

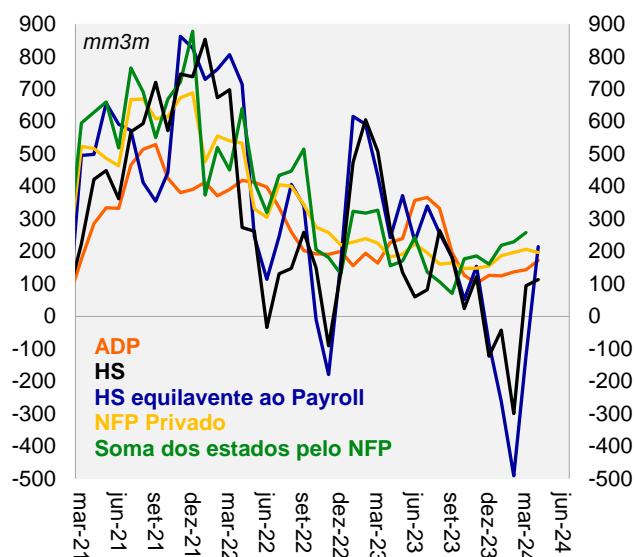
Cortes de juros ainda distantes com inflação persistente

- ▶ **EUA:** crescimento forte e inflação persistente e elevada devem dificultar corte de juros pelo Federal Reserve (Fed, o banco central do país). Esperamos quatro cortes até 2025 e início do ciclo apenas em dezembro deste ano, mas os riscos são assimétricos, na direção de nenhum corte em 2024.
- ▶ **Europa:** sinais de queda da inflação permitem início da flexibilização monetária em junho, mas o cenário global limita o orçamento para redução dos juros, enquanto a melhora marginal da atividade econômica elimina a urgência de realizar cortes em reuniões consecutivas. Esperamos agora três cortes em 2024 (cinco, anteriormente) e quatro em 2025 (vs. três), levando os juros para 2,25% (vs. 2,0%).
- ▶ **China:** elevamos nossa projeção de crescimento para 5,0% (de 4,7%) em 2024, ainda com impulso relevante vindo de manufatura e infraestrutura.
- ▶ **Moedas:** com os juros americanos mais altos, as moedas estão respondendo aos diferenciais de juros relativamente baixos frente aos padrões pré-pandemia e ainda vemos um potencial de apreciação adicional do dólar de ao menos 1% até o final do ano.
- ▶ **Commodities:** revisamos a projeção do petróleo Brent ao final de 2024 e 2025 para \$85/barril (de \$80/barril) e \$80/barril (de \$75), incorporando prêmio geopolítico.
- ▶ **LatAm:** Enfrentando a adversidade.

EUA: crescimento forte e inflação persistente devem levar o Fed a cortar os juros só em dezembro

Revisamos nossa projeção de PIB em 2024 para **2,7% (de 2,5%)** e em 2025 para **2,2% (de 2,0%)**. No primeiro trimestre, o crescimento do PIB foi ligeiramente abaixo do esperado (1,6% q/q saar, de 2,7% esperado), mas a surpresa foi toda concentrada na variação de estoques e consumo do governo, enquanto a demanda doméstica cresceu 3,0%, conforme o esperado. A força da demanda doméstica deve continuar nos próximos trimestres, dado o dinamismo do mercado de trabalho, com a criação de empregos formais do Payroll e diversas métricas (ver gráfico) mantendo a sua resiliência em ritmos elevados e o desemprego em 3,9%, patamar ainda baixo.

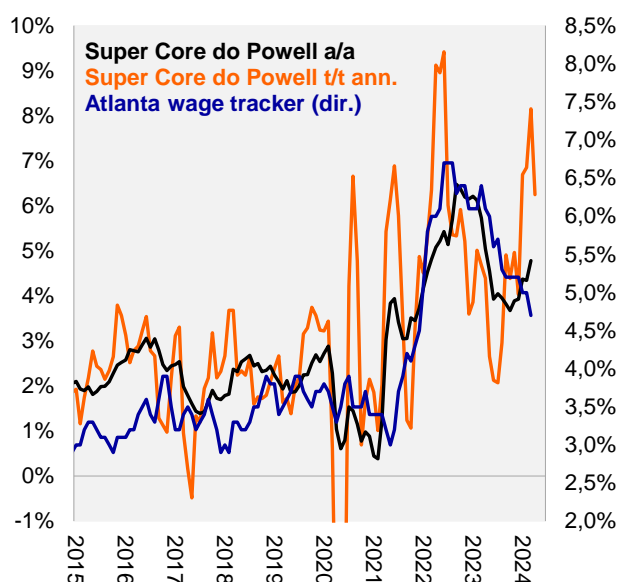
O crescimento subjacente do emprego permanece resiliente



