

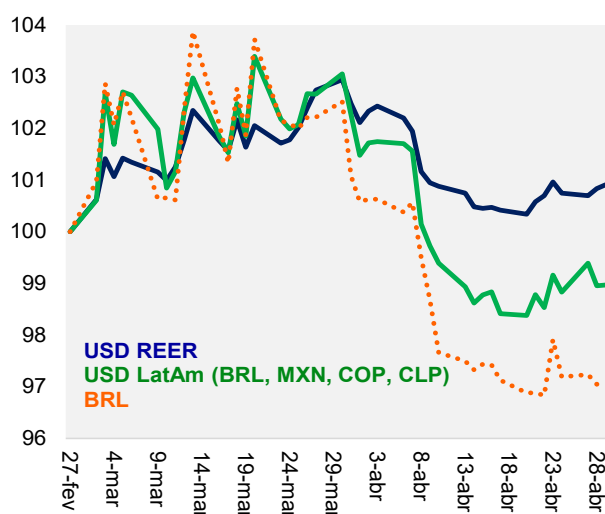
## Choque inflacionário testa os limites do ciclo de flexibilização

- ▶ Revisamos nossa projeção de taxa de câmbio para R\$/US\$ 5,15 (de R\$/US\$ 5,40) em 2026 e para R\$/US\$ 5,35 (de R\$/US\$ 5,60) em 2027. Os fundamentos à frente estão mais construtivos, com um dólar estruturalmente fraco e um ambiente mais positivo para moedas da América Latina.
- ▶ Mantivemos as projeções de crescimento do PIB de 1,9% em 2026 e 1,7% em 2027. Para 2026, o viés de alta permanece, mas segue atenuado pelos riscos associados ao ambiente externo, bem como uma possível desaceleração do crédito doméstico. No mercado de trabalho, preservamos as estimativas de taxa de desemprego em 5,7% em 2026 e 6,0% em 2027.
- ▶ Mantivemos nossa projeção de resultado primário de -0,5% do PIB em 2026 e de -0,6% em 2027. Com a vinculação de receitas extraordinárias a potenciais cortes de impostos sobre combustíveis, o governo deve abrir mão de parte da melhora fiscal conjuntural proporcionada pelo choque externo e priorizar a mitigação do impacto doméstico da guerra no Oriente Médio.
- ▶ Revisamos a projeção de IPCA em 2026 para 5,2% (ante 4,5%), refletindo leituras de curto prazo mais pressionadas, sobretudo por combustíveis, e por uma inflação de alimentos mais elevada, em função dos efeitos do El Niño sobre produtos in natura e da redução da oferta de leite. O balanço de riscos para 2026 permanece altista, tendo reajustes adicionais de gasolina e diesel como principal risco. Para 2027, revisamos a projeção para 4,3% (ante 4,1%), incorporando maior inércia inflacionária. O balanço de riscos também segue assimétrico para cima.
- ▶ O Copom deu continuidade ao ciclo de flexibilização gradual, buscando calibrar o grau de restrição monetária. Diante da nova piora do cenário inflacionário, nova rodada de deterioração de expectativas e piora do balanço de riscos, revisamos a taxa Selic para 13,25% em 2026 (de 13,00%).

### Real: fundamento externo mais favorável

Revisamos as nossas projeções de taxa de câmbio para R\$/US\$ 5,15 em 2026 (de R\$/US\$ 5,40) e para R\$/US\$ 5,35 em 2027 (de R\$/US\$ 5,60). O real tem apresentado bom desempenho desde o início do conflito no Oriente Médio, em parte apoiado pela posição do Brasil como exportador líquido de petróleo, em parte pela taxa de juros ainda elevada. Os fundamentos à frente também estão mais construtivos, com um dólar estruturalmente fraco e um ambiente mais positivo de fluxo de capitais para economias emergentes, entre elas para a América Latina. Ainda assim, nossa projeção segue incorporando alguma depreciação da moeda ao longo do ano, em função da maior volatilidade e aumento do prêmio de risco à medida que o ciclo eleitoral avança.

### Dólar mais fraco versus emergentes Latam (27/fev = 100)



Fonte: Bloomberg, Itaú

**Revisamos a nossa projeção de déficit em conta corrente para US\$ 69 bilhões em 2026 (de US\$ 66 bilhões) e para US\$ 77 bilhões para 2027 (de US\$ 68 bilhões).** A deterioração do cenário reflete os efeitos da taxa de câmbio mais apreciada, com impacto mais relevante sobre a conta de rendas. Mantivemos as projeções de superávit comercial em US\$ 80 bilhões em 2026 e US\$ 75 bilhões em 2027, uma vez que os efeitos negativos do câmbio foram compensados por outros fatores, em especial o preço de petróleo mais alto.

