

Sem espaço nem pressa para cortar

- ▶ Mantivemos nossas projeções de crescimento do PIB em 2,2% para 2025 e 1,5% para 2026. No entanto, ajustamos ligeiramente a distribuição do crescimento ao longo de 2025. Dados recentes indicam que o segundo trimestre do ano deve apresentar um desempenho mais fraco. Por outro lado, esperamos que os impactos relacionados aos pagamentos de precatórios e ao crédito consignado privado sejam mais significativos na segunda metade do ano. Em relação ao mercado de trabalho, revisamos nossas estimativas para a taxa de desemprego, refletindo surpresas positivas observadas no início do ano. Para 2025, reduzimos a projeção de desemprego de 6,8% para 6,4%, enquanto para 2026, ajustamos de 7,3% para 6,9%, abaixo da taxa neutra, em torno de 8,0%. Isso posto, nossos indicadores proprietários do mercado de trabalho apresentam moderação na leitura de maio.
- ▶ O enfraquecimento do dólar contra as moedas de países emergentes tem contribuído para a apreciação do real. Ainda assim, incertezas externas e riscos fiscais justificam uma revisão cautelosa da taxa de câmbio, para R\$ 5,65 em 2025 e 2026 (ante US\$ 5,75). As contas externas seguem pressionadas. Diante uma balança comercial mais fraca do que o esperado, com desaceleração mais lenta das importações, agora projetamos déficit em conta corrente de 2,6% do PIB em 2025 e 2,4% em 2026 (de 2,4% e 2,3% anteriormente).
- ▶ Revisamos nossa projeção para o IPCA de 2025 para 5,3%, refletindo uma inflação menor em bens industriais – devido ao câmbio mais apreciado – e em alimentos, com destaque para a queda nos preços do milho. O balanço de riscos para este ano permanece simétrico: o alívio adicional em alimentos (especialmente proteínas) pode ser compensado por pressões de energia elétrica, diante do risco de acionamento das bandeiras tarifárias. Para 2026, mantivemos a nossa projeção em 4,4%, considerando que o mercado de trabalho apertado e a persistência da desancoragem de expectativas longas devem pressionar a inflação no próximo ano.
- ▶ Revisamos a nossa projeção de resultado primário para -0,6% (de -0,8%) em 2025 e mantivemos em -0,8% em 2026, incorporando receitas adicionais associadas ao saque de fundos privados e efeito parcial do aumento de IOF e se aproximando do cumprimento da meta (com abatimentos) em 2025. Ao longo do ano, as despesas devem voltar a acelerar enquanto o desempenho das receitas dependerá de receitas extraordinárias e do impacto de medidas em discussão.
- ▶ O Copom deve encerrar o ciclo de aperto monetário em junho, mantendo a Selic em 14,75% a.a., mas sinalizando estabilidade da taxa por um período prolongado. Diante da inflação ainda acima da meta, expectativas desancoradas e atividade resiliente, não vemos espaço para cortes em 2025. Projetamos início da flexibilização apenas em 2026, com riscos inclinados para um adiamento maior – a menos de uma apreciação expressiva da moeda ou uma desaceleração abrupta da atividade.

Atividade: 2T começou mais fraco

Mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB em 2,2% para 2025. Apesar do PIB do primeiro trimestre de 2025 ter apresentado um desempenho ligeiramente abaixo do esperado, os dados continuaram a indicar resiliência no setor de serviços, que cresceu 0,3% na margem com ajuste sazonal (ante 0,2% no 4T24), e do consumo das famílias, que expandiu 1,0% na margem com ajuste sazonal, compensando a queda observada no final de 2024.

Apesar disso, ajustamos a distribuição do crescimento ao longo de 2025. Dados recentes do IBGE, aliados ao nosso Indicador Diário de Atividade (IDAT-Atividade), sugerem um desempenho mais moderado da economia no curto prazo. Diante disso, revisamos nossa projeção para o crescimento do PIB no segundo trimestre de 2025 (2T25) para 2,4% a/a (0,5% t/t), ante a estimativa anterior de 2,6% a/a (0,6% t/t).

