

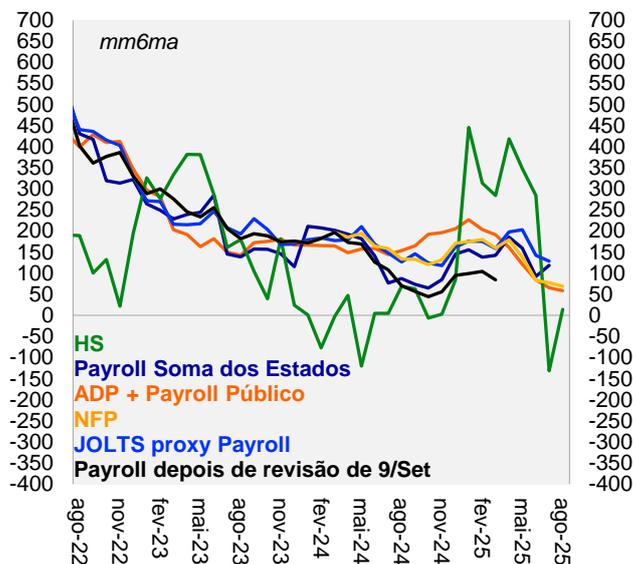
Mais cortes de juros nos EUA diante de desaceleração do emprego

- ▶ **EUA:** um mercado de trabalho mais fraco e inflação contida, ainda que acima da meta, devem levar o Fed a três cortes da taxa de juros nesse ano (ante expectativa de um corte anteriormente) e um movimento adicional de redução no ano que vem.
- ▶ **Europa:** atividade resiliente sustentada por demanda doméstica mais forte justifica juros estáveis. Projetamos PIB em 1,1% em 2025 e em 1,2% em 2026 e euro em US\$ 1,20.
- ▶ **China:** mantemos nossas projeções de crescimento do PIB em 4,7% em 2025 e em 4,0% em 2026. Dado sinais de enfraquecimento da atividade econômica, uma nova rodada de estímulos deve ser anunciada entre setembro e outubro.
- ▶ **América Latina:** A inflação ainda é uma fonte de preocupação em várias economias da região.

Emprego mais fraco com impacto ainda moderado de tarifas permite queda dos juros

Apesar do crescimento ainda resiliente da atividade, o ritmo de criação de empregos tem surpreendido negativamente. O crescimento do PIB foi de 3,3% trimestral anualizado no 2T25, e estimamos desaceleração para 1,7% no 3T, mas com a demanda doméstica ainda mostrando alguma resiliência (de 1,9% para 1,7%). Ainda assim, o ritmo de criação de empregos formais (*payroll*), além de estar sendo sucessivamente revisado para baixo, tem mostrado desaceleração das contratações na ponta, com tendência em torno de 50 mil por mês (ante 150–200 mil no início do ano, ver gráfico), o que também aparece em outras métricas. O principal motivo por trás dessa desaceleração parece ser uma maior restrição à imigração, iniciada no fim do governo Biden, no ano passado, e intensificada desde o início do governo Trump, diminuindo significativamente a oferta de trabalho no país. Isso pode explicar, por exemplo, por que a taxa de desemprego se encontra relativamente estável (4,3% em ago/25, de 4,2% em jul/24) mesmo com a queda do *payroll*. Além dessa possível queda do “ritmo neutro” de contratações (o que mantém o desemprego estável), a incerteza quanto ao cenário de tarifas também pode ser outro fator que limitou o ritmo de contratações a partir de abril.

Crescimento do emprego



Fonte: Itaú

A inflação permanece em nível alto, embora com efeito apenas moderado de tarifas. Os núcleos de inflação permanecem em patamar elevado e com sinais de persistência acima da meta: o núcleo do CPI foi para 3,1% em agosto (de 3,1% em julho) na comparação interanual, enquanto estimamos que o núcleo do PCE foi para 2,9% em agosto (de 2,9% em julho). Ainda assim, a inflação tem mostrado um impacto ainda moderado das tarifas, com o núcleo do

PCE, principal métrica observada pelo Fed, registrando ritmo mensal entre 0,20% e 0,27% de maio a agosto deste ano.

