

## NAIRU em leve baixa; inflação ainda resiliente

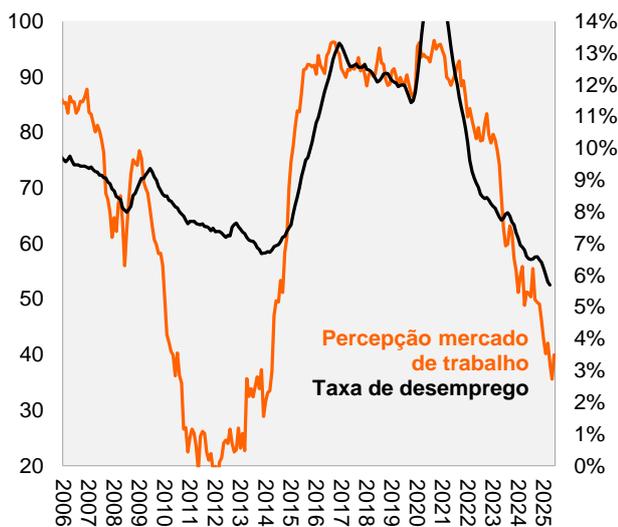
- ▶ O mercado de trabalho segue aquecido: a taxa de desemprego alcançou a mínima histórica (em 5,7%); indicadores alternativos sugerem mercado mais apertado e manutenção do desemprego em patamar baixo; no segmento formal, há maior dinamismo com desligamentos voluntários elevados e contratações entre vínculos formais acima da média histórica.
- ▶ O desempenho do mercado de trabalho está em linha com a evolução da atividade econômica: após o descolamento observado durante a pandemia e no período subsequente, os dados recentes apontam para a convergência à Lei de Okun (relação inversa entre desemprego e crescimento econômico), com a melhora do emprego consistente com o crescimento do PIB do trimestre anterior.
- ▶ Nos dados mais recentes, os salários cresceram ligeiramente abaixo do que o desemprego sugeriria, enquanto o Custo Unitário do Trabalho (CUT) permanece mais alinhado à desocupação. Neste contexto, os dados sugerem recuo da NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, taxa de desemprego consistente com inflação estável) após a reforma trabalhista em 2017, embora as incertezas acerca do seu nível sigam elevadas.
- ▶ A partir do comportamento de diferentes métricas de inflação, estimamos que a NAIRU esteja próxima de 8% e sem queda adicional na margem. Assim, constatamos que os patamares atuais de desemprego apontam para um mercado de trabalho aquecido, o que, em um contexto de expectativas desancoradas, implica em uma inflação esperada acima da meta de 3%, a menos que ocorra uma apreciação cambial significativa.

**O mercado de trabalho segue com sinais disseminados de aquecimento.** A taxa de desocupação estimada pelo IBGE recuou para 5,7% (com ajuste sazonal) na média móvel trimestral encerrada em julho, o menor patamar da série histórica. Esse movimento tem sido puxado, sobretudo, pelo forte avanço da população ocupada formal, enquanto a ocupação informal permanece praticamente estável e a taxa de participação mostra recuperação (ainda que abaixo dos níveis pré-pandemia).

**Medidas alternativas corroboram esse quadro de aquecimento e aperto, semelhante ao observado entre 2010 e 2013.** A percepção do mercado de trabalho, captada a partir da confiança do consumidor da FGV, indica queda significativa no contingente de pessoas que reporta dificuldade para conseguir emprego em relação aos que avaliam ter mais facilidade (Gráfico 1). Esse padrão sugere que a taxa de desocupação deve permanecer em níveis historicamente baixos nos próximos meses.

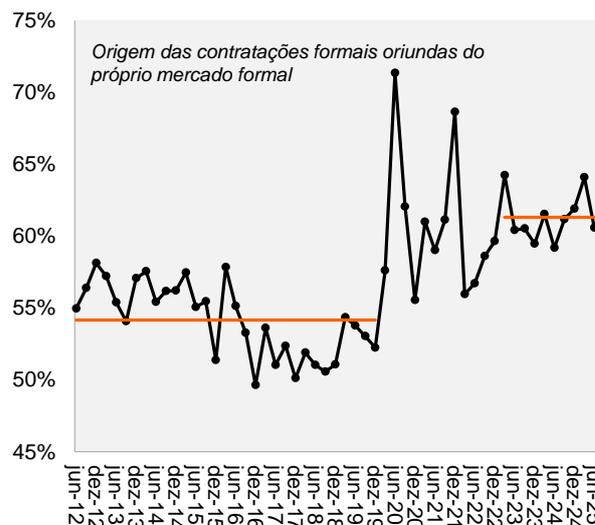
**A redução do contingente de trabalhadores informais e desocupados tem gerado maior dinamismo dentro do próprio mercado formal, o que tem impacto relevante sobre a dinâmica salarial, uma vez que a remuneração neste segmento é maior.** Em linha com os dados do CAGED, que apontam níveis elevados de desligamentos voluntários nos últimos meses, a fatia de contratações decorrentes de movimentação entre empregos formais tem se estabilizado acima da média histórica (em torno de 60%, ante aproximadamente 55% como mostra o Gráfico 2).