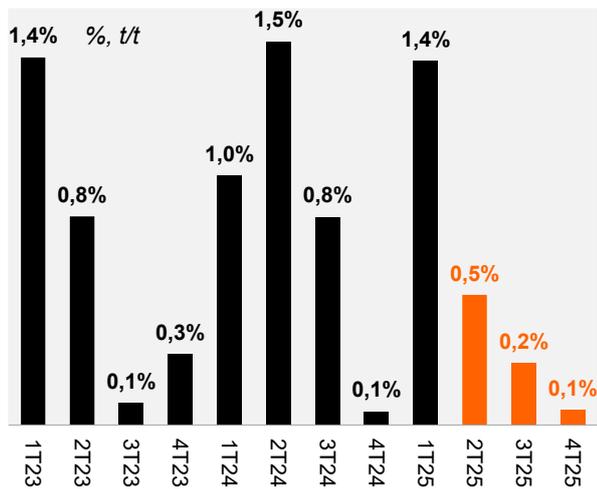
Mapa de calor IDAT (var. anual, sem ajuste sazonal)							
Aberturas	fev-25	mar-25	abr-25	mai-25	4T24	1T25	2T25
IDAT-Atividade	7,5%	2,4%	2,5%	2,8%	4,6%	4,3%	2,7%
IDAT-Serviços	8,4%	6,6%	3,1%	4,5%	5,7%	6,6%	3,8%
IDAT-Bens	6,5%	-1,7%	1,9%	1,2%	3,6%	2,1%	1,5%
IDAT-Bens sensíveis à renda	11,1%	5,3%	6,1%	9,5%	7,0%	6,8%	7,9%
IDAT-Bens sensíveis ao crédito	7,3%	-4,7%	-7,1%	-4,4%	7,0%	0,9%	-5,8%

*Dados até dia 31/maio

Por outro lado, revisamos para cima as projeções para o PIB do segundo semestre de 2025. A expectativa, que anteriormente apontava para relativa estabilidade, agora indica um crescimento de 0,2% na margem. Essa revisão reflete o impacto da liberação dos precatórios, prevista para julho, e do novo crédito consignado, que devem impulsionar a atividade econômica na segunda metade do ano.

Mantivemos a projeção de crescimento em 2025, mas ajustamos a distribuição ao longo do ano

PIB trimestral



Fonte: IBGE, Itaú

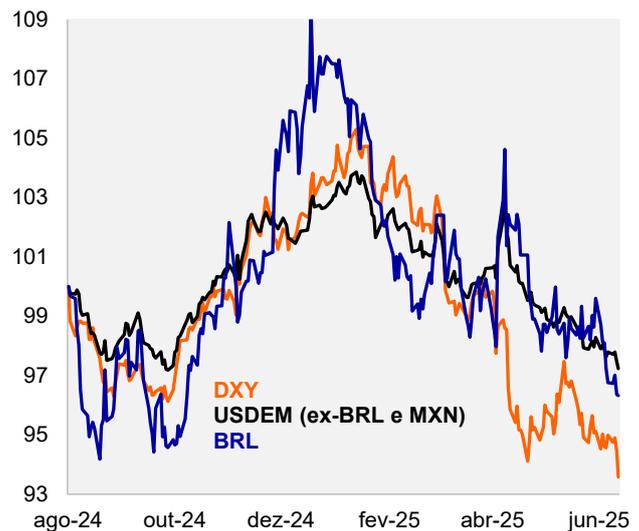
Para 2026, mantivemos nossa projeção de crescimento em 1,5%, embora o balanço de riscos continue com viés altista. Enquanto os riscos negativos advindos do cenário internacional perderam força, permanece no radar a possibilidade de implementação de políticas fiscais e parafiscais contracíclicas, que poderiam ser adotadas para mitigar a desaceleração da atividade econômica no próximo ano.

