

Perspectivas Econômicas

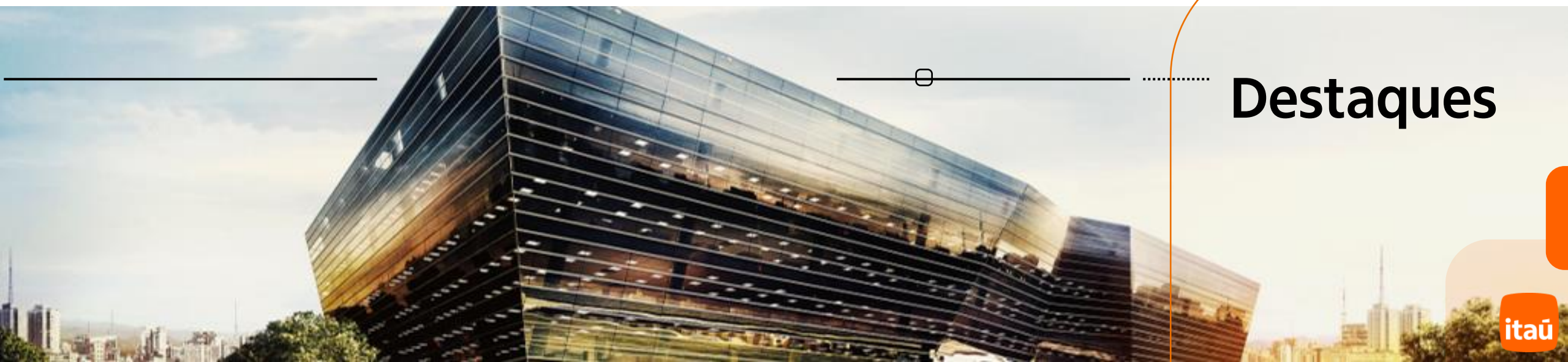
Novembro 2025

The word "Global" is centered in a white, sans-serif font. It is surrounded by several thin, orange, hand-drawn style lines that form an irregular, rounded rectangular frame around the text. The background is solid black.

Global

Menos cortes do Fed em meio a maior crescimento global

- **Global:** acordo EUA-China limita escalada no curto prazo e postura do Fed leva a um dólar mais forte.
- **EUA:** esperamos apenas mais um corte de juros em dezembro (de cortes em dezembro e janeiro, anteriormente) diante de comunicação mais dura do Fed sobre a extensão do ciclo.
- **China:** meta de crescimento de 5% alcançada neste ano em meio à resiliência de exportações e estímulos fiscais fornecendo suporte à atividade no curto prazo. Para 2026, agora esperamos PIB em 4,5% (de 4,0%, anteriormente).
- **América Latina:** trajetórias de juros revisadas para cima.



Destques

Nossas projeções:

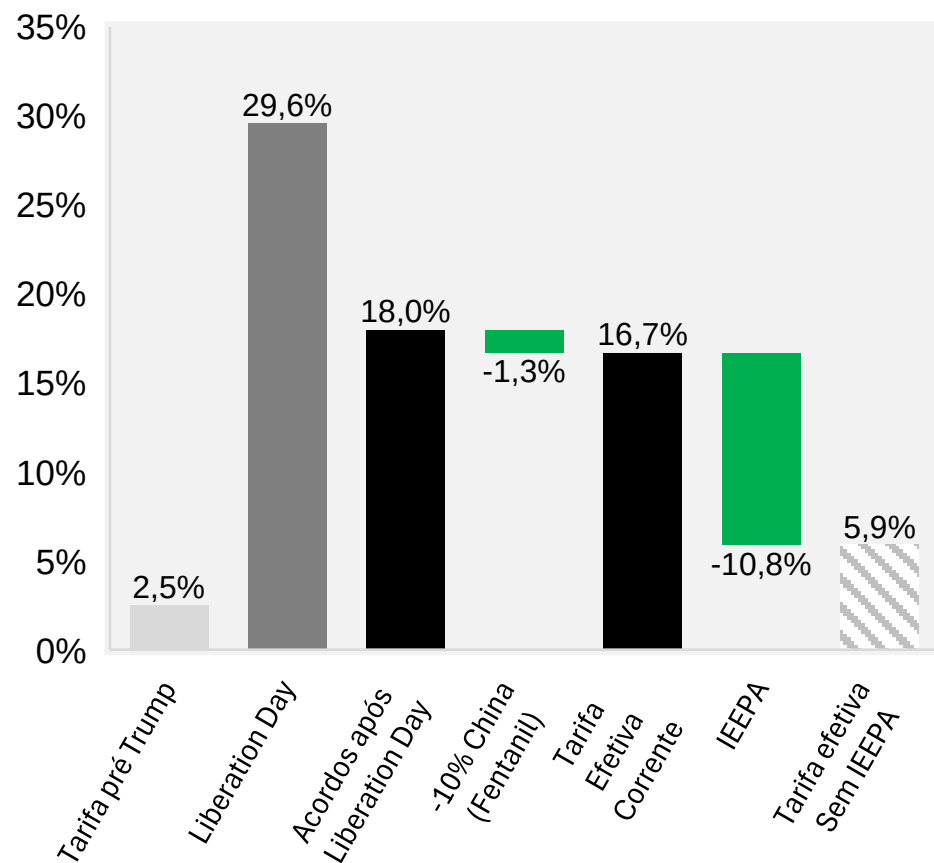
	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior
Economia mundial									
Crescimento do PIB Mundial - %	-2,8	6,3	3,5	3,2	3,2	3,2	3,1	3,2	3,0
EUA - %	-2,1	6,2	2,5	2,9	2,8	2,0	2,0	2,0	2,0
Zona do Euro - %	-6,2	6,4	3,7	0,6	0,8	1,3	1,1	1,2	1,2
China - %	2,0	7,7	3,0	5,4	5,0	5,0	4,7	4,5	4,0
Inflação									
Núcleo do CPI - %, final de período	1,6	5,5	5,7	3,9	3,2	3,1	3,5	3,0	3,0
Taxas de juros e moedas									
Fed funds - %, final de período	0,13	0,13	4,15	5,38	4,52	3,63	3,63	3,63	3,38
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	0,93	1,47	3,88	3,88	4,58	4,10	4,10	4,00	4,00
USD/EUR - final de período	1,22	1,13	1,07	1,10	1,04	1,15	1,20	1,15	1,20
CNY/USD - final de período	6,54	6,37	6,92	7,13	7,30	7,15	7,15	7,15	7,15
Índice DXY* - final de período	89,9	95,7	103,5	101,3	108,5	99,8	95,8	99,2	95,4

Fonte: FMI, Bloomberg, Itaú

* O DXY é um índice para o valor internacional do dólar americano, que mede seu desempenho em relação a uma cesta de moedas incluindo: euro, iene, libra, dólar canadense, franco suíço e coroa sueca.

