

À mercê do cenário global

- ▶ O cenário global segue marcado por elevada incerteza, com as tarifas comerciais no centro das discussões. Para o Brasil, avaliamos dois canais principais de impacto: (i) o canal direto, via comércio, tende a ser limitado, dado o reduzido grau de abertura comercial da economia brasileira; e (ii) o canal indireto, via desaceleração global, queda nos preços de commodities e fluxos financeiros em ambiente de aversão ao risco, que pode ser mais relevante. Nosso cenário base considera algum grau de alívio externo, com negociação das tarifas, mas vemos riscos relevantes de escalada da guerra comercial, com retaliação e consequente recessão global, o que nos leva a adotar uma postura cautelosa nas projeções.
- ▶ O real tem respondido majoritariamente ao cenário internacional, com elevada volatilidade diante dos movimentos de aumento/redução de aversão ao risco. Dada a expressiva incerteza em relação ao cenário global, mantivemos a nossa projeção de taxa de câmbio em R\$5,75 por dólar em 2025 e 2026.
- ▶ Mantivemos a nossa estimativa de crescimento do PIB para 2025 em 2,2%. Acreditamos que a desaceleração global e a queda de preços de commodities têm efeito negativo sobre a atividade, mas devem ser compensadas pela expansão do novo crédito consignado privado. Apesar da manutenção da projeção para este ano, destacamos o viés de baixa, diante do elevado risco de desaceleração da atividade mundial ainda mais intensa. Para 2026, mantivemos a projeção em 1,5% e consideramos os riscos equilibrados.
- ▶ Revisamos a projeção de inflação para 2025 de 5,7% para 5,5%, incorporando a expectativa de corte nos preços da gasolina nas refinarias e os efeitos da queda de preços de commodities metálicas sobre a inflação de bens industriais. Os riscos permanecem assimétricos, com viés de baixa — reflexo de uma possível nova queda nos preços do petróleo e de commodities metálicas se a desaceleração global for mais intensa — enquanto os riscos de alta estão concentrados nos preços domésticos de commodities agrícolas, diante do aumento das exportações resultante da guerra comercial entre Estados Unidos e China, com inflação de serviços ainda pressionada. Para 2026, reduzimos a projeção de inflação para 4,4% (de 4,5%), refletindo uma inércia inflacionária mais baixa.
- ▶ O desafio fiscal segue significativo. Revisamos nossa projeção de resultado primário para -0,8% (de -0,7%) em 2025 e 2026. Diante da expectativa de receitas menores por inflação e preços de petróleo mais baixos, avaliamos ser ainda mais importante que o governo anuncie medidas de contenção de despesas.
- ▶ Mantivemos, por ora, a nossa projeção de fim de ciclo de política monetária em 15,25% a.a. na reunião de junho, patamar que deve ser mantido até o final do ano. Esperamos duas altas de 50 p.b. nas próximas duas reuniões, mas com menor convicção sobre a segunda – cuja implementação depende da evolução do cenário internacional e seu impacto sobre a taxa de câmbio e os preços de commodities.

BRL: volatilidade elevada

O real tem respondido majoritariamente a fatores internacionais, especialmente movimentos de aumento/redução de aversão ao risco. Em um cenário de negociação das tarifas, com desaceleração americana, mas sem resultar em recessão global, é razoável esperar um enfraquecimento do dólar e consequente apreciação da moeda brasileira, especialmente considerando o diferencial de juros

elevado. No entanto, a escalada da guerra comercial, com retaliações e consequente recessão global tenderia a aumentar a aversão ao risco e resultar numa taxa de câmbio mais depreciada.

Diante da incerteza elevada, mantivemos a nossa projeção de taxa de câmbio em R\$ 5,75 para 2025 e 2026.

A queda dos preços de commodities, combinada com tarifas mais elevadas, tende a reduzir o saldo comercial e ampliar o déficit em transações correntes. Revisamos a nossa projeção de superávit comercial para US\$ 76 bi em 2025 e US\$ 77 bi em 2026 (de US\$ 79 bi e US\$ 80 bi, respectivamente). Com isso, agora projetamos um déficit em conta corrente um pouco maior, de 2,4% do PIB em 2025 e 2,3% do PIB em 2026 (de 2,2% nos dois anos anteriormente).

