da moeda?

- Incertezas externas e domésticas devem seguir pressionando a moeda:
 - Dólar deve se manter forte globalmente: crescimento EUA maior do que outros países; política tarifária/inflacionária do governo Trump; sem cortes adicionais de juros nos EUA.
 - Prêmio de risco brasileiro deve seguir elevado diante das incertezas fiscais.
 - Piora da dinâmica da conta corrente, refletindo atividade aquecida.
- Diferencial de juros ajuda na medida em que a taxa Selic continuar subindo, mas não o suficiente para promover apreciação significativa da moeda.
- Projetamos taxa de câmbio em R\$ 5,90 por dólar em 2025 e 2026 (5,70 anteriormente).

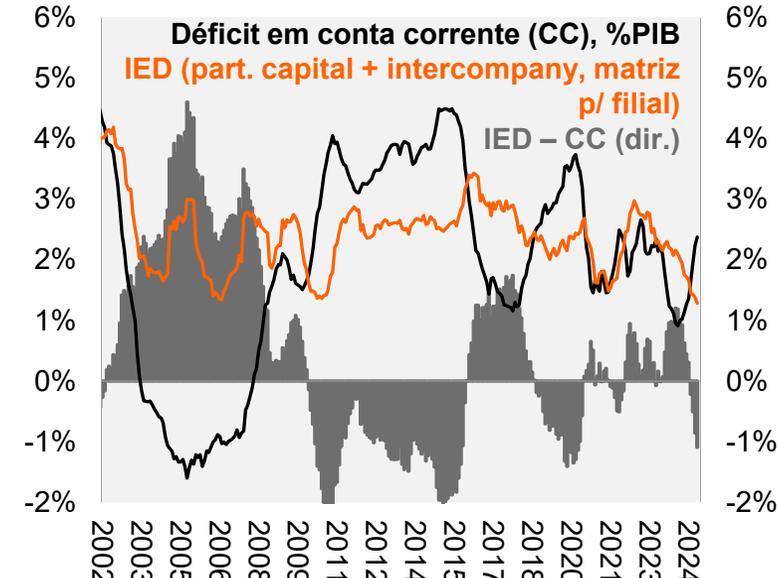
Dólar forte globalmente



Prêmio de risco segue elevado



IED não cobre integralmente deficit em CC

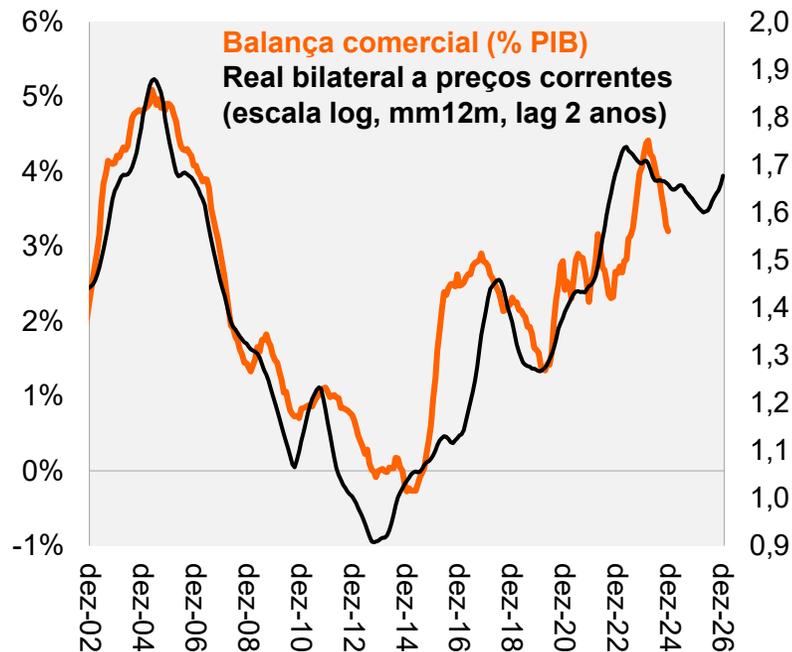


Real: terminou o ano acima de R\$ 6,00 por dólar, espaço para apreciação é limitado

5. Real mais depreciado melhora a dinâmica das contas externas adiante?

- Câmbio bate com defasagem nas contas externas (aproximadamente 2 anos), mas deve ajudar adiante. Safra forte em 2025 e alguma moderação da atividade econômica também ajudam. Mas parte da piora nas contas externas (“demais serviços”) é estrutural e deve se manter.
- Projetamos déficit em conta corrente de 2,3% do PIB em 2025 e 2,0% em 2026.