Acordo EUA-China traz alívio tarifário e reduz risco de escalada no curto prazo

Taxa efetiva e riscos



O acordo entre EUA e China traz alívio nas tarifas e reduz o risco de escalada no curto prazo. O entendimento entre Trump e Xi representa um importante alívio nas tensões geopolíticas. Os EUA aceitaram reduzir as tarifas relacionadas ao fentanil para 10% (de 20%) e adiaram por um ano a implementação dos controles de exportações de semicondutores para empresas com 50% de controle chinês.

Por sua vez, a China concordou em retomar as compras de soja e outros produtos agrícolas, suspender por um ano as restrições às exportações de terras raras e se comprometeu a intensificar o combate às exportações de fentanil. Ambos os lados concordaram em eliminar tarifas e taxas de transporte marítimo, além de resolver adequadamente as questões relacionadas ao TikTok.

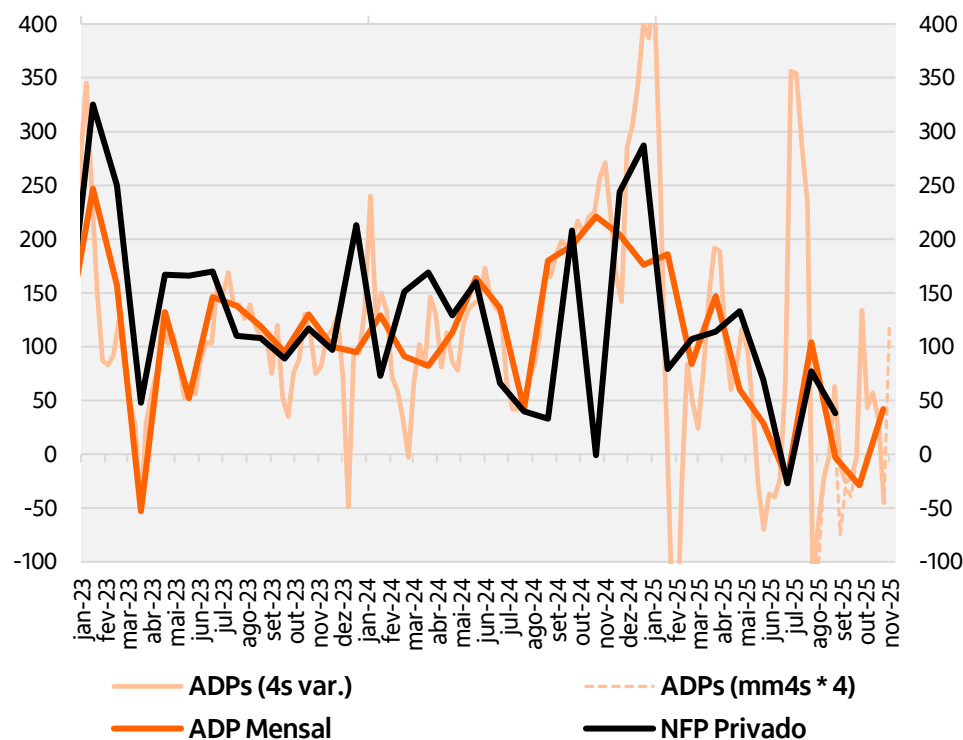
Ambos os lados concordaram em eliminar tarifas e taxas de transporte marítimo, além de resolver adequadamente as questões relacionadas ao TikTok. Com essa trégua, estimamos que a tarifa efetiva de importações americanas ficou em 17% (vs. 30% no "Liberation Day" e 18% antes do acordo sobre fentanil), e que a diferença entre a tarifa aplicada sobre a China e os demais países asiáticos diminuiu para 10 p.p. (vs. 20 p.p. em julho). No entanto, essa trégua tende a ser instável, pois ruídos podem ressurgir em meio a disputas por terras raras e acesso à tecnologia de semicondutores.

A Suprema Corte americana deve decidir em breve sobre a validade das tarifas do IEEPA, o que pode bloquear até 10 p.p. da tarifa efetiva de importação americana. Em audiência preliminar, os juízes da Suprema Corte americana demonstraram reticência quanto ao uso desse instrumento tarifário. Todavia, mesmo que o bloqueio ocorra, acreditamos que o governo americano dispõe de outras ferramentas para restabelecer as tarifas e esperamos que o nível total acabe retornando para patamares próximos ao atual.

Comunicação mais hawkish do Fed sinaliza que o fim do ciclo está próximo;

Câmbio: agora avaliamos que o dólar permanecerá mais sustentado no curto prazo

Emprego privado: ADP e Payroll



NFP: Nonfarm Payroll, número de trabalhadores nos EUA exceto aqueles que trabalham em fazendas, residências privadas, organizações não-lucrativas, autônomos e militares.

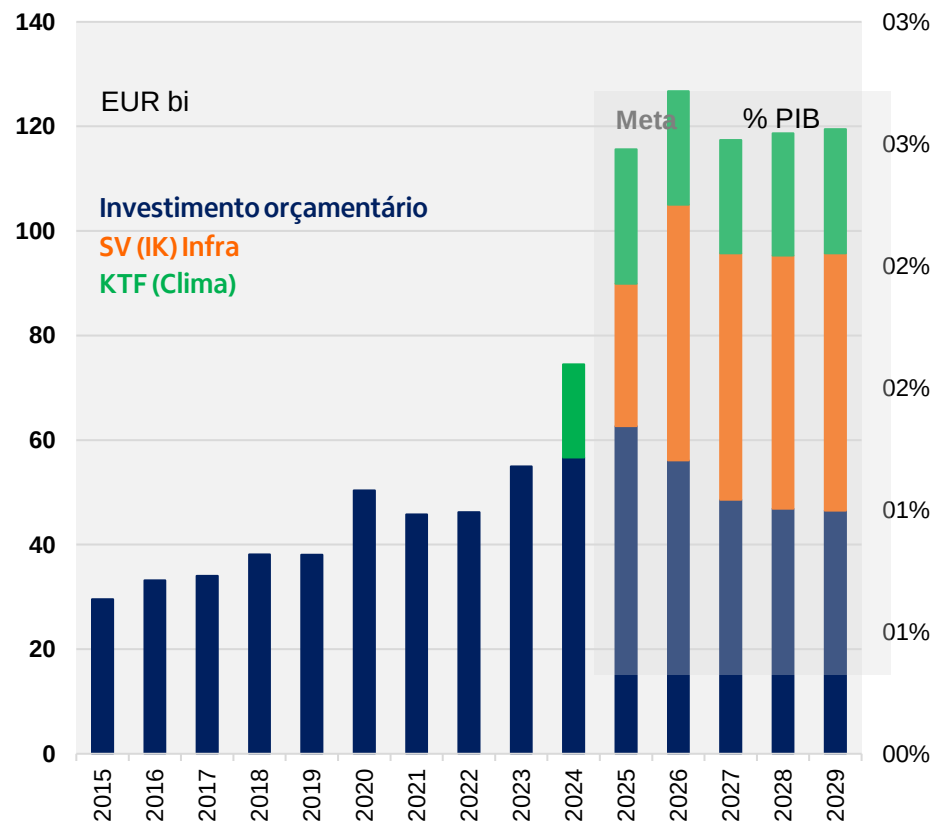
Nos EUA, dados alternativos ainda mostram desaceleração do emprego, enquanto a inflação arrefece gradualmente. A extensão do shutdown até meados de novembro atrasou a divulgação de dados oficiais do governo, como Payroll (emprego), CPI (inflação), PIB, entre outros. Com base em um conjunto de dados alternativos de emprego de fontes privadas, observamos que o mercado de trabalho ainda apresenta sinais de desaceleração. Apesar da economia crescer em ritmo forte (estimamos crescimento de 3,2% na variação trimestral anualizada no 3T25), o emprego mostra sinais ainda incipientes de recuperação. Além disso, o CPI de setembro registrou uma variação mensal dos núcleos menor que a esperada (0,2%, frente à expectativa de 0,3%), mas a desaceleração anual segue lenta, ao redor de 3%, ainda bem acima da meta de 2%.