**Gráfico 1: Percepção do mercado de trabalho continua forte**



Fonte: IBGE, FGV, Itaú

**Gráfico 2: Maior dinamismo no mercado formal**



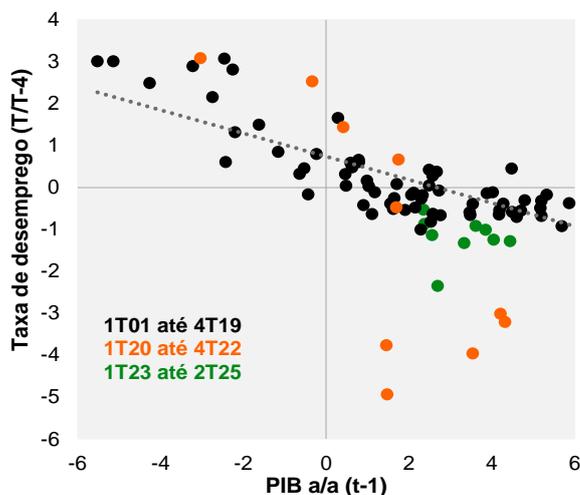
Fonte: IBGE, Itaú

### Dados do mercado de trabalho têm descolado dos dados de atividade?

Os dados mais recentes do mercado de trabalho estão alinhados com o que sugere a trajetória da atividade econômica. A relação inversa entre a taxa de desemprego e o crescimento, sintetizada pela Lei de Okun, não indica, nos últimos meses, desvios relevantes entre o comportamento da desocupação e a variação interanual do PIB com defasagem de um trimestre.

Na pandemia e nos meses subsequentes, contudo, observou-se um descolamento significativo. Ao longo de 2022, a taxa de desemprego recuou de forma mais intensa do que o indicado pela dinâmica da atividade. À época, em relatório Macro Visão<sup>1</sup>, destacamos que essa divergência poderia refletir dois vetores: (i) efeitos de composição setorial no mercado de trabalho no pós-pandemia; e (ii) impactos da Reforma Trabalhista sobre a NAIRU – acreditamos que o ponto de equilíbrio do desemprego foi deslocado para baixo em função de uma menor fricção no mercado de trabalho após as mudanças na legislação. Estimamos que a NAIRU se deslocou de cerca de 10%, pré-reforma, para a vizinhança dos 8%.

**Gráfico 3: Lei de Okun com desvio maior no período da pandemia e nos meses subsequentes**

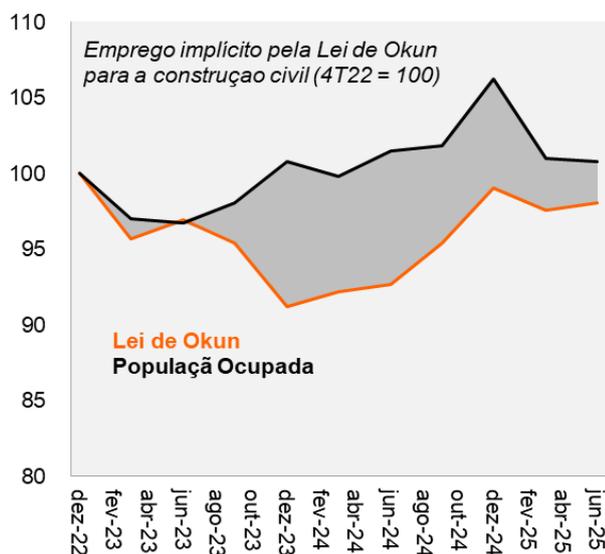


Fonte: IBGE, Itaú

<sup>1</sup> Macro Visão: Forte recuperação do mercado de trabalho não deve se manter adiante.