Balança comercial vs. Real



USD Bi	2021	2022	2023	Projeção		
				2024	2025	2026
Conta corrente	-40	-41	-25	-54	-48	-47
% PIB	-2,4%	-2,1%	-1,1%	-2,5%	-2,3%	-2,0%
Balança comercial (BCB)	44	44	81	68	69	73
Saldo comercial (MDIC)	61	62	99	75	76	80
Serviços	-27	-40	-40	-50	-55	-57
Serviços ex-Outros	-23	-35	-30	-34	-35	-37
Outros Serviços	-4	-5	-10	-16	-20	-20
Renda primária	-59	-57	-79	-75	-65	-66
Renda secundária	3	4	3	3	3	3

Inflação: nova revisão altista com BRL mais depreciado

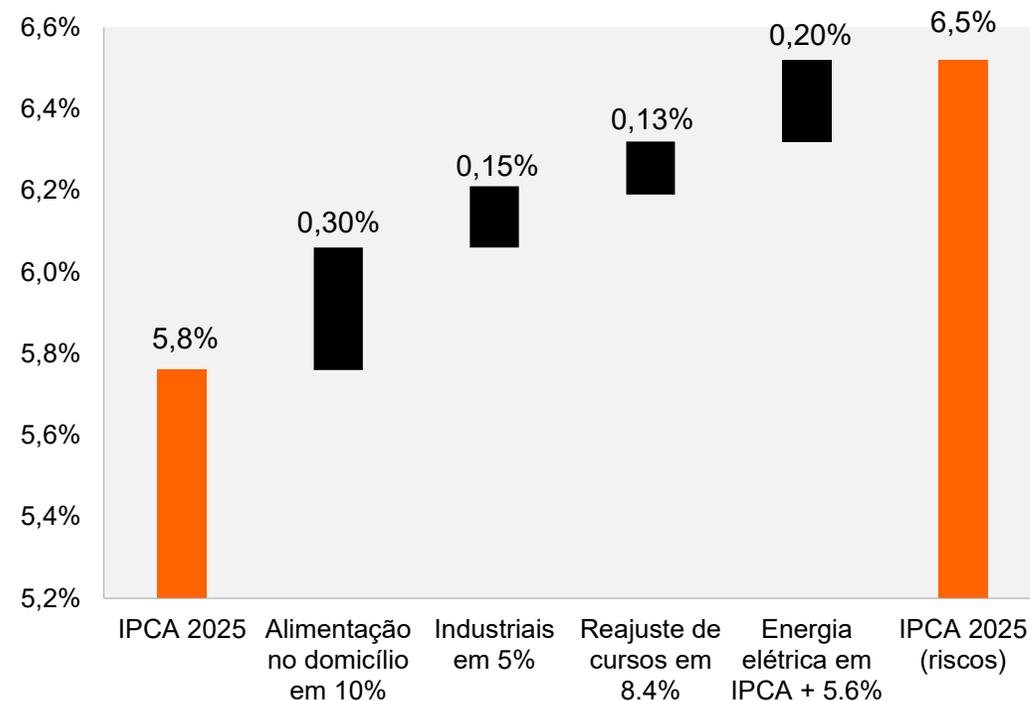
6. O que esperar para 2025 e 2026? Quais os principais riscos?

