

Cenário macro - Brasil



17 de fevereiro de 2025

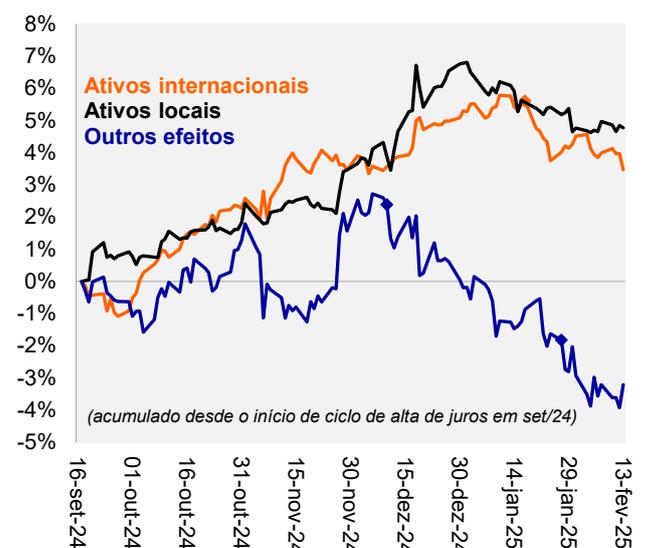
Alívio temporário

- ▶ Mantivemos a nossa projeção de câmbio em R\$5,90 por dólar em 2025 e 2026. Apesar de algum alívio no curto prazo, os fundamentos ainda apontam para uma taxa de câmbio depreciada, principalmente diante do risco fiscal que deve seguir em patamar elevado e do dólar que deve seguir se fortalecendo globalmente, sendo apenas parcialmente atenuados pelo aumento do diferencial de juros.
- ▶ Esperamos déficits primários de 0,7% do PIB em 2025 e 2026. Avaliamos que o anúncio de uma contenção de despesas discricionárias significativa, da ordem de R\$ 35 bilhões, seria um paliativo importante. No entanto, uma melhora mais consistente do prêmio de risco só ocorrerá com uma perspectiva de trajetória mais equilibrada da dívida pública à frente.
- ▶ Mantivemos as nossas estimativas de crescimento do PIB para 2024, 2025 e 2026 em 3,6%, 2,2% e 1,5%, respectivamente. Apesar dos resultados mais fracos no 4T24, dados do IDAT-Atividade indicam que a economia teve um desempenho melhor em janeiro, em linha com nossa expectativa de que uma desaceleração mais acentuada só deve ocorrer no segundo semestre de 2025. Para o mercado de trabalho, projetamos que a taxa de desemprego termine 2025 em 6,8%, subindo para 7,3% em 2026.
- ▶ Mantivemos nossas projeções de inflação em 5,8% para este ano e 4,5% para 2026, com assimetria ainda altista para os dois anos.
- ▶ O Banco Central seguirá avançando em território contracionista ao longo dos próximos meses. Projetamos que a taxa Selic atinja 15,75% a.a. ao final do 1º semestre desse ano. Reconhecemos, no entanto, que o risco é de uma interrupção do ciclo de alta antes disso, a depender da dinâmica da atividade econômica, do BRL e das expectativas.

BRL: fundamentos ainda apontam para câmbio depreciado

A moeda brasileira teve apreciação expressiva no início desse ano, passando do pico de R\$ 6,30 por dólar em dezembro para um patamar mais próximo de R\$ 5,70. Parte da melhora se deve ao cenário internacional, com o início do governo Trump um pouco mais ameno, com adiamento, aparentemente temporário, do anúncio de certas tarifas. No entanto, a maior parte da melhora parece refletir o aumento do diferencial de juros.

Decomposição do movimento do BRL



Fonte: Bloomberg, Itaú

Mantivemos a nossa projeção de câmbio em R\$5,90 por dólar em 2025 e 2026. Apesar do alívio no curto prazo, o diferencial de juros, que deve seguir aumentando ao longo do ano, ajuda, mas sozinho não deve ser capaz de levar a uma apreciação mais significativa da moeda. Os fundamentos ainda apontam para uma taxa de câmbio mais depreciada: esperamos que o risco fiscal continue em patamar elevado e que o dólar siga se fortalecendo globalmente.

Fiscal: sem sinais de convergência

Esperamos déficits primários de 0,7% do PIB em 2025 e 2026. 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%), embora reconheçamos que os riscos são de um resultado melhor do que o que estimamos atualmente, diante do esforço contínuo do governo na agenda de receitas. 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 (Ver: Macrovisão: [As perguntas fiscais fundamentais em 2025](#)).

Nas despesas, avaliamos ser importante que o governo anuncie uma contenção de gastos discricionários significativa, da ordem de R\$ 35 bilhões, como forma de reforçar a disposição de cumprir seu plano fiscal. O anúncio de uma contenção de despesas robusta já na 1ª revisão bimestral, em março, sinalizaria uma maior prudência na execução orçamentária, diante de riscos de realização das receitas extraordinárias e de nova subestimação de despesas obrigatórias (como foi em 2024 com principalmente Previdência e BPC). Tal iniciativa amenizaria, ao menos em parte, os riscos de alteração das regras fiscais do arcabouço, que, se efetivados, levariam a grande piora da percepção de risco fiscal.