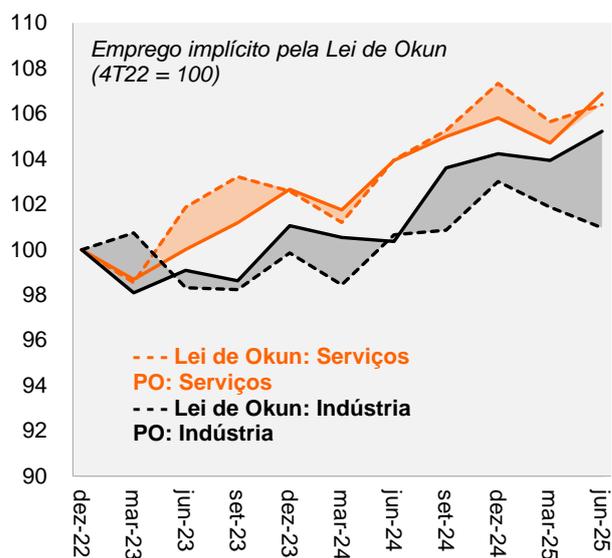
A partir do 2T23, a taxa de desemprego voltou a se mover de forma mais consistente com o crescimento anual do PIB, em linha com a Lei de Okun. Ainda assim, o Gráfico 3 indica que os dados recentes estão abaixo da linha de tendência estimada, sugerindo um mercado de trabalho ligeiramente mais apertado do que o implícito pelo ritmo da atividade. Na decomposição setorial, o desvio em relação à Lei de Okun concentra-se na indústria e na construção civil, enquanto, nos serviços, a geração de vagas permanece mais alinhada ao desempenho do setor.

**Gráfico 4: Setor da Construção Civil continua aquecido**



Fonte: IBGE, Itaú

**Gráfico 5: PO da indústria mais forte do que a Lei de Okun sugere**



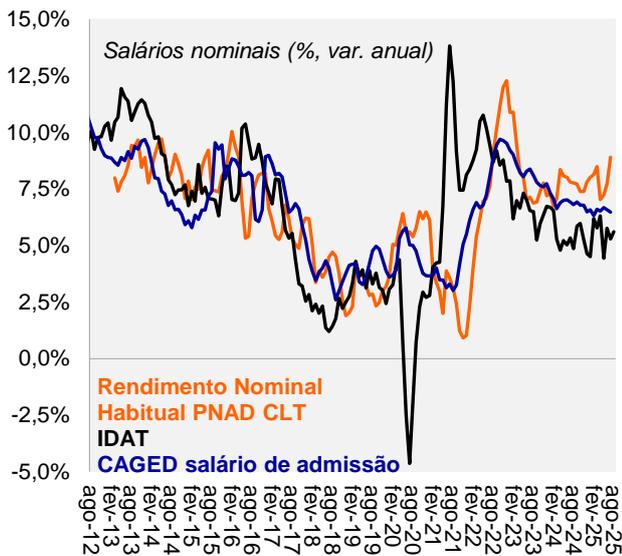
Fonte: IBGE, Itaú

## Os salários têm respondido a esse mercado de trabalho mais aquecido?

Os salários nominais têm crescido entre 5% e 8,6% a/a nos últimos meses, a depender da métrica. Em agosto, nosso indicador proprietário de mercado de trabalho (IDAT-salários) apontou para um avanço de 5,6% a/a nos salários dos trabalhadores formais do setor privado. Em julho, o salário de admissão do CAGED aumentou 6,5% a/a. Já o rendimento habitual da PNAD Contínua, considerando apenas trabalhadores do setor privado com carteira assinada, avançou 8,6% a/a em julho.

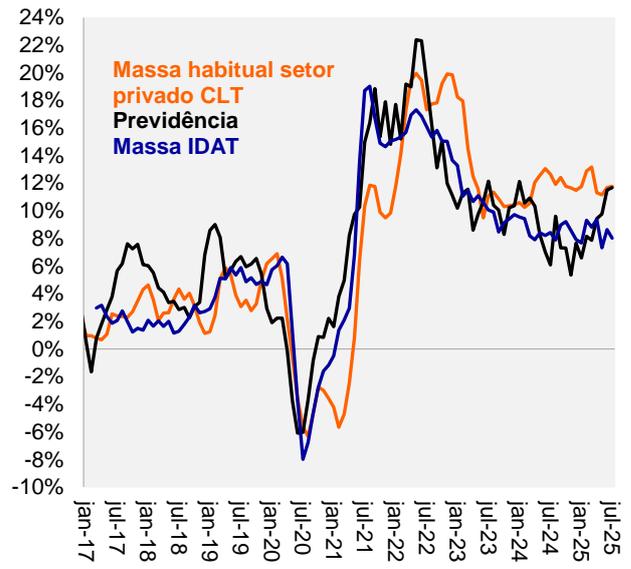
Na ponta, a arrecadação previdenciária tem mostrado maior aderência aos dados mais elevados da PNAD Contínua. Em 2023 e 2024, a receita previdenciária parecia acompanhar mais de perto a massa salarial do IDAT, porém, nos últimos meses, observa-se convergência entre a receita divulgada pelo governo federal e o crescimento da massa de rendimentos habituais do setor privado mensurada pela PNAD Contínua. Isso sugere que, na margem, os patamares mais elevados de crescimento salarial da PNAD podem estar mais aderentes à realidade.