- **Projetamos IPCA em 5,8% em 2025** puxada por Real mais depreciado e por serviços mais pressionados;
- Apesar da revisão altista, o balanço de risco segue assimétrico, diante da chance do Real não apreciar como projetamos com impacto principalmente sobre alimentos e industriais;
- **Para 2026, projetamos IPCA em 4,5%** diante da inércia mais elevada, apenas parcialmente compensada por um desemprego mais alto. A desancoragem das expectativas mais longas e uma inércia maior advinda deste ano são os principais riscos altistas.

Pesos		2021	2022	2023	2024	2025
100,0	Índice geral	10,1	5,8	4,6	4,8	5,8
74,1	Livres	7,7	9,4	3,1	4,9	6,2
15,1	Alimentação no domicílio	8,2	13,2	-0,5	8,2	8,0
23,4	Industriais	11,9	9,5	1,1	2,9	4,3
15,8	Industriais subjacente	8,7	14,0	2,3	2,4	4,6
35,5	Serviços	4,8	7,6	6,2	4,8	6,6
21,0	Serviços subjacente	5,9	8,9	4,8	5,8	7,0
36,8	IPCA-EX3	7,1	11,1	3,7	4,4	5,9
25,9	Administrados	16,9	-3,8	9,1	4,7	4,7
4,1	Energia elétrica residencial	21,2	-19,0	9,5	-0,4	5,7
5,0	Gasolina	47,5	-25,8	12,1	9,7	3,1