Avaliamos que uma melhora mais consistente do prêmio de risco e dos ativos domésticos só ocorrerá com uma perspectiva de trajetória mais equilibrada da dívida pública à frente. Uma alternativa complementar a contenção de despesas de curto prazo é apertar os parâmetros do arcabouço fiscal, principalmente em termos de redução do limite de crescimento da despesa primária, o que diminuiria a alta esperada da dívida pública para os próximos anos (Ver Macrovisão: [É tempo de reforçar o arcabouço fiscal](#)).

Atividade: desaceleração deve se intensificar no segundo semestre do ano

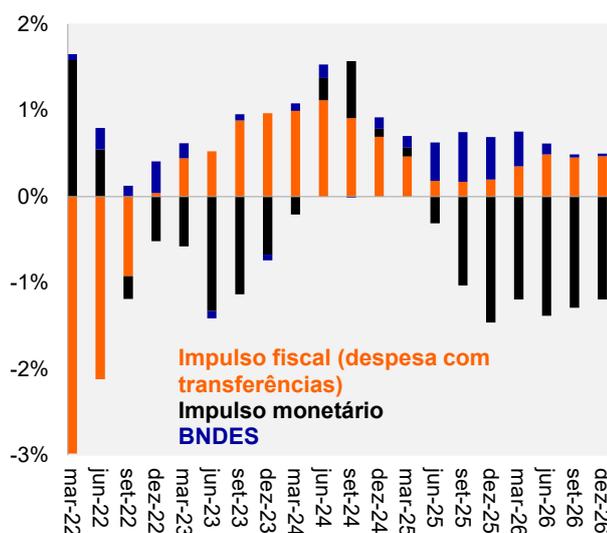
Mantivemos a nossa estimativa de crescimento do PIB para 2024 em 3,6% e para 2025 em 2,2%. Os indicadores mensais mostraram uma atividade mais fraca nos meses de novembro e dezembro. Apesar disso, nossa expectativa é de uma aceleração da atividade na margem neste início de ano, impulsionada principalmente, pelo PIB Agropecuário e pelo ajuste do salário-mínimo.

Nosso indicador diário de atividade (IDAT-Atividade) indica que a economia teve um desempenho melhor em janeiro, na comparação com o último bimestre de 2024. Destaque para a resiliência do setor de serviços e dos gastos com bens sensíveis à renda, em detrimento do consumo de bens mais sensíveis ao crédito, que apresentaram desaceleração mais acentuada neste início de ano.

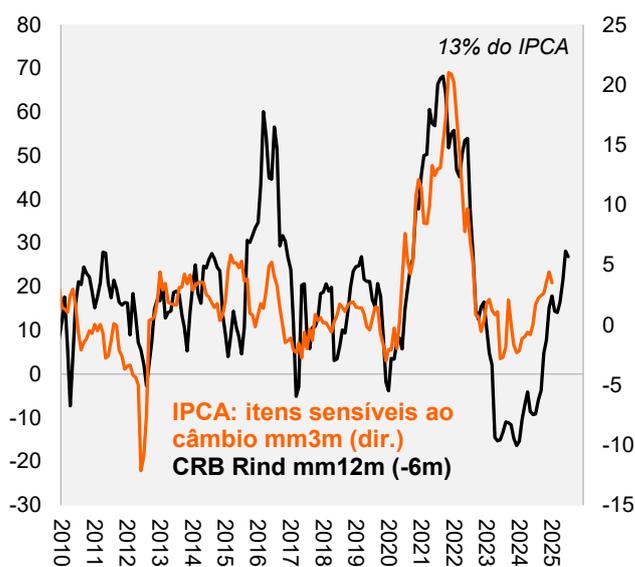
Esses dados corroboram nossa avaliação de que a desaceleração da economia será mais acentuada na segunda parte do ano. Com o impacto positivo do PIB Agropecuário (concentrado no primeiro semestre) se dissipando, com a desaceleração do impulso fiscal e a intensificação dos efeitos defasados da política monetária contracionista, projetamos que o crescimento trimestral médio recue para 0,2% (na margem com ajuste sazonal) no 2º semestre de 2025, ante 0,7% nos primeiros seis meses do ano.

Para 2026, também mantivemos nossa projeção em 1,5%. Destaque para o impulso monetário que deve ser ainda mais negativo no próximo ano, diante dos efeitos defasados de política monetária, não contrabalanceados por políticas fiscais e parafiscais contracíclicas.