Atividade: manutenção da estimativa de crescimento, mas risco baixista para 2025

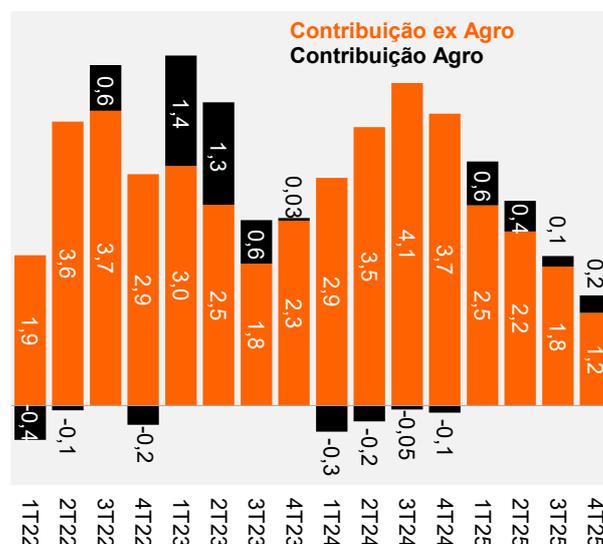
Mantivemos a nossa estimativa de crescimento do PIB para 2025 em 2,2%. O recuo da projeção do PIB global e dos preços das commodities foi compensado pelo efeito positivo do novo crédito consignado privado¹. Com isso, apesar da manutenção da projeção, destacamos o viés de baixa, diante do elevado risco de desaceleração da atividade mundial.

No curto prazo, no entanto, a economia continuou mostrando resiliência. Esperamos que o PIB do 1T25 cresça 3,1% na variação anual (1,6% de crescimento na margem), com destaque para o bom desempenho do PIB Agropecuário, mas com crescimento positivo em todos os setores.

A guerra comercial e seu impacto sobre o crescimento global corrobora nossa expectativa de desaceleração mais clara na segunda metade do ano. A perspectiva de PIB global mais fraco, somado à desaceleração fiscal (via transferências) e aos efeitos defasados da política monetária contracionista devem pressionar a atividade no 2º semestre.

Para 2026, também mantivemos nossa projeção em 1,5%. Em nosso cenário, os riscos estão mais equilibrados, com a perspectiva mais negativa no cenário externo sendo contrabalanceada por efeitos adicionais do novo crédito consignado privado e eventuais políticas fiscais e parafiscais contracíclicas.

Atividade ainda resiliente no 1T, mas deve desacelerar ao longo do ano



Fonte: Itaú

Por fim, mantivemos nossa projeção para a taxa de desemprego em 6,8% e 7,3% para 2025 e 2026, respectivamente. Dados recentes continuam apontando para um mercado de trabalho aquecido. Na nossa visão, os impactos da desaceleração da economia devem ser sentidos no mercado de trabalho com alguma defasagem.

Inflação: revisão baixista e balanço de riscos assimétrico para baixo em 2025

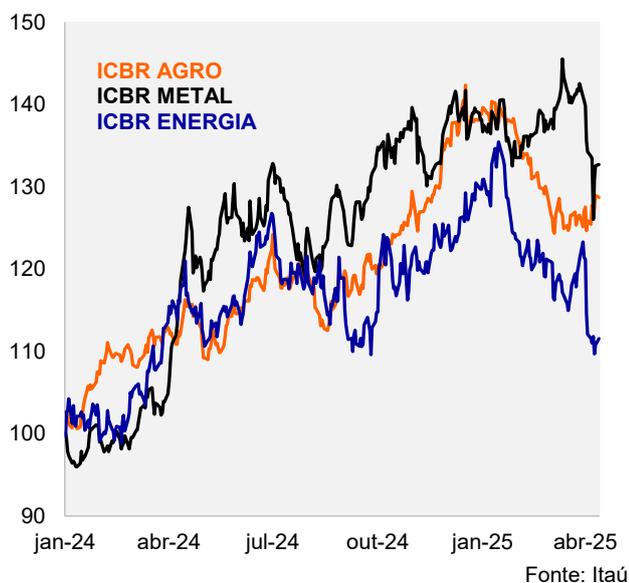
Revisamos nossa projeção de inflação para 2025 de 5,7% para 5,5%, incorporando dois principais vetores de baixa. O primeiro é a expectativa de redução nos preços da gasolina, diante da defasagem atual entre os preços internacionais e os valores praticados pela Petrobras — fator que abre espaço para um corte de preços no curto prazo. O segundo é a queda recente nos preços de commodities metálicas, que nos levou a revisar para baixo nossa projeção de inflação de bens industriais.

De forma geral, avaliamos que os riscos baixistas para a inflação seguem superando os riscos altistas em 2025. Por um lado, uma nova rodada de queda nos preços do petróleo e de commodities metálicas poderia contribuir para uma inflação ainda mais benigna, mas ainda distante da meta de 3,0%. Por outro, o setor de alimentos apresenta riscos altistas: o aumento das

¹ Calculamos um impacto potencial do novo consignado privado em aproximadamente 0.6p.p. em 12 meses, com impacto parcial em 2025.

exportações de produtos agrícolas, impulsionado por tensões no comércio global, pode gerar pressão adicional sobre os preços domésticos dessas commodities – houve um ágio significativo da cotação doméstica da soja frente à referência internacional quando da primeira guerra comercial.

Queda de commodities explica revisão baixista para inflação



Para 2026, revisamos a nossa projeção de inflação para 4,4% (de 4,5%), incorporando a inércia menor em 2025.

Fiscal: receitas desaceleram, maior controle de despesas segue desafiador

Revisamos a projeção de resultado primário para -0,8% do PIB (de -0,7%) em 2025 e 2026.