Fonte: IBGE, Itaú

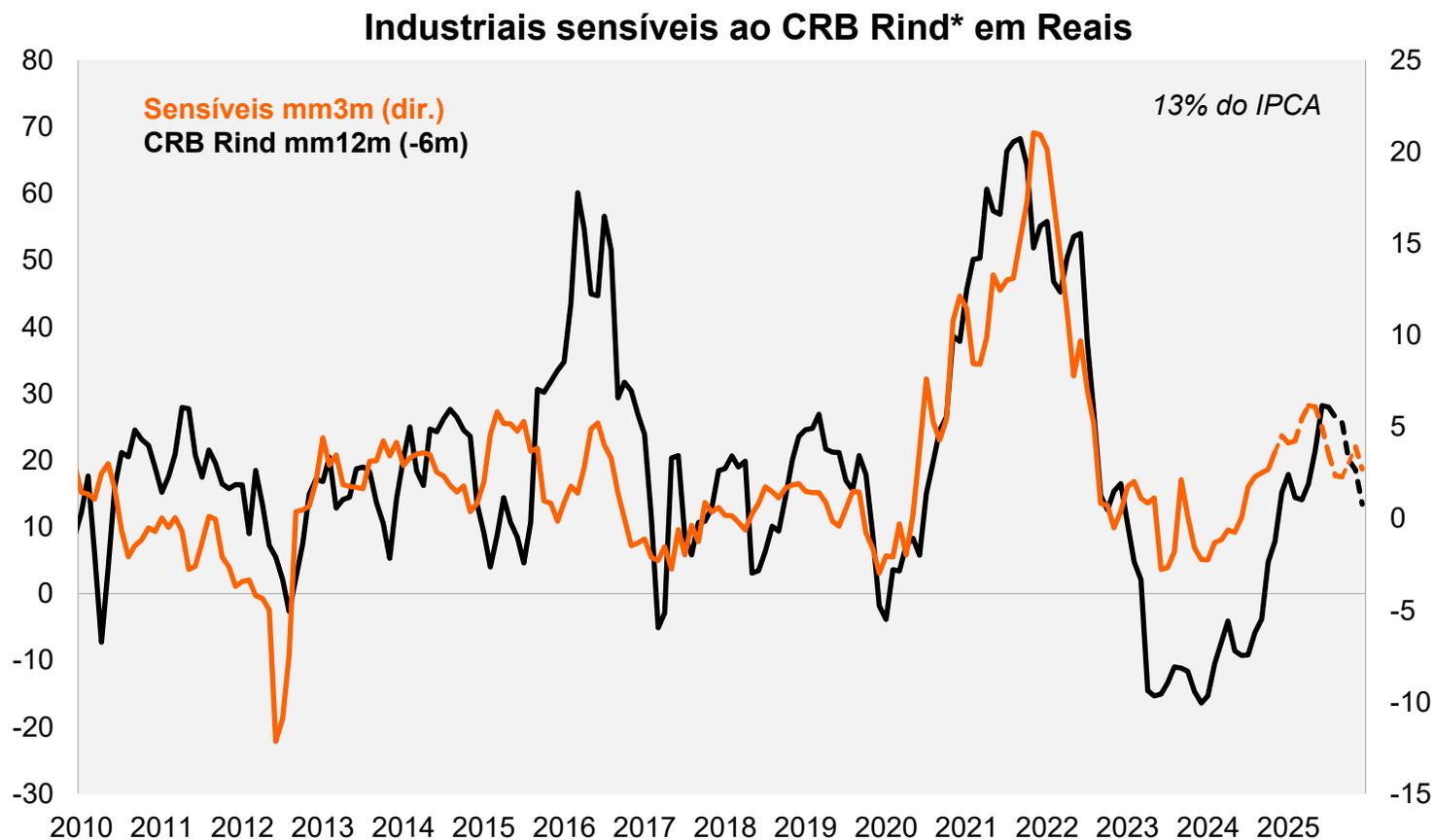
Balanço de riscos para o IPCA 2025



Inflação: nova revisão altista com Real mais depreciado

7. BRL mais depreciado já teve impacto na inflação ou ainda vai bater? Qual é o *timing*?

- O repasse da variação cambial para o IPCA parece estar mais rápido do que o usual (2 a 3 trimestres). Já temos visto aceleração na margem dos itens mais sensíveis ao câmbio;
- Para frente ainda esperamos aceleração adicional destes itens, em especial no primeiro trimestre de 2025.



Selic: contracionista, por um bom tempo

8. Qual é o tamanho do ciclo e quais são os riscos? Em qual ritmo o BC deve seguir?

- Real mais depreciado e expectativas desancoradas indicam a necessidade de avançar ainda mais em território contracionista. Esperamos que a taxa Selic atinja o patamar de 15,75% a.a. ao final do 1º semestre de 2025 (15,00% anteriormente) e permaneça nesse nível até final do ano.
- Para 2026, projetamos queda da taxa de juros para 13,75% a.a., diminuindo o nível de restrição ao longo do ano.
- Por um lado, a política monetária mais restritiva deve impactar a economia com mais força a partir do 2T25. Por outro, a dinâmica do Real e das expectativas de inflação serão cruciais para determinar o tamanho do ciclo. Caso haja nova rodada de depreciação da moeda e/ou deterioração adicional das expectativas, não é possível descartar uma extensão do ciclo e eventualmente, uma postergação dos cortes em 2026.

BRL	IPCA25	IPCA26	Proj. BC HR 1T25 (3T26)	Proj. BC HR 2T25 (4T26)	Selic necessária p/ proj. BC HR 1T25 (3T26)	Selic necessária p/ proj. BC HR 2T25 (4T26)
5,80	5,7	4,5	3,7	3,5	16,50	15,50
5,90	5,8	4,5	3,8	3,6	16,75	15,75
6,00	5,9	4,6	3,9	3,7	17,00	16,00
6,20	6,0	4,6	4,1	3,8	17,75	16,50
6,40	6,3	4,7	4,3	4,1	18,25	17,25

*HR: Horizonte Relevante de Política Monetária.