Comunicação mais dura do Fed indica que o fim do ciclo está próximo. Revisamos a projeção para apenas um corte em dezembro (em vez de cortes em dezembro e janeiro). Powell levantou dúvidas sobre novos cortes diante da divisão no comitê. Para o Fed não agir em dezembro, seria necessária uma surpresa relevante frente ao SEP de setembro. Distorções nos dados de emprego causadas pelo shutdown — com Payroll esperado em -50 mil e desemprego +30/40 bps — aumentam a incerteza. De modo geral, o grau de restrição caiu, mas avaliamos que o ciclo deve terminar acima da taxa neutra estimada de 3,0%.

Para moedas, avaliamos agora que o dólar continuará mais suportado no curto prazo, diante da menor incerteza sobre tarifas e da postura mais dura do Fed. Com isso, revisamos nossa projeção para o euro de 1,20 para 1,15 dólar. À frente, o principal risco para um retorno a um dólar mais fraco é o aumento da expectativa de cortes de juros mais agressivos nos EUA, especialmente no contexto da escolha de um sucessor para o presidente do Fed mais alinhado ao governo Trump.

Crescimento mais forte na Europa

Alemanha: plano de investimentos



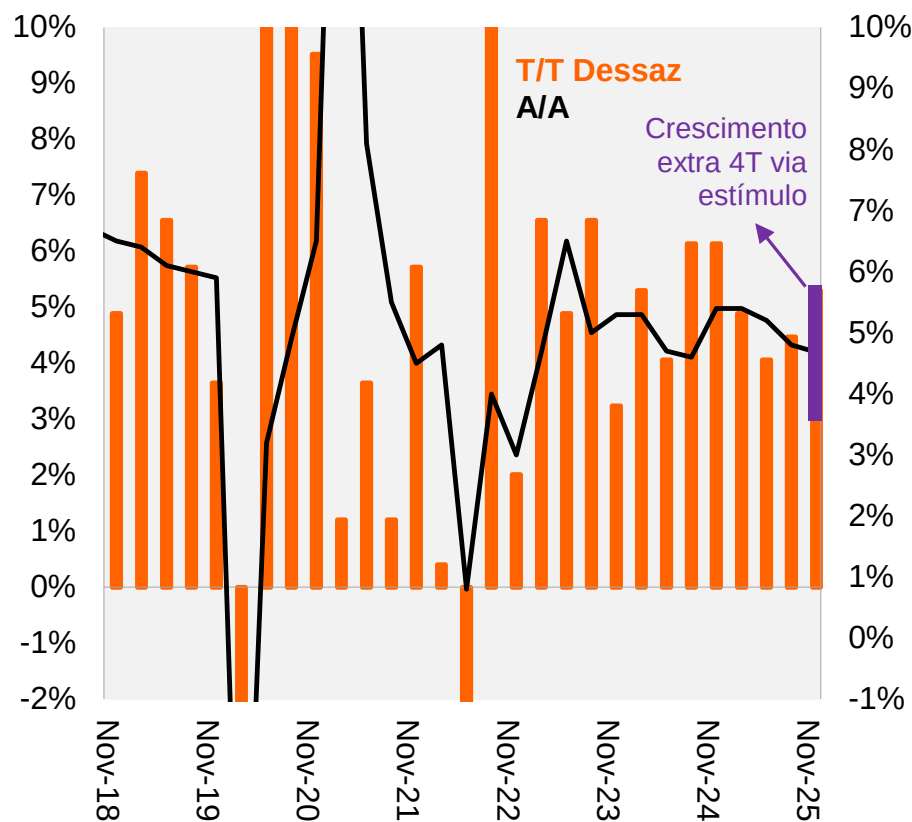
Quanto à Europa, projetamos agora crescimento de 1,3% (ante 1,1%) com impacto das tarifas menor do que o esperado e bom desempenho da demanda doméstica em meio a juros mais baixos.

Para 2026, mantemos a projeção de PIB em 1,2%, considerando o estímulo fiscal na Alemanha. A atividade continuou surpreendendo positivamente, com crescimento de 0,2% t/t no 3T e o PMI Composto de outubro em 52,5, reforçando o bom dinamismo no último trimestre do ano. Além disso, o impacto das tarifas de 15% nas exportações para os EUA tem sido menor do que o antecipado, em meio ao crescimento global resiliente. A inflação segue em linha com os modelos do ECB, sinalizando convergência para a meta de 2%. Neste ambiente, seguimos considerando que o ECB já encerrou o ciclo de corte de juros.

Para 2026, o foco está na implementação do pacote fiscal alemão anunciado no início do ano. Esperamos um estímulo de 1,8% do PIB, o que deve gerar impacto de 1,2 p.p. para o PIB alemão e de 0,4 p.p. para a zona do euro, considerando gastos em defesa e infraestrutura. Os detalhes do orçamento devem ser votados até o fim de novembro. Neste ambiente, seguimos considerando que o ECB já encerrou o ciclo de corte de juros. Para 2026, o foco está na implementação do pacote fiscal alemão anunciado no início do ano. Esperamos um estímulo de 1,8% do PIB, o que deve gerar impacto de 1,2 p.p. para o PIB alemão e de 0,4 p.p. para a zona do euro, considerando gastos em defesa e infraestrutura. Os detalhes do orçamento devem ser votados até o fim de novembro.