Por fim, revisamos para baixo nossas estimativas para a taxa de desemprego, diante das surpresas positivas de curto prazo. Para 2025, a projeção foi ajustada de 6,8% para 6,4%, enquanto para 2026, a estimativa passou de 7,3% para 6,9%, abaixo da nossa estimativa de 8,0% para a taxa neutra de desemprego (NAIRU). Essa revisão reflete os dados mais recentes, que apontam para um mercado de trabalho mais resiliente do que o inicialmente previsto, com destaque positivo para o desempenho do setor formal.

Dólar fraco contra emergentes favorece o Real

O Real segue se beneficiando do ambiente internacional, com o dólar mais fraco frente às moedas emergentes. Diante do elevado diferencial de juros, do enfraquecimento do dólar e de um prêmio de risco relativamente bem-comportado, os modelos indicam um real ainda mais apreciado do que os níveis observados recentemente. Contudo, considerando a elevada incerteza sobre o cenário internacional e os riscos domésticos relacionados às contas fiscais, além do quadro de contas externas pressionadas, optamos por adotar uma postura cautelosa, revisando a projeção da taxa de câmbio para R\$ 5,65 em 2025 e 2026, ante R\$ 5,75 anteriormente.

Alívio externo favorece moedas emergentes



Fonte: BBG, Itaú

No front das contas externas, temos observado uma desaceleração mais lenta do que o esperado nas importações, sobretudo de bens de consumo. Considerando esse comportamento e a piora nos termos de troca, revisamos nossa projeção para o superávit da balança comercial: US\$ 71 bilhões em 2025 (ante US\$ 76 bilhões) e US\$ 74 bilhões em 2026 (de US\$ 77 bilhões). Para a conta corrente, agora projetamos déficits de 2,6% do PIB em 2025 (ante 2,4%) e de 2,4% em 2026 (ante 2,3%). Embora o investimento direto estrangeiro (ex-lucros reinvestidos) tenha mostrado melhora na margem, ele ainda não é suficiente para cobrir integralmente o déficit em conta corrente, o que limita a sustentação de uma taxa de câmbio significativamente mais apreciada.

Inflação: alívio em 2025, mas riscos altistas persistem para 2026

Reduzimos nossa projeção para o IPCA de 2025, de 5,5% para 5,3%. Essa revisão reflete dois fatores principais: a valorização do câmbio, que tende a aliviar os preços de bens industriais, e a recente queda nos preços do milho, com impacto nos alimentos. Para 2025, avaliamos que os riscos para a inflação estão relativamente equilibrados. De um lado, uma reversão mais lenta no ciclo do boi pode manter os preços das proteínas em patamares mais baixos. De outro, a redução no volume de chuvas aumenta a probabilidade de acionamento das bandeiras tarifárias amarela ou vermelha no fim do ano, pressionando os custos de energia.

Para 2026, mantivemos a nossa projeção de inflação para 4,4%. O balanço de riscos é assimétrico para cima, uma vez que o mercado de trabalho ainda pressionado e a persistência de expectativas de inflação desancoradas no horizonte mais longo são os principais riscos de alta.

Fiscal: governo mais próximo do cumprimento da meta

Revisamos a nossa projeção de resultado primário para -0,6% (de -0,8%) do PIB em 2025 e mantivemos em -0,8% 2026. Para 2025, incorporamos receita extraordinária associada ao saque de fundos privados, e efeito parcial do aumento de IOF anunciado. Dessa forma, vemos o governo mais próximo de cumprir o limite inferior da meta de -0,6% do PIB (considerando abatimentos e a banda inferior da meta oficial de 0%). Note-se que o patamar de superávits necessário para estabilizar a dívida encontra-se em torno de 2,5% do PIB. 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.

Ao longo do ano, as despesas devem voltar a acelerar enquanto o desempenho da arrecadação dependerá de receitas extraordinárias e do impacto de medidas recém anunciadas. Desde o começo do ano, vemos uma desaceleração tanto das despesas quanto das receitas. Entretanto, enquanto o efeito nas despesas pode ser temporário – devido à perspectiva de normalização da fila do INSS, maior execução do orçamento após sua aprovação, pagamento retroativo do reajuste de servidores e postergação do pagamento de precatórios, o desempenho das receitas dependerá

de receitas extraordinárias (como leilões de petróleo e dividendos de estatais) e da implementação e do impacto de medidas recém anunciadas como alternativas ao aumento do IOF em meio a desaceleração da atividade econômica. À frente, medidas de caráter estrutural enfrentando a rigidez e o crescimento elevado de despesas obrigatórias trariam maior credibilidade ao ajuste fiscal necessário para sustentabilidade da dívida pública.