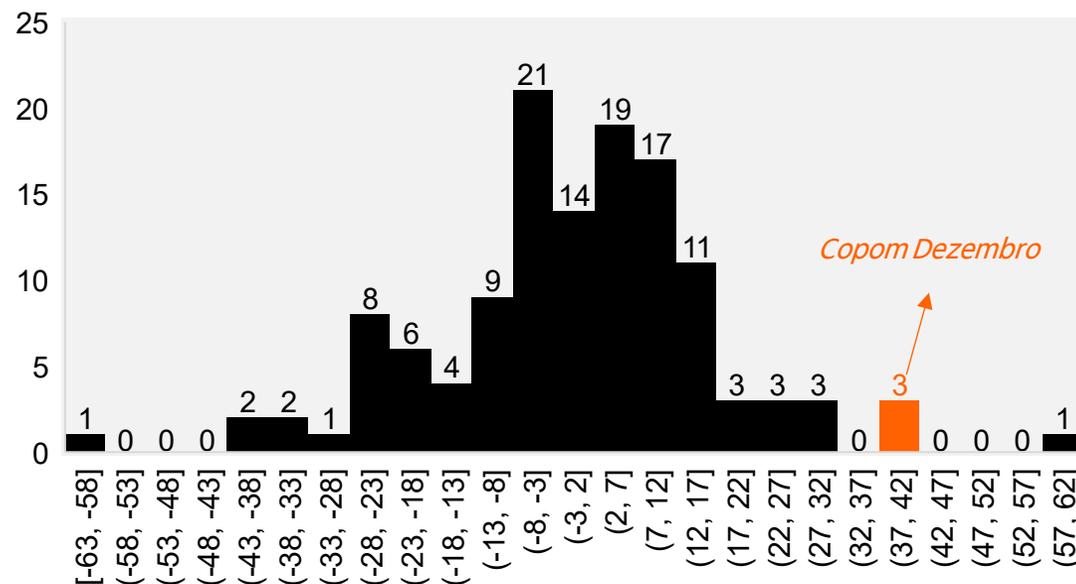
Fonte: IBGE, Itaú

Selic: contracionista, por um bom tempo

8. Qual é o tamanho do ciclo e quais são os riscos? Em qual ritmo o BC deve seguir?

- Esperamos mais duas altas de 100 p.b., seguidas de duas altas de 75 p.b. nas 3ª e 4ª reuniões do ano.
- O Copom de dezembro, deparou-se com piora significativa das expectativas 18 meses a frente* (+41p.b. entre reuniões) justificando uma postura mais firme do Banco Central.
- Da reunião de dezembro para cá, as expectativas no mesmo horizonte já pioraram mais de 20p.b. Se tal movimento continuar, existe o risco de que o Banco Central não consiga reduzir o ritmo de alta em maio.

Histograma de variação da Focus 1,5 ano entre reuniões do Copom
(128 observações, 2006-2024)



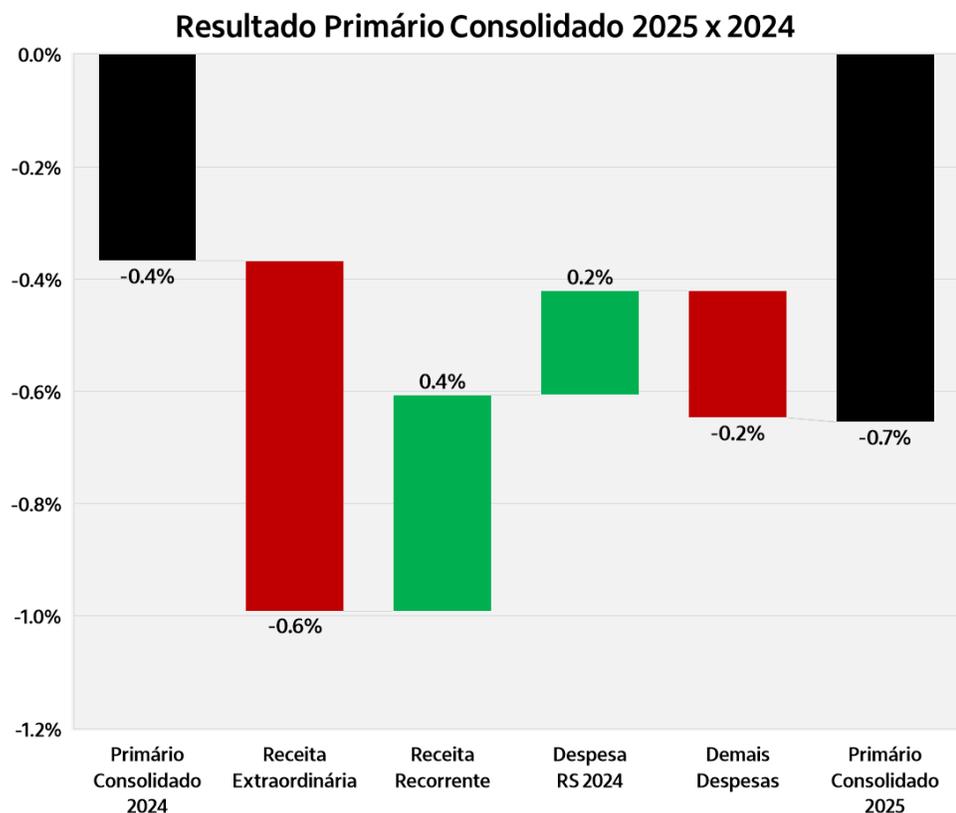
* Horizonte relevante de política monetária