China: crescimento revisado para 5,0% para 2025

China: estímulos já anunciados
para meta de 5%



Para o cenário da China, revisamos o crescimento para 5,0% (de 4,7%) em 2025, tanto pela resiliência das exportações – apesar das tarifas – quanto pelos estímulos fiscais sustentando a atividade no 4T. Entre setembro e outubro, o governo anunciou dois programas para apoiar a atividade no curto prazo: (i) um fundo especial de RMB 500 bilhões (0,35% do PIB) para fomentar infraestrutura (canalizado por bancos estatais) e (ii) a utilização de RMB 500 bilhões (0,35% do PIB) em títulos dos governos locais até o fim de 2025. Diferente de 2023 e 2024, os anúncios foram feitos de forma discreta, mas em montante suficiente para garantir a meta de crescimento de 5% neste ano.

O acordo entre EUA e China, com redução de 10 p.p. das tarifas sobre fentanil, é mais um fator positivo para as exportações chinesas. Para 2026, projetamos agora PIB de 4,5% (de 4,0%), pois o bom momentum de crescimento deve levar o governo a anunciar (em março) uma meta mais alta do que antecipávamos anteriormente.

A economia chinesa segue em busca de uma nova fonte de crescimento, com foco em tecnologia e inteligência artificial. A discussão inicial do plano quinquenal para 2026-30 reforçou a necessidade de investimentos em tecnologia para atingir autossuficiência, especialmente diante da disputa por semicondutores com os EUA.

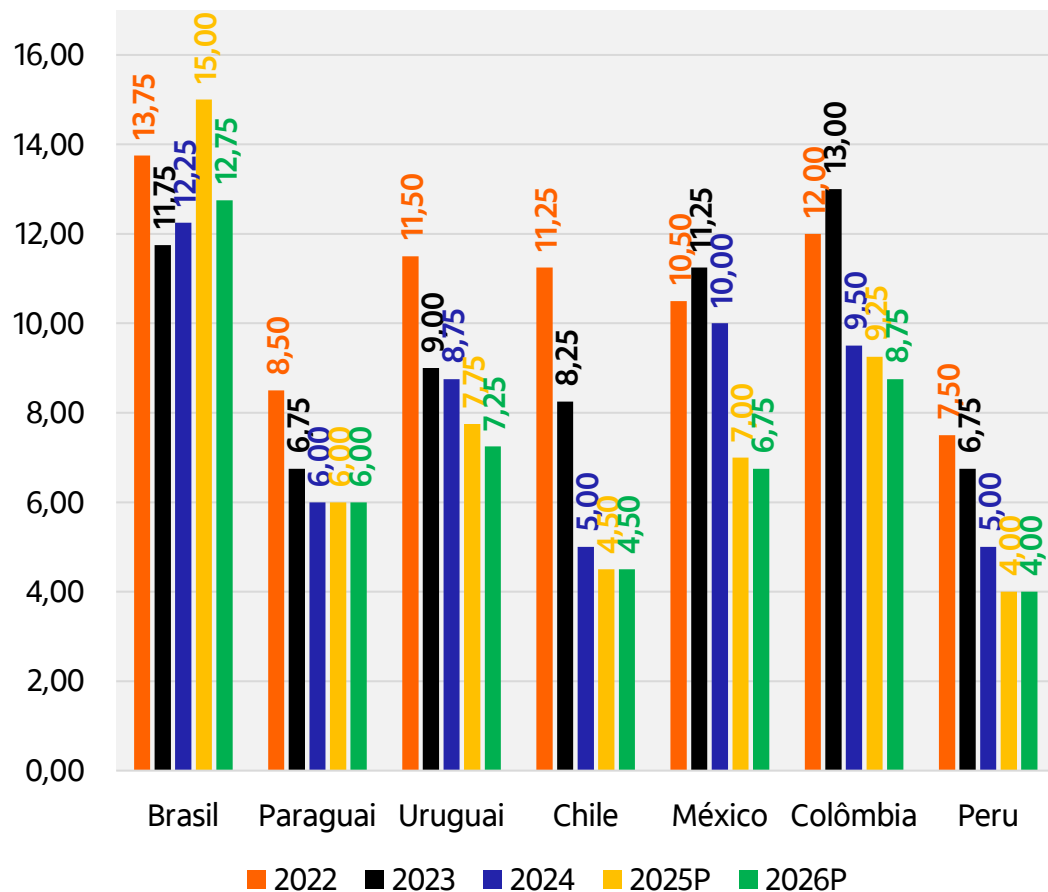
1

2

3

América Latina: trajetórias de juros revisadas para cima

Política monetária LatAm



Fizemos ajustes modestos para cima em nossas projeções de política monetária para México, Chile e Colômbia, cada um impulsionado por fatores distintos. No México, embora o Banxico tenha realizado o corte esperado de 25 pontos-base na última reunião, levando a taxa para 7,25%, a mudança na orientação para uma abordagem reunião a reunião sugere maior sensibilidade ao Fed nas próximas decisões. Como resultado, agora esperamos um corte de 25 p.b. em dezembro, encerrando o ano com a taxa de juros em 7,0%. No entanto, projetamos apenas mais um corte de 25 p.b. em fevereiro do próximo ano, com a taxa terminal em 6,75% em 2026 (acima dos 6,5% anteriormente).

No Chile, esperamos que a inflação continue surpreendendo para baixo em relação às projeções do BCCh, mantendo a reunião de dezembro em aberto, como sugere o mercado. Projetamos que a inflação subjacente encerre o ano 10–20 pontos-base abaixo da estimativa de 3,7% do BCCh. Contudo, diante da revisão para um corte a menos pelo Fed e da inclinação do BCCh para o limite superior da faixa neutra, agora esperamos que o ciclo de afrouxamento termine em dezembro em 4,5% (+25 p.b.).

Na Colômbia, a inflação persistente, expectativas acima da meta e pressões fiscais nos levam a projetar que o BanRep mantenha a taxa de juros inalterada até o fim do ano, em 9,25%. Para 2026, agora vemos um total de 50 p.b. de cortes, encerrando o ano em 8,75% (acima dos 8,25% do cenário anterior).