O emprego mais fraco com riscos de piora adicional fez o Fed iniciar o ciclo de cortes em setembro, provavelmente com cortes sequenciais.

Em seu discurso no simpósio de Jackson Hole, Powell indicou o início dos cortes por conta do maior risco negativo no emprego. Apesar de esperarmos que o mercado de trabalho estabilize (com uma volta das contratações em setembro) e a inflação tenha uma persistência em patamar elevado, a sinalização mais branda do FOMC indica mais cortes que o esperado no curto prazo. **Esperamos cortes adicionais nas reuniões de outubro e dezembro, e fim do ciclo em janeiro, para uma taxa terminal de 3,25-3,50% (de 3,50-3,75% anteriormente).**

No caso de Europa, mantemos nossas projeções de crescimento em 1,1% e em 1,2% para 2025 e 2026, respectivamente. As sondagens no setor de manufatura e serviços seguem mostrando uma melhora da demanda doméstica, em meio a juros mais baixos e um mercado de trabalho resiliente. Esperamos uma desaceleração moderada no segundo semestre, diante do impacto de tarifas. No entanto, o pacote fiscal alemão deve compensar parcialmente esse choque no ano que vem. Com a inflação ao redor de 2,0% e atividade resiliente, não há necessidade de novos cortes pelo Banco Central Europeu, e a taxa de política monetária deve ficar em 2,0%, como os membros do comitê reforçaram na reunião de política monetária em agosto. Na nossa visão, seria necessária uma desaceleração significativa da atividade (principalmente no mercado de trabalho) para que novos cortes de juros venham a ocorrer.

Para o cenário da China, mantemos nossa projeção de crescimento em 4,7% para 2025, mas, para tanto, estímulos adicionais serão necessários, para contrabalancear uma incipiente desaceleração no segundo semestre. Os dados de atividade de julho e agosto vieram significativamente abaixo das expectativas, confirmando a desaceleração do crescimento tanto pelo impacto de tarifas quanto pelo aperto de políticas, como a campanha *anti-involution*, com o intuito de reduzir a capacidade ociosa no setor de manufatura. Em nosso cenário, esperamos uma nova rodada de estímulos a ser anunciada entre o fim de setembro e o início de outubro. Esses estímulos devem ser focados em infraestrutura, manufatura voltada para inteligência artificial, robótica e semicondutores, além de subsídios ao consumo. O

tamanho desse novo pacote deve ficar entre RMB 0,5–1 trilhão (0,35–0,70% do PIB), com o objetivo de entregar um crescimento próximo da meta de 5% neste ano. Para os demais anos, o plano de voo será definido no plano quinquenal (2026–2030) no fim de 2025. Esperamos que o governo reconheça um ritmo de crescimento mais baixo, possivelmente entre 4,5% e 5,0%. Por ora, mantemos nossa projeção em 4,0% para 2026.

Para as moedas, continuamos a esperar um enfraquecimento do dólar. O início dos cortes consecutivos do Fed, em meio aos sinais de desaceleração do mercado de trabalho, e a consequente diminuição do diferencial de juros frente ao resto do mundo, favorecem diversas moedas no curto prazo. À frente, além da evolução do cenário macro, será importante monitorar os sinais de uma política econômica ainda mais errática nos EUA, principalmente no que diz respeito a um Fed mais tolerante com a inflação, o que pode acentuar movimentos de menor alocação em ativos americanos. Esperamos o euro em US\$ 1,20 e o CNY em 7,15 por dólar ao final deste ano.