Fonte: IBGE, Itaú

Fiscal: déficits persistentes, dívida crescente

9. Governo conseguirá cumprir o limite de despesas e a meta de resultado primário?

- Por ora, não esperamos o cumprimento da meta de primário em 2025 (esperamos déficit de 0,7% do PIB, sendo 0,4% para efeitos da meta com exclusão de precatórios), embora reconheçamos que os riscos são de um resultado melhor diante da resiliência da atividade econômica e esforço contínuo do governo na agenda de receitas.
- Consideramos o cumprimento do limite de despesas, mas o tamanho exato do desafio dependerá principalmente da evolução do número de beneficiários de programas sociais.



Excedente de Gastos vs limite em 2025/26 (R\$ bi)

		% Beneficiários 2026 (Prev + BPC)						
		1.0%	2.0%	3.0%	3.3%	4.0%	4.9%	6.0%
% Beneficiários 2025 (Prev + BPC)	1.0%	-24 / -21	-24 / -11	-24 / 0	-24 / 5	-24 / 10	-24 / 20	-24 / 31
	2.0%	-13 / -8	-13 / 3	-13 / 13	-13 / 18	-13 / 24	-13 / 33	-13 / 45
	3.0%	-2 / 5	-2 / 16	-2 / 26	-2 / 32	-2 / 37	-2 / 47	-2 / 58
	3.3%	1 / 9	1 / 20	1 / 30	1 / 36	1 / 41	1 / 51	1 / 62
	4.0%	9 / 18	9 / 29	9 / 40	9 / 45	9 / 51	9 / 61	9 / 72
	4.9%	19 / 31	19 / 41	19 / 52	19 / 58	19 / 63	19 / 73	19 / 85
	6.0%	31 / 45	31 / 56	31 / 67	31 / 72	31 / 78	31 / 88	31 / 99

Hipóteses: BF = IPCA; saúde e educação constantes % PIB, demais gastos real PIB/2

cenário vs dado corrente

Fonte: IBGE, Itaú

Fiscal: déficits persistentes, dívida crescente

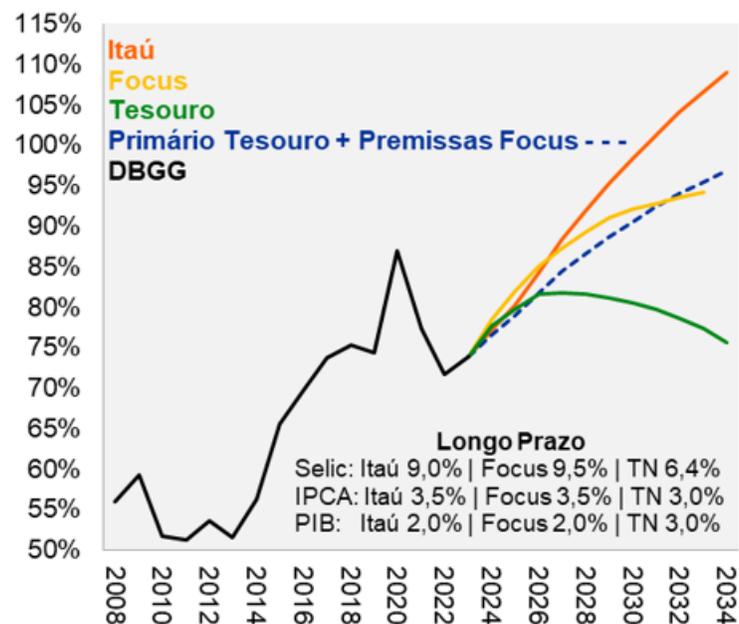
10. O cumprimento do arcabouço no formato atual é suficiente para melhorar a percepção de risco doméstica?