### Atividade econômica estável

**Os dados de atividade indicam um 1T um pouco mais forte na margem, mas ainda com crescimento interanual semelhante ao observado no 2º semestre do ano passado.** Os indicadores do IBGE apontaram, em fevereiro, expansão disseminada entre os setores. A indústria de transformação manteve trajetória de alta, enquanto os segmentos mais sensíveis à renda e ao crédito, com destaque para automóveis, avançaram e os serviços prestados às famílias surpreenderam positivamente.

**Estimamos alta de 1,0% t/t na margem (1,8% a/a) para o PIB do 1T26.** Nosso tracking para o período tem permanecido ligeiramente acima dessa projeção, o que sugere um leve viés altista para o resultado do trimestre, embora sem impacto relevante sobre a projeção para o ano fechado.

**Mantivemos a projeção de crescimento do PIB em 1,9% em 2026.** Nesse cenário, a revisão do preço do petróleo foi compensada pela revisão para baixo do PIB global. Ainda vemos viés de alta, mas atenuado pela elevada volatilidade do ambiente externo e pelo cenário de crédito mais desafiador, especialmente para empresas. No campo altista, seguimos monitorando os efeitos de medidas fiscais e parafiscais recentemente anunciadas. Pelo lado baixista, ressaltamos que um eventual prolongamento do conflito tende a afetar negativamente a economia doméstica.

**Para 2027, mantemos a projeção de crescimento em 1,7%.** A perda de fôlego do impulso fiscal deve ser parcialmente compensada, ao longo do tempo, por uma política monetária menos contracionista.

**No mercado de trabalho, observamos sinais de inflexão ainda ambíguos.** Assim, mantivemos nossas

projeções de desemprego em 5,7% em 2026 e 6,0% em 2027. Adiante, a expectativa de crescimento da atividade próximo ao potencial, combinada a uma leve alta da taxa de participação, deve levar a um pequeno avanço do desemprego nos próximos meses.

### Fiscal: melhora conjuntural consumida por medidas para amortecer pressão nos preços domésticos

**Mantivemos a projeção de resultado primário em 2026 de -0,5% do PIB, com viés positivo por receitas com preços ainda mais elevados de petróleo, sendo consumidas por medidas para amortecer elevação de preços domésticos.** Nosso novo cenário é de preços médios do petróleo ainda mais elevados (USD 84/barril em média, ante USD 80/barril anteriormente). No entanto, com a proposta do governo de vincular o aumento de receitas associadas a alta do petróleo a potenciais cortes de impostos federais de combustíveis, o governo deve abrir mão de parte da melhora fiscal proporcionada pelo choque externo e priorizar a mitigação do impacto doméstico da guerra no Oriente Médio. Embora o formato ainda não esteja definido, incorporamos uma redução parcial de impostos sobre a gasolina e a postergação de subvenções ao diesel até o final do ano.

**Para 2027, mantivemos a projeção de resultado primário de -0,6% do PIB.** Apesar de um ponto de partida ligeiramente mais favorável em relação ao cenário anterior à guerra, o desafio estrutural segue relevante. Estimamos que, mantidas as regras atuais, sem nenhuma correção de curso, o ajuste fiscal necessário para estabilizar a dívida pública, hoje em torno de 4 p.p. do PIB, será crescente e de magnitudes ainda mais expressivas.

### Inflação: nova revisão altista em 2026 e 2027

**Revisamos nossa projeção de IPCA em 2026 para 5,2% (ante 4,5%), refletindo um curto prazo mais pressionado principalmente por combustíveis e alimentos.** A revisão incorpora impacto do fenômeno El Niño sobretudo sobre produtos in natura. Além disso, projetamos preços de leite mais pressionados, em decorrência da redução de oferta este ano.

**No curto prazo, com as cotações internacionais de petróleo ainda em níveis elevados, a pressão tende a ser por reajustes adicionais em gasolina, dada a defasagem entre os preços domésticos e**

**externos.** Assumimos, no entanto, que haverá medidas de mitigação, como novos cortes de impostos, limitando o impacto altista imediato sobre a inflação.

**O balanço de riscos para a projeção segue altista.** Altas adicionais de gasolina e diesel são o principal risco para este ano.

### Corte de impostos federais pode compensar alta de preços da gasolina na refinaria

Impacto em bps / Equivalente em reajuste na refinaria	PIS/Cofins Gasolina C + Cide			
	0,68	0,48	0,28	0,00
1,57	0 / 0%	-15 / 11%	-29 / 22%	-50 / 38%
1,07	-37 / 28%	-52 / 39%	-66 / 50%	-87 / 66%
0,57	-74 / 56%	-88 / 67%	-103 / 78%	-124 / 93%
0,00	-116 / 87%	-131 / 98%	-145 / 110%	-166 / 125%

Fonte: Itaú

**Para 2027, revisamos nossa projeção de inflação para 4,3% (ante 4,1%), incorporando maior inércia inflacionária.** O balanço de riscos permanece altista e está associado, sobretudo, à elevação dos preços de fertilizantes, além da possibilidade de um El Niño mais intenso, fatores que tendem a pressionar os custos de produção agrícola e, conseqüentemente, a inflação de alimentos.