**Gráfico 6: Salários avançam acima de 5% (a/a nominal MM3M)**



Fonte: IBGE, Ministério do Trabalho, Itau

**Gráfico 7: Receita previdência vs Mercado de trabalho (a/a nominal MM3M)**



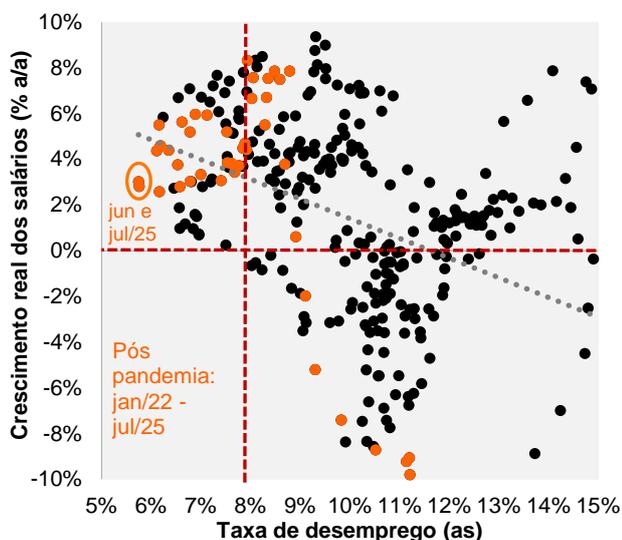
Fonte: IBGE, Tesouro Nacional e Itau

Mesmo assim, os salários têm crescido, na margem, de forma um pouco mais moderada do que o nível de desocupação sugeriria — sinal que, isoladamente, poderia indicar que houve uma queda ainda mais acentuada da NAIRU do que a estimada inicialmente. Pelo Gráfico 8, nota-se um crescimento real de salários entre 3% e 4% nos últimos meses, enquanto a taxa de desemprego sugeriria um crescimento real mais próximo de 5%.

Mais relevante, contudo, é observar o Custo Unitário do Trabalho (CUT): por construção, o CUT se eleva quando a remuneração cresce acima da produtividade e recua quando ganhos de eficiência compensam a inflação salarial.

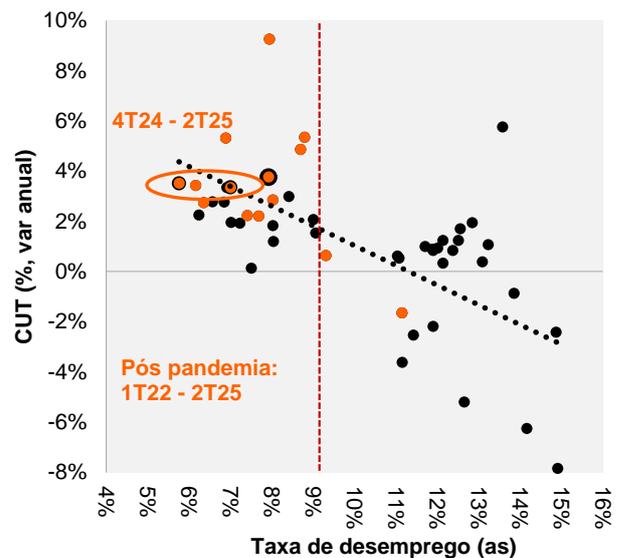
A relação recente entre o Custo Unitário do Trabalho (CUT) e a taxa de desemprego aponta menor divergência entre as variáveis, com a variação do CUT mais alinhada ao nível de desocupação. O Gráfico 9 sugere que, historicamente, a NAIRU oscilava em torno de 11%, porém, no período mais recente (pontos em laranja), há sinais de recuo para um patamar abaixo de 9%.