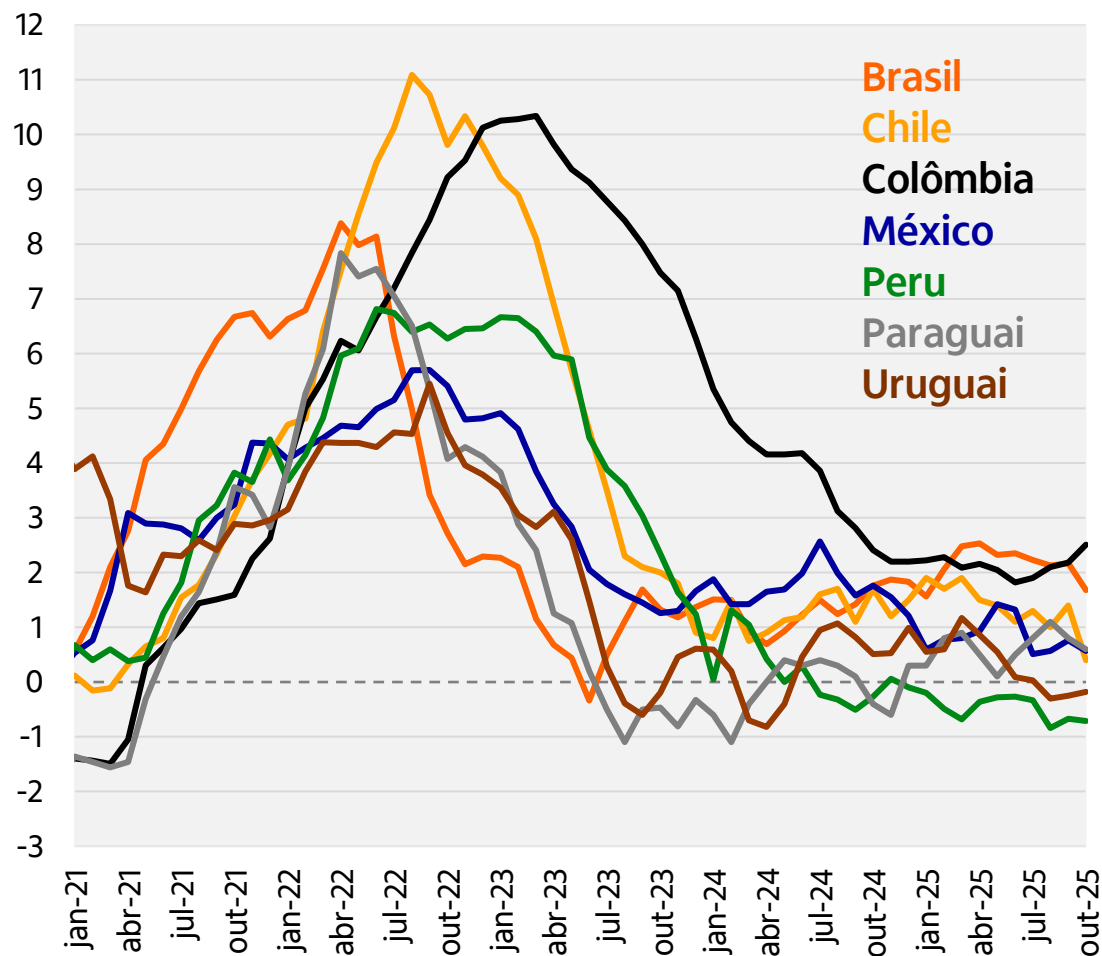
1

2

3

América Latina: trajetórias de juros revisadas para cima

Distância entre inflação e a meta



No México, revisamos nossa projeção de inflação para o final de 2025 para 3,8% (de 4,1%), refletindo alívio na inflação subjacente e pressão contida nos itens não subjacentes. A inflação subjacente permaneceu relativamente estável, ligeiramente acima do teto anual de 4,0%. Mantemos cautela para 2026, pois os itens não subjacentes podem retornar à média histórica mais alta, mantendo nossa projeção em 3,7%. No Chile, dados recentes nos levaram a revisar a projeção de inflação para o final do ano em -0,2pp, para 3,7%. Normalização dos salários, preços globais de petróleo contidos e fortalecimento do CLP devem ajudar a consolidar o caminho para a meta de 3% até o fim do 1T25. No Peru, revisamos a projeção de inflação para o final de 2025 para 1,6% (de 1,8%), devido a surpresas baixistas persistentes, apreciação do PEN e preços baixos do petróleo. Para 2026, esperamos que o CPI se aproxime da meta de 2% do BCRP.

Na Colômbia, revisamos nossa projeção de inflação para o final de 2025 para 5,3% (de 5,2%), após surpresa altista em outubro. Também aumentamos a projeção para o final de 2026 de 4,2% para 4,5%, incorporando o risco de um reajuste elevado do salário-mínimo, enquanto outros riscos altistas persistem. A materialização de riscos adicionais de inflação na Colômbia pode desafiar nossa projeção de um ciclo moderado de cortes em 2026 e abrir espaço para uma reversão para altas.

Na Argentina, após o resultado melhor que o esperado nas eleições de meio de mandato, o foco se volta para o esforço de reformas. Projetamos o câmbio em ARS/USD 1.500 no final do ano (de ARS 1.600 no cenário anterior). Projetamos inflação de 29,5% no final do ano (de 30,5% anteriormente), devido ao ARS mais forte. Mantivemos as projeções de crescimento do PIB para 2025 e 2026 em 3,8% e 2,5%, respectivamente. Por fim, no Chile, todas as atenções estão voltadas para as eleições gerais de 16 de novembro, em meio a preocupações crescentes com crime, segurança e emprego. Pesquisas sugerem que um segundo turno presidencial é provável, com plataformas focadas em crescimento, investimento e combate ao crime, entre outros temas.

LatAm: cenário comparado

Mundo

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,2	3,1	3,2	3,0

Brasil

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,2	2,2	1,7	1,5
BRL / USD (dez)	5,35	5,35	5,50	5,50
Taxa de Juros (dez,%)	15,00	15,00	12,75	12,75
IPCA (%)	4,5	4,6	4,2	4,3

Argentina

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,8	3,8	2,5	2,5
ARS / USD (dez)	1500	1600	1800	1900
Taxa de referência (dez,%)	35,0	45,0	25,0	35,0
IPC (%)	29,5	30,5	20,0	20,0

Colômbia

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,7	2,7	2,8	2,8
COP / USD (dez)	3900	4000	3900	4000
Taxa de Juros (dez,%)	9,25	9,25	8,75	8,25
IPC (%)	5,3	5,2	4,5	4,2

Paraguai

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	5,0	5,0	4,0	4,0
PYG / USD (dez)	7150	7150	7200	7200
Taxa de Juros (dez,%)	6,00	6,00	6,00	6,00
IPC (%)	3,9	4,2	3,5	3,5