### Política monetária: ainda menos espaço para corte de juros

**O Copom continuou o ciclo de flexibilização monetária com novo corte de 25 p.b diante da incerteza ainda elevada.** A autoridade monetária segue ressaltando que esse será um ciclo de calibração de política monetária, isto é, um ciclo que ainda terminará em terreno contracionista, dado o ponto de partida de expectativas desancoradas e hiato do produto positivo.

**A deterioração do cenário inflacionário, a piora das expectativas Focus e do balanço de riscos, indica menor espaço para corte de juros, mesmo com câmbio mais apreciado.** De acordo com as nossas simulações, partindo do modelo do BCB, cenários de Selic abaixo de 13,00% exigiriam não apenas uma taxa de câmbio em níveis inferiores a R\$/US\$ 5,00, mas também a ausência de nova rodada de piora das expectativas, uma condição que, no momento, parece pouco provável.

**Revisamos novamente a nossa projeção de Selic terminal, para 13,25% em 2026 (ante 13,00%).** Mais uma vez, a incerteza ainda elevada e as leituras de inflação pressionadas nos próximos meses devem impedir o Banco Central de acelerar o ritmo de corte. Esperamos novo ajuste de mesma magnitude (-25bps) em junho.

**Para 2027, mantemos a expectativa de continuação da flexibilização monetária, com a Selic convergindo para 12,25%.**

## Brasil | Dados e projeções

	2022	2023	2024	2025	2026P		2027P	
					Atual	Anterior	Atual	Anterior
<b>Atividade Econômica</b>								
Crescimento real do PIB - %	3,0	3,2	3,4	2,3	<b>1,9</b>	1,9	<b>1,7</b>	1,7
PIB nominal - BRL bi	10.080	10.943	11.779	12.739	<b>13.479</b>	13.441	<b>14.335</b>	14.264
PIB nominal - USD bi	1.951	2.192	2.186	2.278	<b>2.626</b>	2.534	<b>2.726</b>	2.590
População (milhões de hab.)	210,9	211,7	212,6	213,4	<b>214,2</b>	214,2	<b>215,0</b>	215,0
PIB per capita - USD	9.255	10.356	10.281	10.676	<b>12.259</b>	11.831	<b>12.682</b>	12.047
Taxa de Desemprego - média anual	9,5	8,0	6,9	5,9	<b>5,5</b>	5,5	<b>5,8</b>	5,9
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	8,4	7,8	6,5	5,4	<b>5,7</b>	5,7	<b>6,0</b>	6,0
<b>Inflação</b>								
IPCA - %	5,8	4,6	4,8	4,3	<b>5,2</b>	4,5	<b>4,3</b>	4,1
IGP-M - %	5,5	-3,2	6,5	-1,1	<b>5,7</b>	4,8	<b>3,8</b>	3,7
<b>Taxa de Juros</b>								
Selic - final do ano - %	13,75	11,75	12,25	15,00	<b>13,25</b>	13,00	<b>12,25</b>	12,00
<b>Balanco de Pagamentos</b>								
BRL / USD - final de período	5,28	4,86	6,18	5,47	<b>5,15</b>	5,40	<b>5,35</b>	5,60
BRL / USD - média anual	5,17	4,99	5,39	5,59	<b>5,13</b>	5,30	<b>5,26</b>	5,51
Balança comercial - USD bi	62	99	75	68	<b>80</b>	80	<b>75</b>	75
Conta corrente - % PIB	-2,2	-1,2	-3,0	-2,9	<b>-2,6</b>	-2,6	<b>-2,8</b>	-2,6
Investimento direto no país - % PIB	4,0	2,9	3,4	3,4	<b>3,5</b>	3,6	<b>3,8</b>	4,0
Reservas internacionais - USD bi	325	355	330	358	<b>360</b>	360	<b>360</b>	360
<b>Finanças Públicas</b>								
Resultado primário - % do PIB	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	<b>-0,5</b>	-0,5	<b>-0,6</b>	-0,6
Resultado nominal - % do PIB	-4,6	-8,8	-8,5	-8,3	<b>-8,8</b>	-8,7	<b>-8,5</b>	-8,3
Dívida bruta - % PIB	71,7	73,8	76,3	78,6	<b>82,5</b>	82,8	<b>86,2</b>	86,4
Dívida pública líquida - % do PIB	56,1	60,4	61,3	65,2	<b>71,1</b>	70,7	<b>75,0</b>	74,5
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	6,0	7,6	3,2	4,2	<b>4,7</b>	4,9	<b>1,4</b>	1,6

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>

**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



## 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.

**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.