**Gráfico 8: Relação entre salários e desemprego (desde 2000)**



Fonte: IBGE, Itau

**Gráfico 9: Relação CUT e desemprego (desde 2000)**

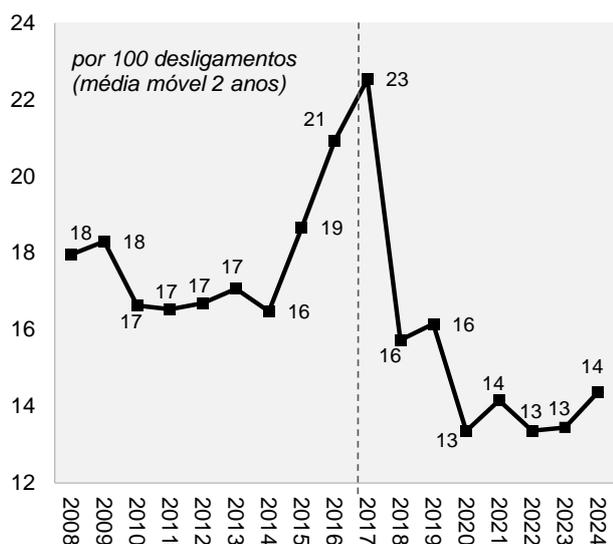


Fonte: IBGE, Itau

## Reforma trabalhista teve impacto, mas dinâmica recente do mercado de trabalho não é exclusividade do Brasil

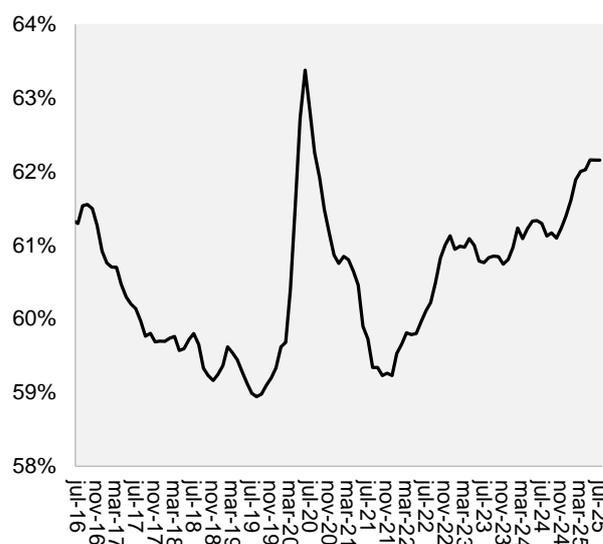
A Reforma Trabalhista, em vigor desde novembro de 2017, provavelmente contribuiu para a redução da NAIRU no Brasil<sup>2</sup>. Ao diminuir custos e incertezas (menor litigiosidade) e ampliar a flexibilização contratual, a reforma elevou a eficiência do mercado de trabalho e estimulou a formalização (Gráfico 11), compatibilizando um desemprego estruturalmente mais baixo com estabilidade inflacionária. Além disso, ressaltamos que, controlando os ajuizamentos pelo número de demissões e desligamentos voluntários (que refletem um mercado de trabalho mais aquecido como argumentamos acima), não há sinais nem de aprofundamento dos impactos da reforma nem de retrocessos, a despeito do aumento recente da judicialização (Gráfico 10).

**Gráfico 10: Redução dos ajuizamentos trabalhistas ajustados pelo número de demissões<sup>3</sup>**



Fonte: Justiça do Trabalho, Itaú

**Gráfico 11: Alta da formalização**



Fonte: IBGE, Itaú

No entanto, o aquecimento do mercado de trabalho e o debate sobre a NAIRU não são fenômenos exclusivos do Brasil. Na América Latina, as taxas de desemprego vêm recuando nos últimos meses e se distanciando ainda mais de suas estimativas de NAIRU, com exceção do Chile, todos os países da região operam com o desemprego abaixo da NAIRU (Gráfico 12).

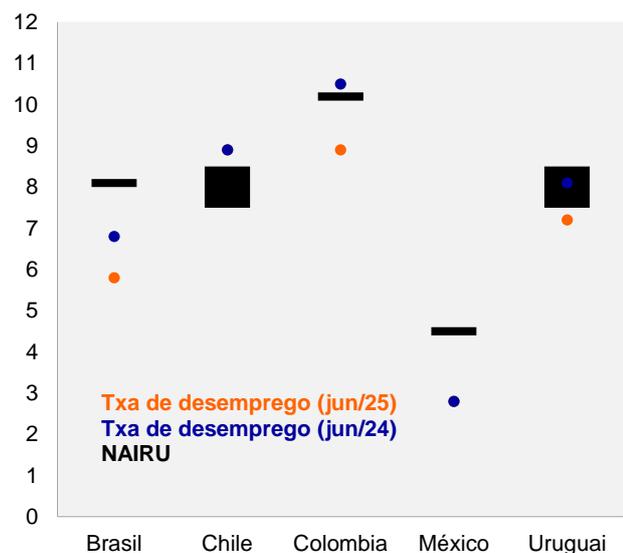
Na comparação internacional - considerando economias desenvolvidas e emergentes – o comportamento dos salários no Brasil está um pouco acima do que o hiato do emprego indicaria, assumindo uma NAIRU de 8%.