Fonte: Itau

América Latina e Caribe

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,4	2,4	2,3	2,2

México

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	0,6	0,6	1,5	1,5
MXN / USD (dez)	19,0	19,0	19,5	19,5
Taxa de Juros (dez,%)	7,00	7,00	6,75	6,50
IPC (%)	3,8	4,1	3,7	3,7

Chile

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,5	2,5	2,2	2,2
CLP / USD (dez)	930,0	930,0	880,0	880,0
Taxa de Juros (dez,%)	4,50	4,50	4,50	4,25
IPC (%)	3,7	3,9	3,0	3,0

Peru

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,0	3,0	2,7	2,7
PEN / USD (dez)	3,50	3,50	3,50	3,50
Taxa de Juros (dez,%)	4,00	4,00	4,00	4,00
IPC (%)	1,6	1,8	2,0	2,0

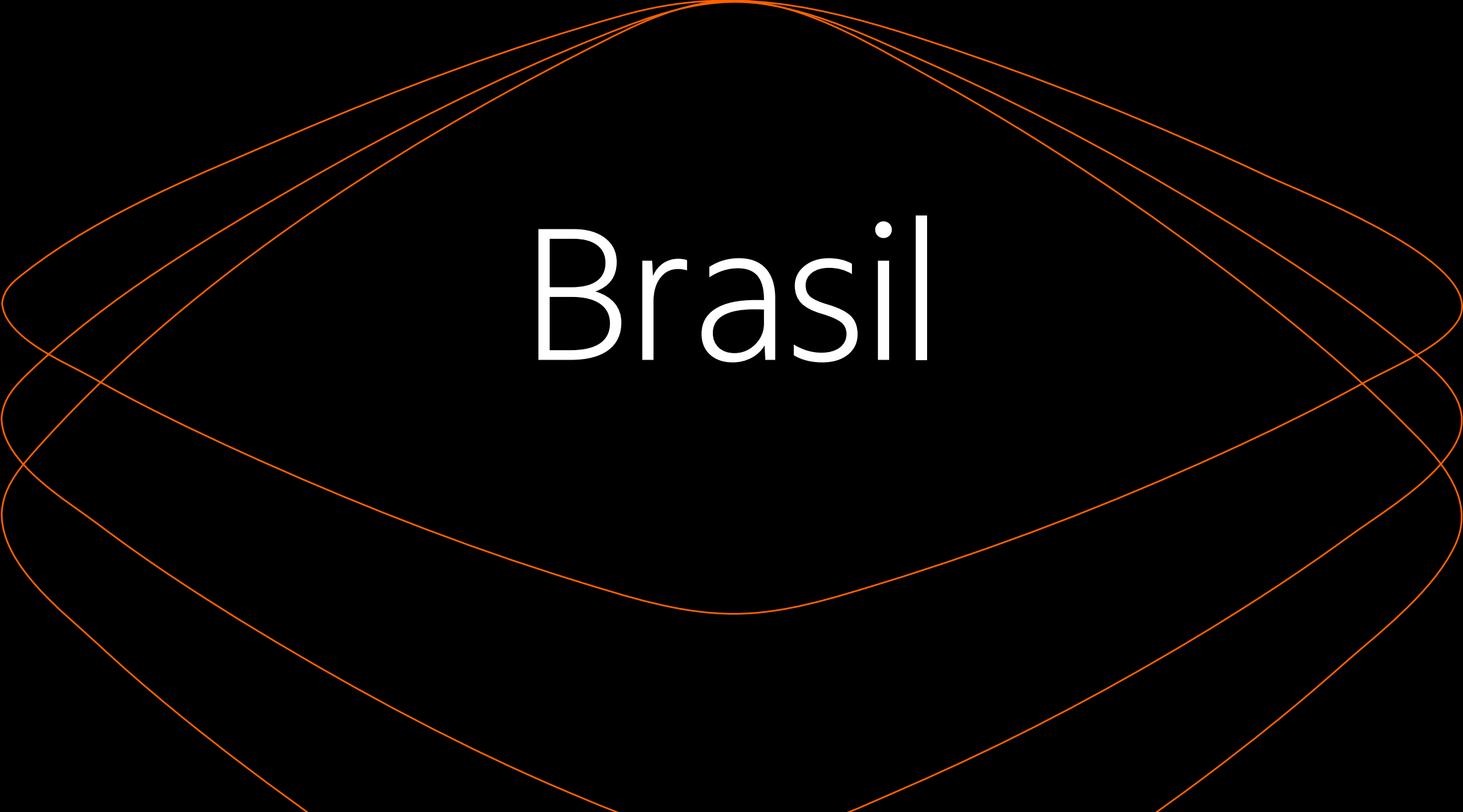
Uruguai

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,3	2,3	1,8	1,8
UYU / USD (dez)	40,5	40,5	41,0	41,0
Taxa de Juros (dez,%)	7,75	7,75	7,25	7,25
IPC (%)	3,9	3,6	4,5	4,5

Projeções para commodities:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior
Petróleo (Brent) (USD/barril)	50	75	82	77	73	65	65	60	60
Minério de ferro (USD/ton)	153	116	110	135	103	100	95	90	85
Cobre (USD/ton)	7788	9525	8402	8489	9030	10350	9900	10250	10150
Milho (Usd/bu)	437	592	656	480	444	430	415	415	415
Soja (Usd/bu)	1207	1290	1474	1311	984	1110	1030	1070	1070
Trigo (Usd/bu)	604	790	757	619	548	550	550	600	600
Açúcar (Usd/lb)	15	19	20	22	20	15	16	16	16
Café (Usd/lb)	123	235	166	188	321	400	350	300	300