América Latina: inflação ainda é uma fonte de preocupação em várias economias

Nossa projeção para um ciclo de cortes antecipados e um pouco mais intenso do Fed repercute na região. Em relação à política monetária, no México passamos a incorporar cortes consecutivos, contrariando nossas expectativas anteriores. Além disso, em nossa visão, o Banxico terá mais espaço para cortar as taxas no próximo ano, levando-nos a atualizar nossa projeção de final de 2026 para a taxa de política monetária para 6,5%, abaixo dos 7,0% anteriores. No caso da Colômbia, no entanto, mantemos nossa projeção de que o BanRep manterá a taxa de política em 9,25% até o final do ano, no contexto de inflação persistente, expectativas de inflação em alta, estresse geopolítico e pressão contínua sobre as contas fiscais. Também mantemos nossa projeção para a taxa de política monetária terminar 2026 em 8,25%. No Chile, esperamos agora um corte de 25 pontos-base em dezembro, para 4,5%, no teto da faixa nominal neutra do BCCh, e um corte final para 4,25% durante o primeiro semestre de 2026, 25 pontos-base acima do nosso cenário anterior. No Peru, acreditamos agora que o BCRP manterá a taxa de política em sua estimativa de taxa nominal neutra de 4,0% a partir de novembro, concluindo um ciclo de cortes iniciado em setembro de 2023 e que teve pico em 7,5%.

Diferenciais de taxas de juros mais amplos do que o projetado em relação aos EUA nos levaram a revisar nossas projeções de câmbio na maioria das economias ao longo do nosso horizonte de previsão. Uma exceção importante é o México, onde mantivemos nossa projeção para o MXN em 19,0 por USD para este ano e 19,5 por USD para o próximo ano. Esperamos que o USD permaneça mais fraco na margem, o que continuará a apoiar o peso ao longo do ano, em meio ao ciclo de afrouxamento do Banxico e negociações comerciais em andamento.

A inflação ainda é uma fonte de preocupação em várias economias. No caso da Colômbia, embora tenhamos mantido nossas projeções de inflação inalteradas em 5,1% até o final deste ano e em 4,0% até o final de 2026, as expectativas de inflação para um ano à frente, baseadas em pesquisas, continuaram a se distanciar ainda mais da meta de inflação, apesar da dinâmica favorável da taxa de câmbio. No México, o cenário inflacionário permanece longe do confortável, particularmente para a inflação subjacente, que atualmente está na faixa de 4,0–4,5% tanto em termos anuais quanto dessazonalizados, enquanto a inflação não subjacente está incomumente baixa. Projetamos que a inflação geral terminará o ano em 4,1% e em 3,7% no próximo ano. No Chile, o dado de inflação de agosto foi uma notícia bem-vinda, após oscilações significativas em junho e julho. Na verdade, antes de agosto, a inflação subjacente havia acelerado na margem, aumentando as preocupações sobre os efeitos de segunda ordem dos aumentos anteriores do salário mínimo e da eletricidade. Esperamos que a inflação termine o ano em 3,9% e convirja para a meta de 3% durante o 2T26.

O enredo se complica na Argentina, com a incerteza política doméstica aumentando após a derrota da coalizão governista nas eleições de meio de mandato na província de Buenos Aires. No lado nominal, como descrevemos no mês passado, a volatilidade no câmbio e nas taxas de juros determinadas endogenamente já havia aumentado nos meses anteriores. A atenção agora se voltará para como o governo administrará a pressão cambial e a alta das taxas de juros na preparação para as eleições de meio de mandato em 26 de outubro. Agora prevemos o câmbio em ARS 1.500 por USD até o fim do ano, com risco altista. Embora a inflação na margem tenha sido relativamente benigna – pelos padrões argentinos – sem uma transmissão significativa da depreciação acumulada nos últimos meses, revisamos ligeiramente nossa projeção de inflação para o fim do ano para 29,5%, ante 28,5% anteriormente.

No lado real, a atividade econômica perdeu força desde o final do 1T25, apresentou ligeira contração sequencial no 2T25 e os indicadores antecedentes no início do terceiro trimestre sinalizaram fraqueza, provavelmente devido às taxas de juros mais altas e à incerteza significativa em relação à dinâmica cambial. Nesse contexto, rebaixamos significativamente nossa projeção de crescimento do PIB em 2025 para 3,8%, ante 5,0% em nosso cenário anterior.