<sup>2</sup> Neste Macro visão de 2017 discutimos as características que tornam o mercado de trabalho brasileiro ineficiente e como a reforma trabalhista pode ajudar a aumentar a produtividade, a demanda e a oferta de trabalho:

[https://macroattachment.cloud.itaú.com.br/attachments/6f8ca32d-c102-4e60-a03c-b1da82287128/04082017\\_MACROVISAO\\_REFORMATRABALHISTA.pdf](https://macroattachment.cloud.itaú.com.br/attachments/6f8ca32d-c102-4e60-a03c-b1da82287128/04082017_MACROVISAO_REFORMATRABALHISTA.pdf)

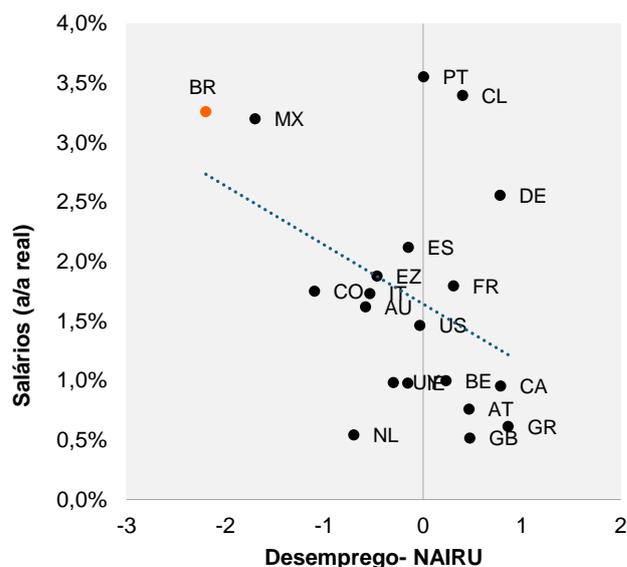
<sup>3</sup> Consideramos as demissões descontadas do desligamento voluntário

Gráfico 12: Mercado de trabalho aquecido na região



Fonte: Harver Analytics, Itaú

Gráfico 13: Hiato do emprego vs salários reais



Fonte: Harver Analytics e Itaú

## Sempre importante olhar o “I” (inflação) da NAIRU

A taxa de desemprego vem recuando de forma mais intensa do que o esperado desde 2022, alcançando recentemente mínimas históricas. Nossas projeções indicam que esse movimento deve se sustentar, mantendo o desemprego em patamar historicamente baixo por um período prolongado — o que tende a exercer pressões adicionais sobre a inflação. Nesse contexto, têm ganhado relevância as discussões sobre o nível atual da NAIRU. Apresentamos a seguir algumas estimativas:

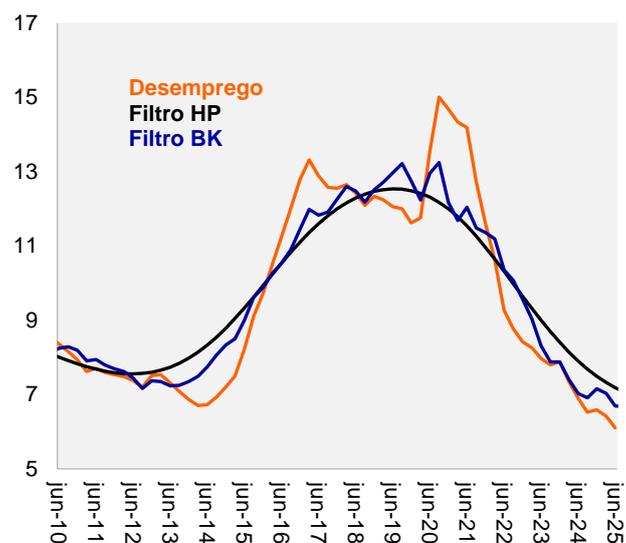
Tabela 1: Estimativas de NAIRU caíram pós-reforma trabalhista		
Nairu	pré-reforma*	pós-reforma**
Filtro HP	8,9	8,7
Filtro BK	8,8	8,3
Modelo itaú	10,6	7,9
Metodologia BC expandida	10,2	8,3

\*4T09 até 4T17

\*\*1T22 até 2T25

Os filtros estatísticos usuais, Hodrick-Prescott (HP) e Baxter-King (BK), sugerem que a NAIRU média no período pré e pós-reforma variou pouco e ficou no intervalo entre 8% e 9% (Tabela 1). No período recente, no entanto, esses filtros estariam indicando uma NAIRU mais próxima de 7%. Vale destacar que tais medidas não incorporam a relação entre a dinâmica do mercado de trabalho e a inflação e, por construção, acabam funcionando apenas como uma suavização da taxa de desemprego.