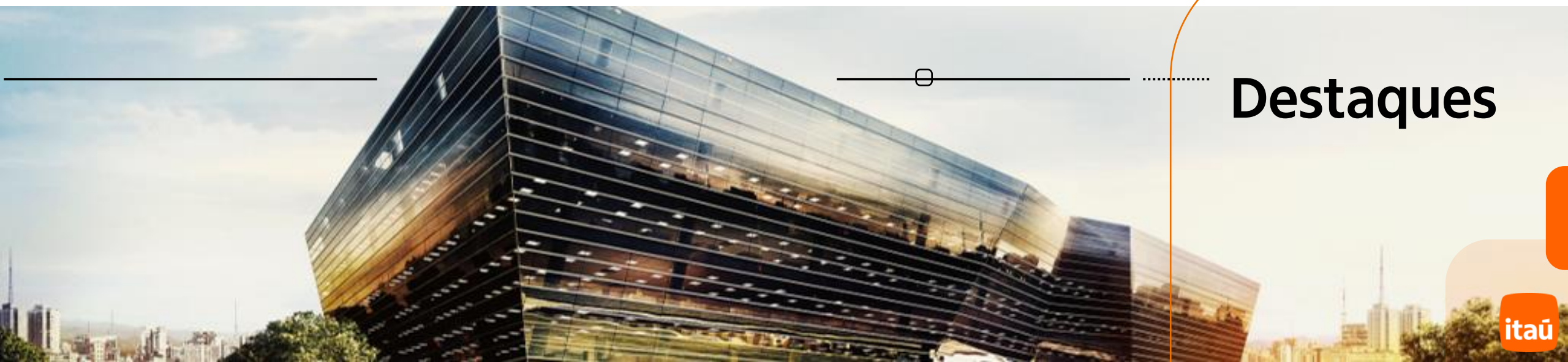
Fonte: BBG, Itaú

An abstract graphic consisting of several overlapping, hand-drawn orange lines that form a large, irregular, rounded shape, resembling a stylized oval or a series of concentric, slightly offset loops. The lines are thin and have a slightly textured, sketchy appearance.

Brasil

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. Dadas 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 as restrições impostas pelo atual arcabouço fiscal.
- 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. 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.



Destques

	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
Balanço 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

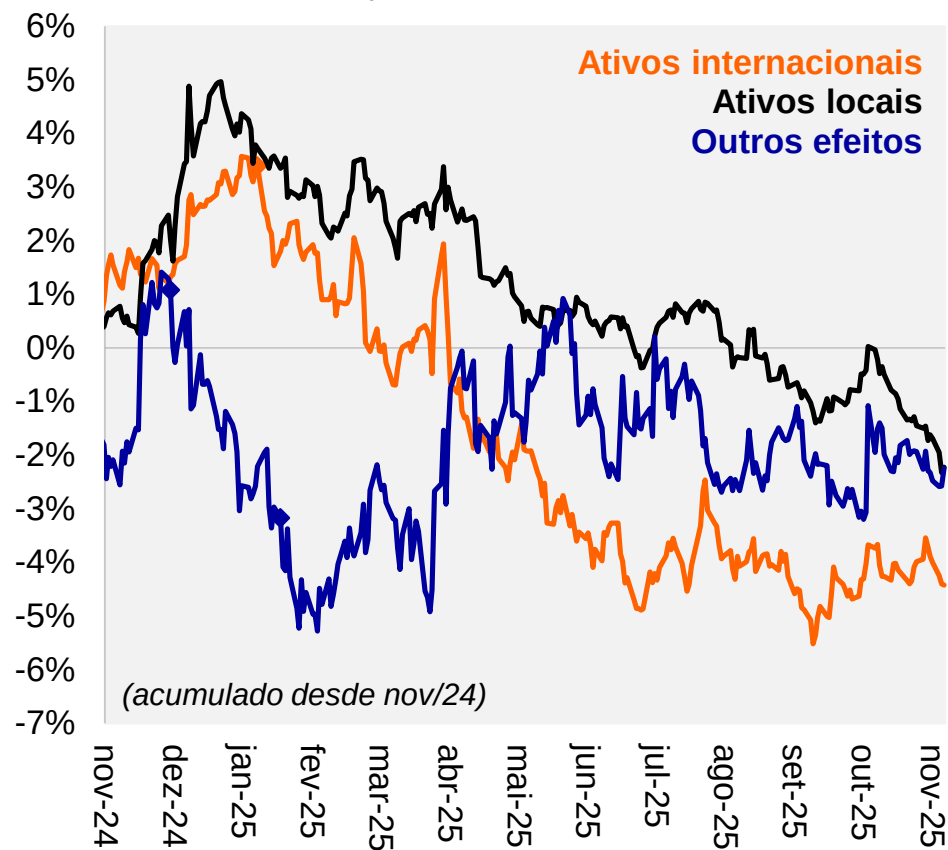
Fonte: IBGE, FGV, BCB e Itaú

(*) 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.

Real: apreciação limitada à frente

Decomposição dos movimentos de BRL



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. 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.

1

2

3

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

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.

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.

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 meses . 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. Incluimos, também, o impacto negativo da mudança nas regras de concessão de crédito vinculadas ao saque-aniversário do FGTS.