Fonte: Haver, BLS, Itaú

A inflação segue persistente e sem sinal claro de desaceleração. Os núcleos de inflação ficaram estáveis em patamares elevados no primeiro trimestre, com o Core CPI em 3,8% na variação anual e o Core PCE em 2,8% até março. Estimamos inflação acima do consenso para este ano, com o Core CPI de 3,8% na comparação interanual em dezembro e o Core PCE em 3,1%. O ritmo mensal de inflação deve mostrar uma suave desaceleração nos próximos meses, sendo insuficiente para alcançar a meta. O Supercore (Núcleo de Serviços excluindo a inflação de *housing*/moradia) permanece em patamares muito elevados e, com salários elevados, não há indicação de desaceleração à frente (ver gráfico).

Inflação e salários pressionados



Fonte: Haver, Itaú

Com isso, continuamos esperando que o Fed só corte os juros em dezembro, com riscos assimétricos, na direção de não haver cortes este ano. Esperamos que o Fed inicie o ciclo de cortes quando o núcleo de inflação desacelerar mais claramente para baixo de 3%, o que não deve ocorrer até o final deste ano. Apesar do *guidance* mais *dovish* dado pelo presidente do Fed, Jerome Powell, na última reunião, acreditamos que as autoridades ainda precisarão ver uma sequência de dados bons de inflação antes de terem confiança em iniciar o ciclo de cortes, o que deve demorar mais do que o esperado pelo Fed nas suas projeções atuais. Com atividade resiliente e salários elevados, entendemos que a barra é baixa para não haver cortes este ano, caso a inflação dos próximos meses continue ruim e com aberturas em patamares desconfortáveis.

Europa: menos cortes em 2024

Atividade segue fraca, embora com melhora marginal no 1T24. A região teve um crescimento de 0,3% na variação trimestral, depois de cinco trimestres de estagnação. O desempenho foi puxado por exportações e investimentos na Alemanha e na Itália, enquanto o consumo teve uma contribuição positiva na França e na Espanha. A sondagem PMI aponta para um ritmo forte também em abril, puxado pelo setor de serviços. Mesmo com essas leituras melhores, o cenário para a região segue sendo de crescimento fraco. Projetamos PIB de 0,5% este ano com um crescimento trimestral médio por volta de 0,15%.

Inflação mais baixa permite início de corte de juros em junho. Em abril, o núcleo de inflação recuou de 2,9% para 2,4% na variação anual, com recuo de serviços (3,7%, de 4,0%) e bens (0,9%, de 1,1%) continuando em patamar baixo. Com ajuste sazonal, a leitura foi baixa, em 0,15%, vindo de 0,31% em março. Olhando à frente, esperamos que o núcleo continue por volta de 0,2% na variação mensal com ajuste sazonal, com serviços desacelerando de forma devagar e bens seguindo em níveis baixos.

Orçamento de corte de juros à frente deve ser mais limitado. O cenário externo com cortes limitados e tardios nos EUA limita o orçamento das demais economias. Ainda assim, avaliamos que o espaço para cortes na zona do euro é bem maior do que nos EUA, uma vez que, na Europa, há sinais mais claros de queda de inflação, além da atividade, que, apesar da pequena melhora na margem, está fraca como resquício do choque da alta do gás e de menos estímulos do lado fiscal.

Assim, projetamos três cortes em 2024 (junho, setembro e dezembro) e quatro cortes em 2025, levando a taxa para 2,25% (frente a cinco cortes em 2024 e três em 2025, anteriormente). Mantemos nossa projeção do euro em 1,05, sustentada pela melhora marginal do crescimento.