Incorporamos a revisão baixista de inflação e preços de petróleo mais baixos. Para 2025, por ora, não esperamos o cumprimento do alvo de -0,6% do PIB (considerando abatimentos e o limite inferior da meta oficial de 0%). O resultado pode ser melhor do que o que estimamos atualmente, caso o governo tenha maior sucesso na sua agenda de receitas, especialmente as de caráter extraordinário como de leilões de petróleo e dividendos de estatais. Para 2026, o principal risco é a implementação de iniciativas que alterem, contornem, ou desfigurem explicitamente ou implicitamente as regras fiscais, executando ritmos mais elevados de crescimento das despesas primárias e/ou maiores renúncias de receita.

Com menor crescimento das receitas, avaliamos ser ainda mais importante que o governo anuncie medidas de contenção de despesas. Um anúncio de uma contenção robusta, da ordem de R\$ 40 bilhões, na próxima revisão bimestral, em maio, sinalizaria uma maior prudência na execução orçamentária, diante de riscos de frustração das receitas extraordinárias e de nova subestimação de despesas obrigatórias (como foi em 2024 com principalmente Previdência e BPC, que seguem com pouca evidência de sucesso das iniciativas antifraude). A confirmação recente da meta de superávit primário de +0,25% em 2026 reduz risco de deterioração adicional das condições financeiras, como ocorreu em 2024, mas não contorna a percepção de que o ritmo de ajuste fiscal implementado pelas regras vigentes é aquém do necessário para gerar ao menos uma perspectiva de estabilização da dívida pública.

Política monetária: cautela ao navegar mares turbulentos

Mantivemos, por ora, a nossa projeção de fim de ciclo em 15,25% a.a. na reunião de junho, patamar que deve ser mantido até o final do ano. As expectativas de inflação desancoradas, o hiato positivo, e as projeções do próprio Banco Central seguem indicando com a necessidade de seguir avançando com o ciclo de alta de juros em território contracionista.

Esperamos duas altas finais de 50 p.b. nas próximas duas reuniões, mas reconhecemos o risco de que a alta final (em junho) seja menor ou que não ocorra. A guerra comercial pode ter impacto líquido desinflacionário para o Brasil, principalmente em função da queda de preços de commodities em reais, a depender de onde a taxa de câmbio vai estabilizar – mas não se pode descartar, no momento que o impacto líquido seja inflacionário. Evidências de um impacto desinflacionário poderiam permitir uma pausa antecipada do ciclo de alta de juros. Acreditamos, no entanto, que dada a incerteza e volatilidade do cenário, o Banco Central deve ser cauteloso para não tomar decisões precipitadas que possam incorrer em mais risco inflacionário adiante, considerando um cenário de expectativas bastante desancoradas.

Para 2026, projetamos cortes de juros ao longo do 1º semestre, para 13,25% a.a.

Brasil | Dados e projeções

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior
Atividade Econômica									
Crescimento real do PIB - %	-3,3	4,8	3,0	3,2	3,4	2,2	2,2	1,5	1,5
PIB nominal - BRL bi	7.610	9.012	10.080	10.943	11.745	12.642	12.698	13.441	13.502
PIB nominal - USD bi	1.475	1.670	1.951	2.192	2.179	2.188	2.197	2.338	2.348
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	10.250	10.295	10.913	10.962
Taxa de Desemprego - média anual	13,5	13,5	9,5	8,0	6,9	6,6	6,6	7,1	7,1
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	14,7	11,6	8,4	7,9	6,6	6,8	6,8	7,3	7,3
Inflação									
IPCA - %	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	5,5	5,7	4,4	4,5
IGP-M - %	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	4,8	5,9	4,3	4,3
Taxa de Juros									
Selic - final do ano - %	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,25	15,25	13,25	13,25
Balanco de Pagamentos									
BRL / USD - final de período	5,19	5,57	5,28	4,86	6,18	5,75	5,75	5,75	5,75
BRL / USD - média anual	5,16	5,40	5,17	4,99	5,39	5,78	5,77	5,75	5,75
Balança comercial - USD bi	50	61	62	99	75	76	79	77	80
Conta corrente - % PIB	-1,7	-2,4	-2,2	-1,3	-2,8	-2,4	-2,2	-2,3	-2,2
Investimento direto no país - % PIB	3,0	2,8	4,7	2,8	3,2	3,9	3,9	3,9	3,9
Reservas internacionais - USD bi	356	362	325	355	330	330	330	330	330
Finanças Públicas									
Resultado primário - % do PIB	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,8	-0,7	-0,8	-0,7
Resultado nominal - % do PIB	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-9,0	-9,2	-9,5	-9,8
Dívida bruta - % PIB	86,9	77,3	71,7	73,8	76,5	79,8	79,6	84,5	84,7
Dívida pública líquida - % do PIB	61,4	55,1	56,1	60,4	61,5	67,0	66,9	72,4	72,7
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,2	3,0	2,9	2,6	2,8

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.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



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.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.