**Gráfico 14: Filtros funcionam, por construção, apenas como uma suavização da taxa de desemprego**



Fonte: IBGE, Itaú

**Avaliamos que uma melhor alternativa é recuperar a NAIRU a partir de curvas de Phillips (relação entre atividade e dinâmica de preços) para diversas métricas de inflação para o setor de serviços, que tende a ser o mais sensível a um mercado de trabalho aquecido, dado o peso maior da mão de obra em sua estrutura de custos.** Para serviços subjacentes, serviços intensivos em trabalho, serviços sensíveis ao grau de ociosidade, serviços subjacentes reponderados pelo fator trabalho e o IPCA reponderado<sup>4</sup> fizemos um exercício em dois estágios:

Primeiramente, supondo que a NAIRU está situada entre 6% e 9%, estimamos, para cada métrica de inflação e cada nível de NAIRU (6%, 7%, 8% e 9%), os coeficientes  $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  e  $\beta_4$  da equação abaixo.

$$\pi_t^i = \alpha + \beta_1 IPCA_{t-4} + (1 - \beta_1) Expect3Y + \beta_2 (PNAD - NAIRU) + \beta_3 SMT_{t-1} + \beta_4 CRB_{RIND_{t-1}}$$

em que  $\pi_t^i$  representa a inflação acumulada em 12 meses da métrica de serviços  $i$ ,  $\alpha$  é uma constante calibrada como a distância média entre  $\pi^i$  e o IPCA<sup>5</sup>, o IPCA corresponde à inflação acumulada em 12 meses,  $Expect3Y$  é a expectativa de inflação 3 anos à frente, a PNAD é a taxa de desemprego, SMT representa a variação interanual dos preços de commodities agrícolas e CRB corresponde à variação interanual dos preços das commodities metálicas.

Com base nas estimações, utilizamos a média dos coeficientes obtidos e aplicamos uma janela móvel para extrair a NAIRU implícita ( $-\eta/\bar{\beta}_2$ ) em cada métrica de inflação. A relação resultante pode ser expressa como:

$$\pi_t^i = \alpha + \bar{\beta}_1 IPCA_{t-4} + (1 - \bar{\beta}_1) Expect3Y + \bar{\beta}_2 (PNAD) + \eta + \bar{\beta}_3 SMT_{t-1} + \bar{\beta}_4 CRB_{RIND_{t-1}}$$

**Os resultados mostram que a média da NAIRU caiu de 10% para 8%, pós-reforma trabalhista (Gráfico 15).**

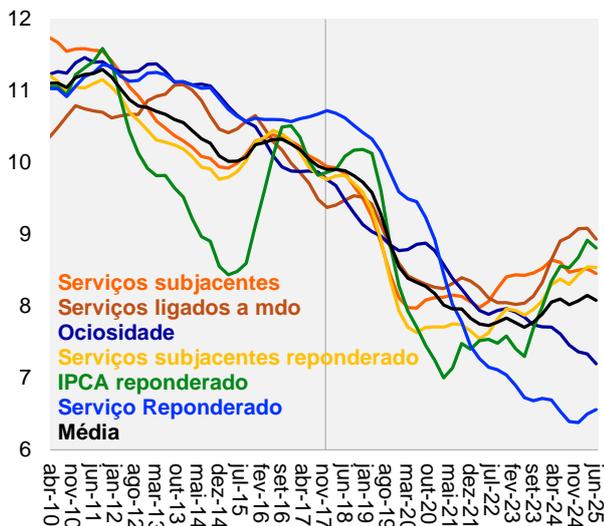
Esse procedimento permite extrair uma medida consistente da taxa de desemprego não aceleradora da inflação a partir da dinâmica do setor de serviços, ancorando em um intervalo amplo a hipótese inicial sobre o nível da NAIRU. O resultado mostra-se robusto, uma vez que a taxa estimada varia ao longo do tempo e sua média pré e pós-reforma não corresponde simplesmente ao centro do intervalo considerado inicialmente.

<sup>4</sup> Ver [https://macroattachment.cloud.itaú.com.br/attachments/86f594f5-8d39-4673-96d5-fdcc6e76cb72/16052024\\_MACRO\\_VISAO\\_Intensivos\\_Trabalho.pdf](https://macroattachment.cloud.itaú.com.br/attachments/86f594f5-8d39-4673-96d5-fdcc6e76cb72/16052024_MACRO_VISAO_Intensivos_Trabalho.pdf)

<sup>5</sup> Calibramos  $\alpha$  como a distância média da inflação de serviços para a inflação cheia entre 2006 e 2024 excluindo a pandemia