China: crescimento mais alto em 2024 puxado por manufatura e infraestrutura

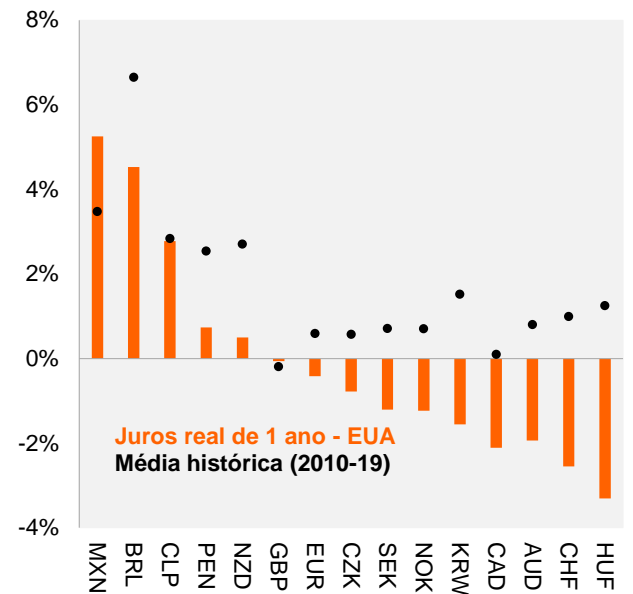
Revisamos nossa projeção de crescimento em 2024 para 5,0% (anteriormente, 4,7%), em função do forte desempenho de manufatura e infraestrutura. O PIB teve um crescimento de 5,3% na variação anual no primeiro trimestre de 2024, puxado pelo setor de manufatura. Os dados de março sugerem uma desaceleração frente a janeiro/fevereiro, embora mantendo a mesma dinâmica recente em que o setor industrial sustenta o crescimento ao redor da meta de 5% ([Ver Macrovisão: China: Uma economia em duas velocidades](#)). Para 2025, mantemos o crescimento de 2025 em 4,5%, esperando que esse ritmo perca um pouco de força no segundo semestre e que os desafios estruturais (domésticos e geopolíticos) continuem.

Moedas: esperamos uma apreciação adicional do dólar de ao menos 1%

Com os juros americanos mais altos, as moedas estão depreciando em relação ao dólar.

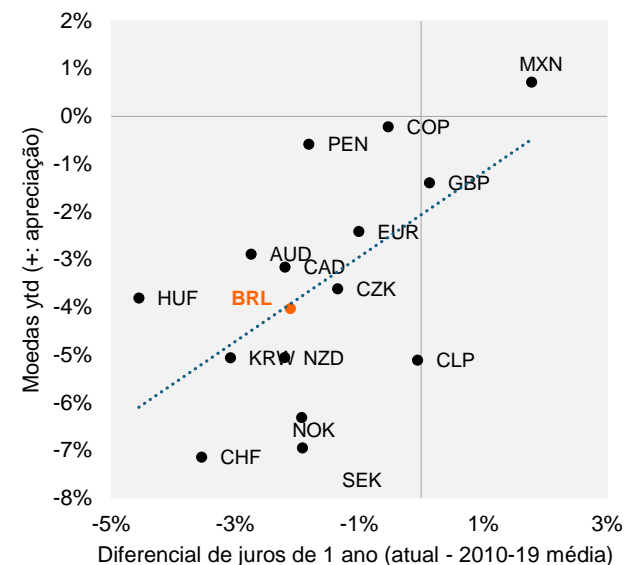
Acreditamos que as moedas estejam respondendo aos diferenciais de juros relativamente baixos frente ao padrão histórico pré-pandemia e que ainda haja potencial de apreciação adicional do dólar ao redor de 1% até o final do ano. Os países que têm menor diferencial real de juros na comparação com o período pré-pandemia estão tendo suas moedas mais penalizadas (ver gráficos). À frente, com o Fed iniciando o ciclo de corte de juros apenas no final do ano e outros bancos centrais, como o Banco Central Europeu (BCE), flexibilizando a política monetária mais cedo, vemos o potencial do dólar subir mais 1%.

Diferencial de juros de 1 ano



Fonte: Haver, BBG, Itaú

Diferencial de juros e moedas



Fonte: Haver, BBG, Itaú

LatAm: enfrentando a adversidade

Incerteza predomina. Apesar da melhora em nossa perspectiva para a atividade econômica nos EUA e na China este ano — que levou a um cenário externo mais forte do que o previsto para a região e a termos de troca ainda mais favoráveis —, o aumento das tensões geopolíticas e as oscilações acentuadas nos mercados devido à reprecificação da trajetória do Fed mantêm a incerteza elevada e a volatilidade dos ativos.