Política monetária: postura contracionista por período prolongado

O Copom volta a se reunir nos dias 17 e 18 de junho, quando deve encerrar o presente ciclo de aperto monetário ao decidir, por unanimidade, em favor de manutenção da taxa Selic no atual patamar de 14,75% a.a.

Na comunicação oficial recente, após a reunião de maio, entendemos que o Banco Central pareceu ter ganhado confiança de que a política monetária está em patamar significativamente contracionista e que a atividade está desacelerando, ainda que com sinais ambíguos. Adicionalmente, as autoridades pareceram indicar a preferência por uma estratégia de manutenção de juros elevados por tempo prolongado. Desde então, não enxergamos mudanças relevantes nas condições de contorno para a decisão de política monetária. O ambiente internacional segue volátil e com incertezas elevadas. A atividade doméstica segue resiliente, mas com sinais ambíguos e indicando alguma moderação. A inflação corrente está acima da meta e expectativas seguem acima da meta, mas em ambos os casos, sem piora adicional.

Dessa forma, as autoridades devem optar por manutenção da taxa Selic, sinalizando que a taxa de juros permanecerá no patamar atual pelo tempo que for necessário, e que não hesitarão em retomar o ciclo de aperto caso haja alterações no cenário prospectivo de inflação.

Não vislumbramos espaço para cortes de juros esse ano, diante das expectativas desancoradas e da atividade ainda resiliente. Projetamos cortes apenas no início de 2026, levando a taxa de juros para o nível de 12,75%. Não vemos espaço para cortes de juros antes disso, ainda esse ano, a menos de uma apreciação expressiva da moeda (para perto de R\$5,00/US\$) ou uma desaceleração abrupta da atividade econômica. Se alguma coisa, o maior risco é que os cortes de juros sejam postergados para o 2º trimestre do ano que vem.

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	12.650	12.650	13.432	13.438	
PIB nominal - USD bi	1.475	1.670	1.951	2.192	2.179	2.213	2.196	2.377	2.337	
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	10.368	10.289	11.098	10.910	
Taxa de Desemprego - média anual	13,5	13,5	9,5	8,0	6,9	6,3	6,6	6,8	7,1	
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	14,7	11,6	8,4	7,9	6,6	6,4	6,8	6,9	7,3	
Inflação										
IPCA - %	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	5,3	5,5	4,4	4,4	
IGP-M - %	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	3,8	4,7	4,0	4,3	
Taxa de Juros										
Selic - final do ano - %	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	14,75	14,75	12,75	12,75	
Balanco de Pagamentos										
BRL / USD - final de período	5,19	5,57	5,28	4,86	6,18	5,65	5,75	5,65	5,75	
BRL / USD - média anual	5,16	5,40	5,17	4,99	5,39	5,72	5,74	5,65	5,75	
Balança comercial - USD bi	50	61	62	99	75	71	76	74	77	
Conta corrente - % PIB	-1,7	-2,4	-2,2	-1,3	-2,8	-2,6	-2,4	-2,4	-2,3	
Investimento direto no país - % PIB	3,0	2,8	4,7	2,8	3,2	3,8	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	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	
Resultado nominal - % do PIB	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,8	-8,9	-9,2	-9,3	
Dívida bruta - % PIB	86,9	77,3	71,7	73,8	76,5	79,4	79,6	84,0	84,2	
Dívida pública líquida - % do PIB	61,4	55,1	56,1	60,4	61,5	66,9	66,8	72,2	72,2	
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,2	3,1	2,9	2,4	2,7	

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

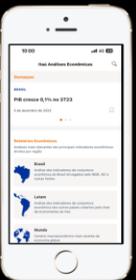
Mario Mesquita – Economista-Chefe

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 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.