- A credibilidade do arcabouço fiscal, mesmo se for cumprido estritamente, de gerar trajetórias fiscais sustentáveis no médio prazo se deteriorou significativamente.
- Projeções oficiais do Tesouro Nacional de estabilização da dívida pública no médio prazo são baseadas em hipóteses macroeconômicas que parecem otimistas.
- Avaliamos que uma melhora mais consistente do prêmio de risco e dos ativos domésticos só ocorrerá com uma perspectiva de trajetória mais equilibrada da dívida pública a frente.

Câmbio depreciando mais que pares emergentes com piora nas expectativas de crescimento da dívida



Projeção da dívida bruta do Tesouro Nacional é dependente de premissas macroeconômicas otimistas



Brasil | Dados e projeções

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P		2026P	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual	Anterior
Atividade Econômica											
Crescimento real do PIB - %	1,2	-3,3	4,8	3,0	3,2	3,6	3,6	2,2	2,2	1,5	2,0
PIB nominal - BRL bi	7.389	7.610	9.012	10.080	10.943	11.830	11.832	12.808	12.800	13.669	13.678
PIB nominal - USD bi	1.872	1.475	1.670	1.951	2.192	2.195	2.202	2.125	2.210	2.317	2.400
População (milhões de hab.)	207,9	209,2	210,1	210,9	211,7	212,6	212,6	213,4	213,4	214,2	214,2
PIB per capita - USD	9.007	7.050	7.949	9.255	10.356	10.326	10.359	9.958	10.355	10.816	11.202
Taxa de Desemprego - média anual	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	6,8	6,8	6,6	6,6	6,6	6,6
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	11,6	14,7	11,6	8,5	8,0	6,5	6,5	6,8	6,8	7,3	6,8
Inflação											
IPCA - %	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	-	5,8	5,0	4,5	4,3
IGP-M - %	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	-	6,6	5,5	4,3	4,2
Taxa de Juros											
Selic - final do ano - %	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	-	15,75	15,00	13,75	13,00
Balanco de Pagamentos											
BRL / USD - final de período	4,03	5,19	5,57	5,28	4,86	6,18	-	5,90	5,70	5,90	5,70
BRL / USD - média anual	3,95	5,16	5,40	5,17	5,00	5,39	-	6,03	5,79	5,90	5,70
Balança comercial - USD bi	35	50	61	62	99	75	-	76	67	80	69
Conta corrente - % PIB	-3,5	-1,7	-2,4	-2,1	-1,0	-2,6	-2,5	-2,3	-2,6	-2,0	-2,2
Investimento direto no país - % PIB	3,7	3,0	2,8	4,7	2,8	3,2	3,2	4,0	3,8	4,0	3,8
Reservas internacionais - USD bi	367	356	362	325	355	330	-	330	370	330	370
Finanças Públicas											
Resultado primário - % do PIB	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Resultado nominal - % do PIB	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-7,9	-7,9	-9,2	-9,0	-9,9	-9,5
Dívida bruta - % PIB	74,4	86,9	77,3	71,7	73,8	76,2	77,1	79,4	80,1	84,3	84,5
Dívida pública líquida - % do PIB	54,7	61,4	55,1	56,1	60,4	62,0	61,3	67,0	66,1	72,7	71,3
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	2,3	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,5	3,4	2,6	3,2	2,8	2,5

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.

menu



Quer continuar essa conversa?

Com o aplicativo Itaú Análises Econômicas, você recebe nossos relatórios de economia em tempo real.

Baixe e venha conhecer o
App Itaú Macro



Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:
<https://www.itaubba-pt/analises-economicas>



**Acesse nossos conteúdos
no seu celular**

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/analises-economicas>. 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.