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

1

2

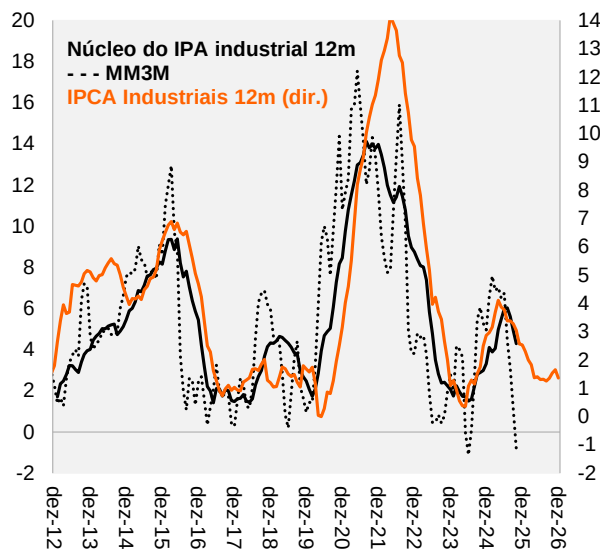
3

4

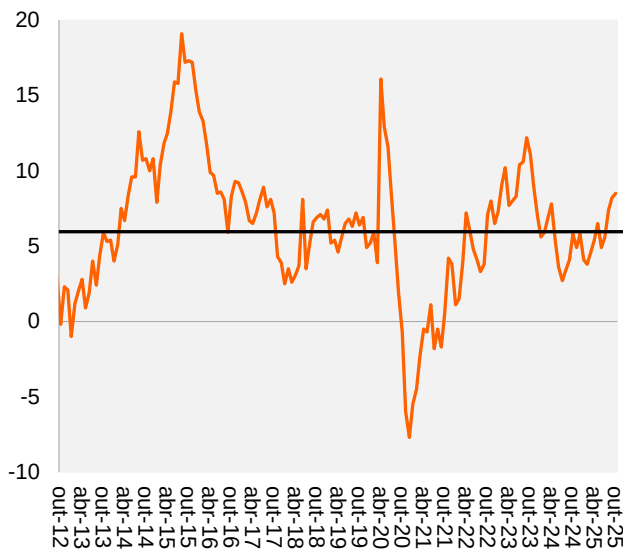
5

Inflação: revisões baixistas

Queda no IPA industrial já aparece no IPCA



Estoques acima da média histórica



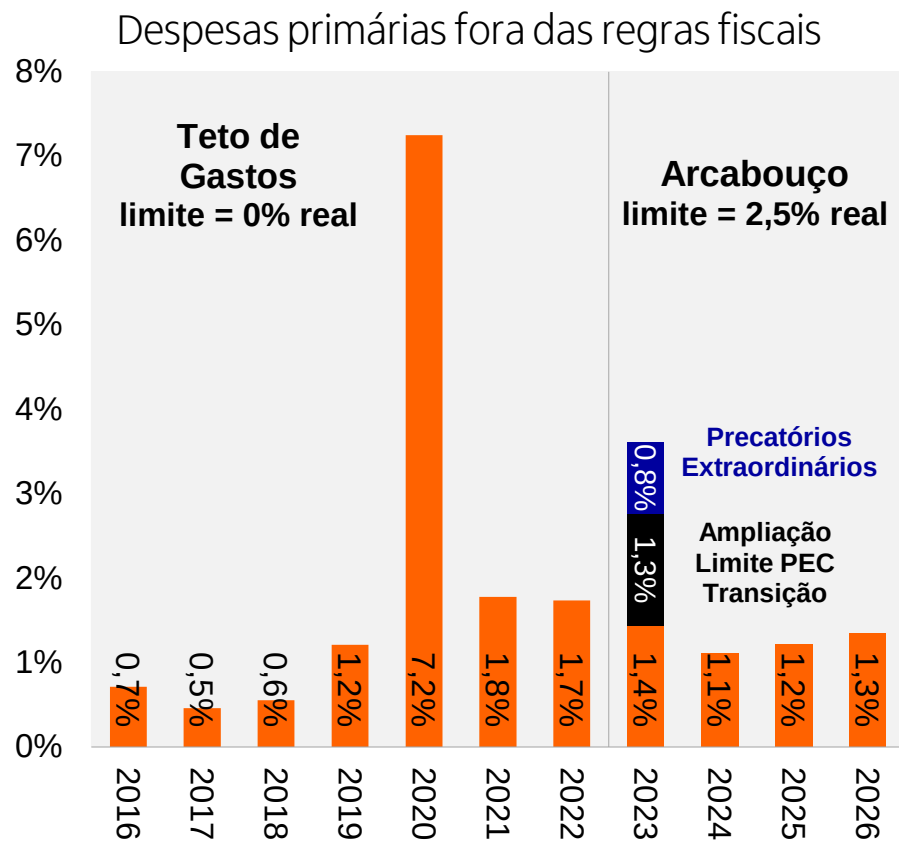
Revisamos nossa projeção de inflação para 4,5% (de 4,6%) para 2025, incorporando surpresas baixistas recentes. Avaliamos que os riscos estão simétricos. Os preços de alimentos podem ficar menos pressionados, seja por uma reversão mais lenta do ciclo pecuário ou por preços de itens in natura. Por outro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

1

2

Fiscal: desafios grandes com regras mais frágeis



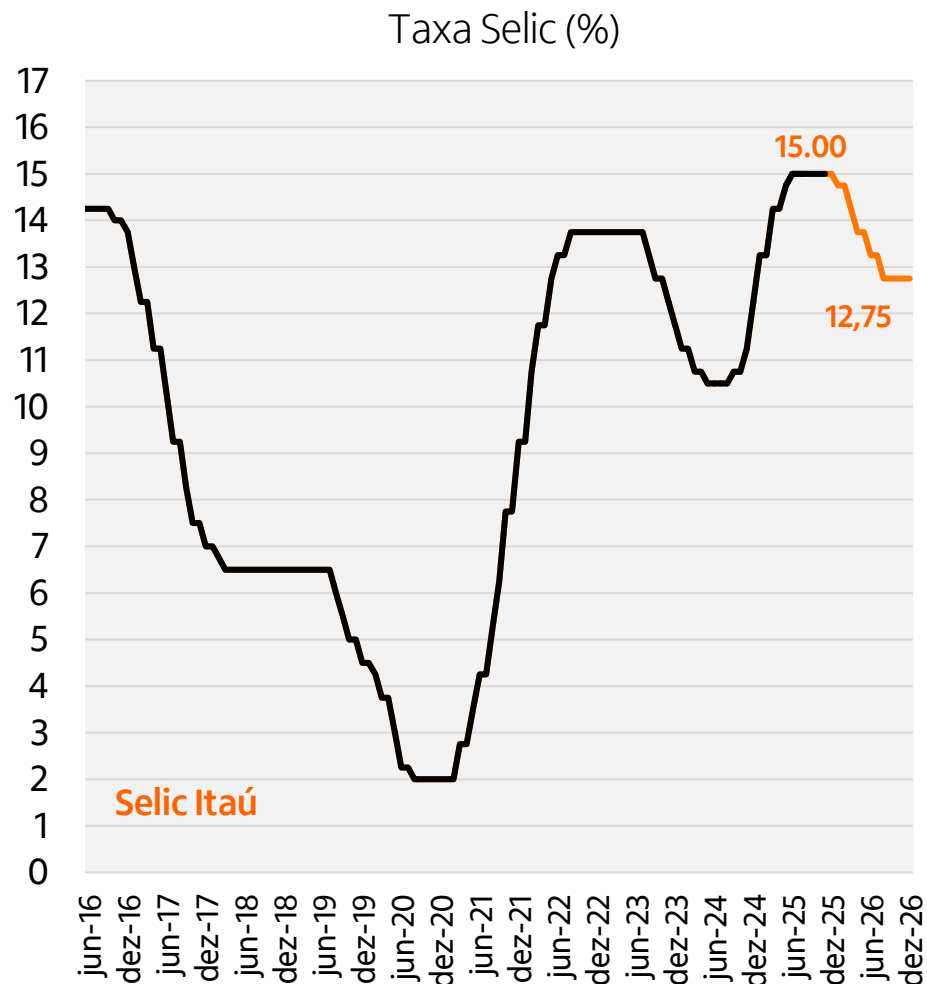
Mantivemos nossas projeções de resultado primário em -0,6% e -0,8% do PIB em 2025 e 2026, respectivamente. No ano corrente, apesar de desaceleração da arrecadação e aumento do ritmo de execução das despesas, continuamos a ver o governo próximo de cumprir o limite inferior da meta de -0,6% do PIB (considerando 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.

1

2

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, conseqüentemente, 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.

1

2

3

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**
Análises Econômicas



Itaú Macro agora no WhatsApp

Acesse a comunidade e receba nossos relatórios e análises sobre a economia brasileira, direto no seu celular.

Acesse o QR Code ou se preferir, [clique aqui](#).



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.itaui.com.br/atendimento-itaui/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.