Desaceleração. O maior grau de incerteza no cenário externo e os riscos inflacionários justificam mais cautela pelos responsáveis pela política monetária na região. O Banco Central do Brasil revisou seu plano de voo, reduzindo o ritmo de flexibilização monetária. Revisamos novamente para cima nossa projeção para a Selic no final do ano, desta vez para 10,25%.

Também revisamos as previsões de fim de ano para a taxa básica de juros no México de 9,75% para 10% em 2024 e de 7,75% para 8% em 2025, devido sobretudo à maior persistência da inflação de serviços. Nossa projeção incorpora outra pausa este ano. Mantivemos o cenário para os juros básicos no final de 2024 no Chile e no Peru, onde os ciclos de flexibilização fizeram mais progressos em direção à neutralidade e reduziram significativamente os diferenciais de juros com os EUA. No Chile, onde a taxa básica está em 6,5% (redução de 4,75 p.p. no atual ciclo de flexibilização), esperamos que a autoridade monetária diminua novamente o ritmo para 0,25 p.p. depois de maio, chegando a 5,25% até ao final do ano. No Peru, nosso cenário base contempla a manutenção, por parte do BCRP, da taxa básica de juros em 5,75% durante o restante do ano, contando com a redução dos compulsórios como forma de aliviar as condições financeiras. Embora os preços elevados do cobre sustentem o peso chileno e o sol peruano, como tem ocorrido nas últimas semanas, os estreitos diferenciais de juros com os EUA devem manter um alto nível de volatilidade cambial.

Remando contra a corrente? O Banco da República da Colômbia deve anunciar mais um corte de 0,50 p.p. para 11,75%, após outra decisão não unânime, como em março, com dois integrantes do comitê votando por uma redução maior. Achamos que o BanRep vai manter o ritmo de 0,50 p.p. no curto prazo, porém indicadores de inflação abaixo do esperado e a queda das expectativas de inflação podem levar a uma aceleração no ritmo de flexibilização. Mantivemos nossa projeção para a taxa básica no final do ano em 8,75%, ainda bem acima da taxa neutra nominal de 5,5%, e recuando para 6% no final de 2025.

Aquela ajuda dos amigos. No Peru, nossa previsão de crescimento do PIB em 2024 subiu de 2,5% para 2,7%, ainda abaixo da tendência, embalada pela perspectiva de crescimento maior na China e pela melhora nos termos de troca. No Chile, a recuperação econômica prossegue após a variação de 0,2% em 2023. O PIB deve se aumentar 2,4% este ano, com risco de superação dessa estimativa graças ao consumo privado. Mas apesar da revisão para cima na projeção de crescimento nos EUA, um início de ano fraco para a atividade econômica no México levou à redução em nossa projeção de crescimento do PIB em 2024 de 2,8% para 2,3%. No entanto, a estimativa para 2025 subiu de 1,8% para 1,9%. No Brasil, as projeções de crescimento do PIB permanecem em 2,3% em 2024 e 1,8% em 2025.

A Argentina avança, apesar dos desafios persistentes. O programa de estabilização produziu resultados mais rápidos do que o esperado no âmbito fiscal e na inflação e se percebe acúmulo gradual de reservas. Em contrapartida, a atividade econômica recuou de forma acentuada. Mantivemos nossa estimativa de contração de -3,0% do PIB em 2024, com risco de uma leitura ainda pior decorrente da queda dos salários reais e do impacto de curto prazo oriundo da rápida consolidação fiscal, mesmo com a normalização do setor agrícola. A aprovação dos projetos de lei do governo pelo Congresso daria um impulso necessário ao investimento privado, o que poderia sustentar a demanda e melhorar a perspectiva para a atividade econômica nos próximos anos.

Riscos climáticos. Tempestades no Cone Sul podem impactar a produção e a inflação na Argentina, no Brasil e no Uruguai.