Global | Dados e 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	3,0	3,0	2,8	2,8	
EUA - %	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	1,7	1,7	1,5	1,5	
Zona do Euro - %	-6,2	6,3	3,6	0,7	0,9	1,1	1,1	1,2	1,2	
China - %	2,0	7,7	3,0	5,4	5,0	4,7	4,7	4,0	4,0	
Inflação										
Núcleo do CPI - %, final de período	1,6	5,5	5,7	3,9	3,2	3,5	3,8	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	4,13	3,38	3,63	
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	0,93	1,47	3,88	3,88	4,58	4,10	4,50	4,00	4,25	
USD/EUR - final de período	1,22	1,13	1,07	1,10	1,04	1,20	1,20	1,20	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	95,8	95,8	95,4	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.

Cenários comparados

Mundo

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,2	3,0	3,0	2,8	2,8

Brasil

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,4	2,2	2,2	1,5	1,5
BRL / USD (dez)	6,18	5,35	5,50	5,50	5,50
Taxa de Juros (dez,%)	12,25	15,00	15,00	12,75	12,75
IPCA (%)	4,8	5,0	5,1	4,4	4,4

Argentina

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	-1,7	3,8	5,0	2,5	3,5
ARS / USD (dez)	1033	1500	1400	1800	1630
Taxa de referência (dez,%)	32,0	45,0	35,0	35,0	25,0
IPC (%)	117,8	29,5	28,5	20,0	20,0

Colômbia

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	1,6	2,7	2,9	2,8	2,6
COP / USD (dez)	4409	4000	4100	4000	4100
Taxa de Juros (dez,%)	9,50	9,25	9,25	8,25	8,25
IPC (%)	5,2	5,1	5,1	4,0	4,0

Paraguai

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	4,2	4,3	4,3	3,5	3,5
PYG / USD (dez)	7913	7400	7750	7450	7900
Taxa de Juros (dez,%)	6,00	6,00	6,00	6,00	5,50
IPC (%)	3,8	4,2	4,0	3,5	3,5

Fonte: Itau

América Latina e Caribe

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,4	2,4	2,6	2,1	2,2

México

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	1,4	0,6	0,6	1,2	1,2
MXN / USD (dez)	20,8	19,0	19,0	19,5	19,5
Taxa de Juros (dez,%)	10,00	7,00	7,50	6,50	7,00
IPC (%)	4,2	4,1	4,1	3,7	3,7

Chile

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,6	2,5	2,6	2,2	2,0
CLP / USD (dez)	996,5	930,0	930,0	880,0	900,0
Taxa de Juros (dez,%)	5,00	4,50	4,50	4,25	4,00
IPC (%)	4,5	3,9	3,9	3,0	3,0

Peru

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,3	2,9	2,9	2,7	2,7
PEN / USD (dez)	3,80	3,50	3,60	3,50	3,60
Taxa de Juros (dez,%)	5,00	4,00	4,25	4,00	4,00
IPC (%)	2,0	2,0	2,2	2,0	2,0

Uruguai

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,1	2,3	2,3	1,8	2,0
UYU / USD (dez)	44,1	40,5	41,7	41,0	42,5
Taxa de Juros (dez,%)	8,75	8,00	8,00	7,25	7,50
IPC (%)	5,5	3,6	4,5	4,5	4,5

Commodities

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior
Petróleo (Brent) (USD/barril)	50	75	82	77	73	65	65	60	65
Minério de ferro (USD/ton)	153	116	110	135	103	95	95	85	85
Cobre (USD/ton)	7788	9525	8402	8489	9030	9400	9400	9650	9650
Milho (Usd/bu)	437	592	656	480	444	415	415	415	415
Soja (Usd/bu)	1207	1290	1474	1311	984	1030	1000	1070	1000
Trigo (Usd/bu)	604	790	757	619	548	550	600	600	630
Açúcar (Usd/lb)	15	19	20	22	20	16	17	16	17
Café (Usd/lb)	123	235	166	188	321	350	280	300	260

Fonte: BBG, Itau

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba.com.br/itubba-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 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.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.