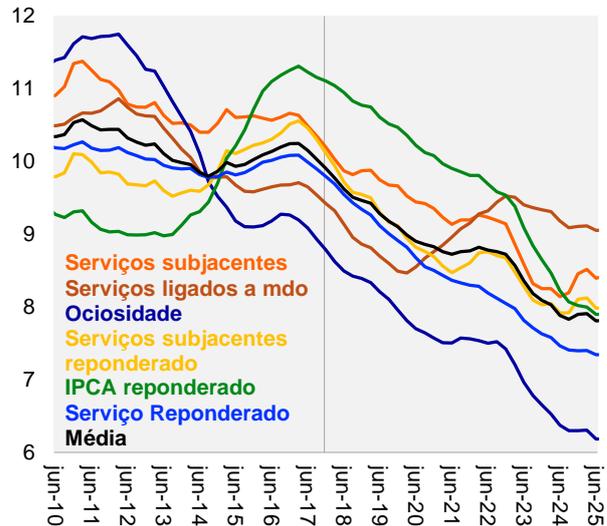
Para reforçar a consistência dos resultados, replicamos um exercício recente realizado por economistas do Banco Central<sup>6</sup>, que também busca estimar a NAIRU via curva de Philips, mas expandindo para incorporar as mesmas métricas de serviços utilizadas previamente. Nesse exercício, chegamos em números próximos aos do exercício anterior, sugerindo que a NAIRU teria recuado de 10% para cerca de 8% após a reforma trabalhista (Gráfico 16), mas com relativa estabilidade na margem. É importante destacar que o patamar atual de desemprego abaixo de 6% é significativamente menor que essas estimativas de NAIRU, reforçando o quadro de mercado de trabalho aquecido.

**Gráfico 15: NAIRU implícita na inflação caiu para próximo de 8% pós-reforma trabalhista**



Fonte: IBGE, Itaú

**Gráfico 16: Resultado próximo do encontrado usando a metodologia do Banco Central**

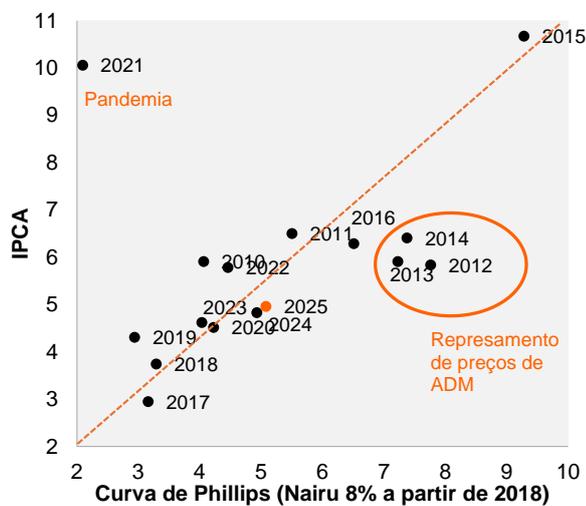


Fonte: IBGE, Itaú

O atual patamar estimado de NAIRU, aliado à perspectiva de um mercado de trabalho ainda pressionado, reforça a avaliação de que a inflação deve permanecer acima da meta em 2026. Estimamos uma Curva de Phillips que utiliza inércia inflacionária, expectativas de longo prazo, hiato do mercado de trabalho e variações cambiais. Esse modelo, historicamente, explica bem o comportamento da inflação no ano seguinte (Gráfico 17) e indica uma taxa de 4,4% em 2026. Para que a inflação fique abaixo desse cenário, seria necessário um movimento adicional de apreciação da moeda ou uma desaceleração mais relevante do mercado de trabalho (Tabela 2).

**Gráfico 17: Historicamente o modelo explica bem a inflação do ano seguinte**

**IPCA vs Curva de Phillips**



Fonte: IBGE, Itaú

**Tabela 2: Moeda mais apreciada ou desaceleração mais relevante do mercado de trabalho são riscos de baixa para projeção de 2026**

IPCA 2026	Desemprego		
BRL médio 26	5,5	6,0	6,5
5,00	4,2	4,0	3,8
5,20	4,5	4,3	4,1
5,40	4,7	4,6	4,4
5,60	5,0	4,9	4,7
5,80	5,3	5,1	5,0

BRL Médio 2025: 5,6

Fonte: Itaú

<sup>6</sup> O nível recente da inflação de serviços deveria causar surpresa?

## Conclusão

Os dados recentes indicam que o mercado de trabalho permanece aquecido, sobretudo no segmento formal. Após um período de descolamento, seu desempenho, em termos da taxa de desemprego, voltou a se alinhar ao ritmo da atividade econômica. Na relação entre salários e desemprego, a expansão salarial na margem tem sido um pouco mais moderada do que sugeriria o nível de desocupação. Já a interação entre o Custo Unitário do Trabalho (CUT) e a taxa de desemprego mostra menor divergência, sendo a variação do CUT mais condizente com o grau de ociosidade do mercado. Nesse contexto, as evidências sugerem recuo da NAIRU após a reforma trabalhista de 2017. Com base no comportamento de diferentes métricas de inflação, estimamos a NAIRU em torno de 8%, compatível com um mercado de trabalho aquecido e pressões inflacionárias, reforçando a avaliação de que a inflação deve permanecer acima da meta em 2026.

**Luciana Rabelo**  
**Marina Garrido**  
**Natalia Cotarelli**

Pesquisa macroeconômica – Itaú

**Mario Mesquita** – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba.com.br/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



**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 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.itaú.com.br/atendimento-itaú/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.