Commodities: Brent revisado para cima incorporando prêmio geopolítico

Revisamos a projeção do Brent do final de 2024 e 2025 para \$85/barril (de \$80/barril) e \$80/barril (de \$75), respectivamente. Incorporamos em nossas projeções um prêmio geopolítico diante dos conflitos no Oriente Médio e na Ucrânia, que devem perdurar pelo menos até o final do ano. Apesar disso, destacamos que o balanço do mercado de petróleo é relativamente confortável. Em 2024, há um ligeiro déficit pelos cortes contínuos de produção de países da Opep, mas que deve ceder ao longo de 2025 com aumento de produção de países fora da Opep.

Global | Dados e projeções

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P		
						Atual	Anterior	Atual	Anterior	
Economia mundial										
Crescimento do PIB Mundial - %	2,8	-2,8	6,3	3,5	3,2	3,2	3,1	3,4	3,3	
EUA - %	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,5	2,7	2,5	2,2	2,0	
Zona do Euro - %	1,6	-6,2	5,9	3,4	0,5	0,5	0,5	0,9	0,9	
China - %	6,0	2,3	8,4	3,0	5,2	5,0	4,7	4,5	4,5	
Taxas de juros e moedas										
Fed funds - %, final de período	1,55	0,09	0,08	4,4	5,3	5,1	5,1	4,4	4,4	
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	2,00	0,93	1,47	3,88	3,88	4,35	4,35	4,00	4,00	
USD/EUR - final de período	1,12	1,22	1,13	1,07	1,10	1,05	1,05	1,05	1,05	
CNY/USD - final de período	7,0	6,5	6,4	6,9	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	
Índice DXY* - final de período	96,4	89,9	95,7	103,5	101,3	105,5	105,5	105,1	105,1	

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.

Cenários comparados:

Mundo

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,2	3,2	3,1	3,4	3,3

Brasil

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,9	2,3	2,3	1,8	1,8
BRL / USD (dez)	4,86	5,15	5,00	5,25	5,20
Taxa de Juros (dez,%)	11,75	10,25	9,75	10,25	9,75
IPCA (%)	4,6	3,8	3,7	3,7	3,6

Argentina

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	-1,6	-3,0	-3,0	2,5	2,5
ARS / USD (dez)	809	1200,0	1500	1900,0	2350
Taxa de referência (dez,%)	100,0	40,0	70,0	40,0	60,0
IPC (%)	211,4	160,0	180,0	60,0	60,0

Colômbia

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	0,6	1,2	1,0	2,6	2,6
COP / USD (dez)	3855	4000	4000	4000	4000
Taxa de Juros (dez,%)	13,00	8,75	8,75	6,00	6,00
IPC (%)	9,3	5,2	5,2	3,0	3,0

Fonte: Itaú.

América Latina e Caribe

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,2	2,0	2,0	2,4	2,3

México

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,2	2,3	2,8	1,9	1,8
MXN / USD (dez)	16,97	17,9	17,9	18,9	18,9
Taxa de Juros (dez,%)	11,25	10,00	9,75	8,00	7,75
IPC (%)	4,7	4,3	4,2	3,9	3,7

Chile

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	0,2	2,4	2,4	2,0	2,0
CLP / USD (dez)	879	920	920	850	850
Taxa de Juros (dez,%)	8,25	5,25	5,25	4,50	4,50
IPC (%)	3,9	4,1	4,1	3,1	3,1

Peru

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	-0,6	2,7	2,5	3,0	3,0
PEN / USD (dez)	3,70	3,75	3,75	3,77	3,77
Taxa de Juros (dez,%)	6,75	5,75	5,75	4,25	4,25
IPC (%)	3,2	2,8	2,8	2,5	2,5

Commodities

	2019	2020	2021	2022	2023	2024		2025	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior
Petróleo (Brent)	64	50	75	82	77	85	80	80	75
Minério de ferro	90	153	116	110	135	110	110	90	90
Cobre	90	153	116	110	8489	8800	8500	8700	8600
Milho	383	437	592	656	480	400	400	380	380
Soja	912	1207	1290	1474	1311	1100	1100	950	950
Trigo	540	604	790	757	669	720	610	760	600
Açúcar	13	15	19	20	22	21	23	20	20
Café	130	123	235	166	188	180	170	150	150

Fonte: BBG, Itaú

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>



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.com.br/atendimento-itaubba-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.