Impulso fiscal, monetário e BNDES



Ainda esperamos aceleração adicional nos preços de bens



Em relação a taxa de desemprego, mantivemos nossa projeção em 6,8% e 7,3% para 2025 e 2026, respectivamente. Apesar de alguns dados mais fracos na ponta, de maneira geral, o mercado de trabalho continua mostrando resiliência, com desemprego baixo e estável, taxa de desligamento voluntário em patamar elevado e salários reais com crescimento robusto.

Inflação: Assimetria altista persiste

Mantivemos nossa projeção de inflação em 5,8% para 2025. Até o momento, o impacto da depreciação cambial nos preços ainda não foi totalmente observado. Para frente, esperamos uma aceleração adicional nos preços dos bens, especialmente ao longo do primeiro semestre do ano. A inflação de serviços também deve se manter pressionada, refletindo um mercado de trabalho ainda resiliente.

Persiste a assimetria altista no balanço de riscos. A inflação de alimentos pode ser ainda mais elevada, caso a queda nos preços das commodities agrícolas seja menor do que o esperado. Além disso, com atividade ainda sustentada, o repasse cambial tende a ser mais intenso e pode pressionar ainda mais o preço de bens.

Para 2026, mantivemos nossa projeção em 4,5%. O principal risco altista para o nosso cenário é a desancoragem adicional das expectativas longas, além de uma inércia mais elevada de 2025.

Política monetária: ainda avançando em terreno contracionista

Em sua primeira decisão de 2025, o Copom elevou a taxa Selic para 13,25% ao ano, entregando a primeira das duas altas de 100 p.b. sinalizadas em dezembro, após elevação de mesma magnitude naquela ocasião. O comitê reafirmou o plano de voo (+100 p.b.) para a próxima reunião, que ocorrerá nos dias 18 e 19 de março. No entanto, as autoridades não forneceram sinalização clara para além desse ponto.

Mantemos inalterada a nossa projeção de fim de ciclo em 15,75% a.a. na reunião de junho, patamar que deve ser mantido até o final do ano. Esperamos um alta de 100 p.b. em março, seguida de duas altas finais de 75 p.b. em maio e junho.

Reconhecemos, no entanto, o risco de um ciclo menor. Em linha com o que foi destacado pelo comitê, em sua ata, o ritmo da atividade econômica, a dinâmica da taxa de câmbio e do repasse cambial, bem como das expectativas de inflação serão cruciais para determinar a extensão do ciclo. Entendemos que a elevação das expectativas de inflação e das projeções do próprio BC são consistentes com a nossa leitura de que o ciclo de aperto monetário ainda deve se estender ao longo do 1º semestre todo. Mas, o ciclo pode ser interrompido antes diante de uma desaceleração da atividade econômica mais pronunciada ou uma acomodação da taxa de câmbio em patamares mais apreciados do que o observado recentemente.

Para 2026, projetamos cortes de juros, para 13,75% a.a.

Brasil | Dados e projeções

	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P		2026P	
					Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual	Anterior
Atividade Econômica										
Crescimento real do PIB - %	-3,3	4,8	3,0	3,2	3,6	3,6	2,2	2,2	1,5	1,5
PIB nominal - BRL bi	7.610	9.012	10.080	10.943	11.830	11.830	12.800	12.808	13.660	13.669
PIB nominal - USD bi	1.475	1.670	1.951	2.192	2.195	2.195	2.181	2.125	2.315	2.317
População (milhões de hab.)	209,2	210,1	210,9	211,7	212,6	212,6	213,4	213,4	214,2	214,2
PIB per capita - USD	7.050	7.949	9.255	10.356	10.326	10.326	10.221	9.958	10.808	10.816
Taxa de Desemprego - média anual	13,8	13,2	9,3	8,0	6,8	-	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	-	5,8	5,8	4,5	4,5
IGP-M - %	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	-	6,3	6,6	4,3	4,3
Taxa de Juros										
Selic - final do ano - %	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	-	15,75	15,75	13,75	13,75
Balanco de Pagamentos										
BRL / USD - final de período	5,19	5,57	5,28	4,86	6,18	-	5,90	5,90	5,90	5,90
BRL / USD - média anual	5,16	5,40	5,17	5,00	5,39	-	5,87	6,03	5,90	5,90
Balança comercial - USD bi	50	61	62	99	75	-	76	76	80	80
Conta corrente - % PIB	-1,7	-2,4	-2,1	-1,0	-2,5	-	-2,1	-2,3	-1,9	-2,0
Investimento direto no país - % PIB	3,0	2,8	4,7	2,8	3,2	-	3,9	4,0	4,0	4,0
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	-	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Resultado nominal - % do PIB	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-7,9	-	-9,2	-9,2	-9,9	-9,9
Dívida bruta - % PIB	86,9	77,3	71,7	73,8	76,2	-	79,4	79,4	84,3	84,3
Dívida pública líquida - % do PIB	61,4	55,1	56,1	60,4	62,0	-	67,0	67,0	72,7	72,7
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,5	-	2,6	3,2	2,8	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-pt/analises-economicas>



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.itaubba-pt/ atendimento-itaubba-pt/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.