

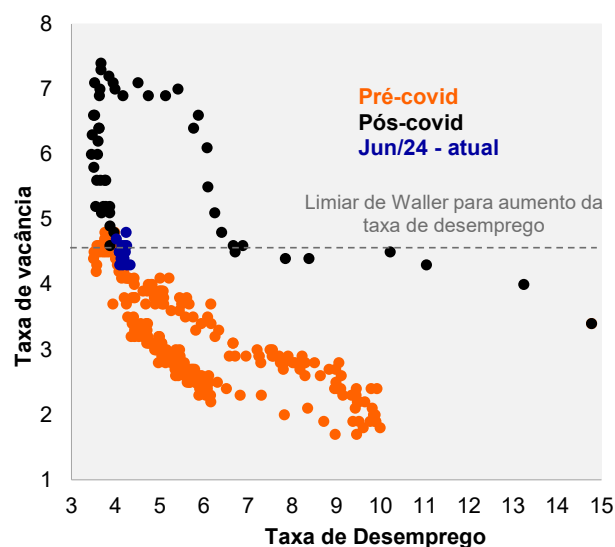
Descolamento entre crescimento e emprego nos EUA

- ▶ **EUA:** aumentamos nossas projeções de crescimento do PIB, para 2,0% em 2025 (de 1,7%) e 2026 (de 1,5%) devido às surpresas na revisão do PIB do 2T e dos dados fortes na margem, mas continuamos a esperar mais três cortes de juros pelo Fed, consecutivos até a reunião de janeiro de 2026, visando deter o enfraquecimento do mercado de trabalho.
- ▶ **Europa:** a atividade econômica segue como o principal parâmetro a ser acompanhado para as decisões futuras do BCE. Esperamos crescimento de 1,1% em 2025 e 1,2% em 2026.
- ▶ **China:** seguimos esperando crescimento de 4,7% neste ano, condicionado à implementação de estímulos fiscais direcionados, e 4,0% para 2026.
- ▶ **América Latina:** Projeções de crescimento, inflação e política monetária praticamente inalteradas neste mês.

Crescimento forte, mas emprego fraco ainda leva a cortes de juros do Fed, risco institucional continua a pesar sobre o dólar

O crescimento dos EUA continua forte apesar da desaceleração e riscos de baixa do emprego. O PIB do 2T foi revisado para cima (de 3,3% para 3,8% trimestral anualizado) puxado pela demanda doméstica (consumo revisado de 1,7% para 2,5%), enquanto o tracking do 3T também teve revisão relevante para cima (de em torno de 2,0% para 3,2% atualmente), indicando desaceleração apenas moderada e demanda doméstica ainda forte. Com isso, **revisamos nossas projeções do PIB de 2025 para 2,0% (de 1,7%) e de 2026 para 2,0% (de 1,5%).** A despeito disso, o mercado de trabalho continuou a enfraquecer. O ritmo de contratações do Payroll desacelerou para 29 mil na média móvel de 3 meses (de 83 mil na média do primeiro semestre). Outras métricas até mostraram leituras negativas, como o ADP de setembro, enquanto a curva de Beveridge mostra o emprego melhor balanceado e de volta para os níveis pré-covid desde junho do ano passado (ver gráfico).

Curva de Beveridge

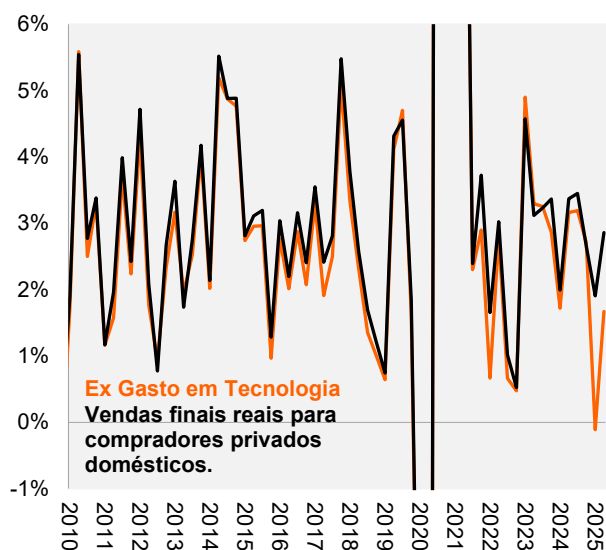


Fonte: Haver, Itaú

Possíveis explicações para o descolamento entre atividade corrente e mercado de trabalho podem ser o impacto de IA, restrições à imigração e incertezas na economia. A demanda doméstica mostra um ritmo de crescimento bem mais fraco quando excluimos as linhas mais correlacionadas com tecnologia, o que ressalta o possível impacto positivo de IA. Esse impacto positivo de IA no crescimento via aumento da produtividade sem gerar ganhos de emprego pode ser uma explicação importante para o descolamento das duas métricas. Outras causas

possíveis podem ser a redução da imigração, que restringe a oferta no mercado de trabalho e é responsável pela desaceleração do Payroll, e a maior incerteza do empresário, que restringe contratações, mas a primeira também jogaria o PIB potencial para baixo e a segunda também resultaria em queda do investimento, o que não parece ser o caso até o momento.

Crescimento do PIB e gasto em tecnologia (%tri/tri dessaz)



Fonte: Haver, 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 está em 3,1% em agosto na comparação interanual, enquanto o núcleo do PCE está em 2,9% com ritmo mensal de 0.20-0.26% de maio a agosto desse ano.

Continuamos a esperar cortes nas reuniões de outubro e dezembro desse ano, e o fim do ciclo em janeiro do ano que vem, para uma taxa terminal de 3,25-3,50%. Na reunião de setembro, o Fed mostrou uma visão mais dovish em sua função de reação, prevendo mais dois cortes esse ano mesmo com revisões para cima na inflação e para baixo no desemprego do ano que vem. Apesar de esperarmos que o emprego estabilize e a inflação tenha uma persistência em patamar elevado, a indicação mais dovish do FOMC aponta para vontade de levar os juros para mais próximo do nível neutro.

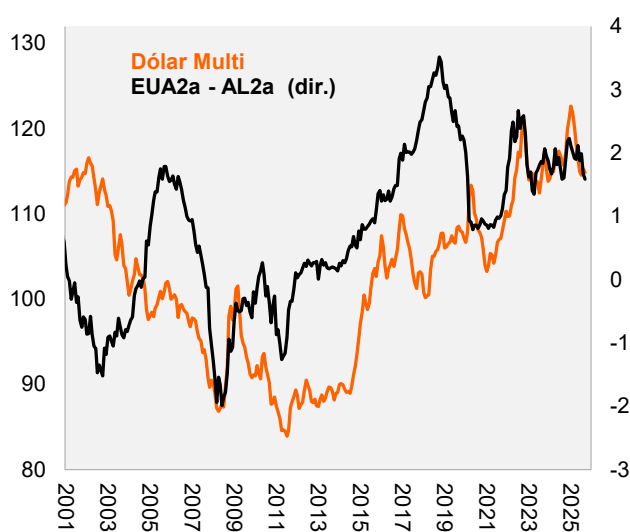
No caso da Europa, a atividade econômica segue como o principal parâmetro a ser acompanhado para avaliar as decisões futuras do ECB. A atividade vem surpreendendo positivamente no 3T com o PMI Composto de setembro em 51,2 pontos. A inflação segue em linha com os modelos do ECB sinalizando uma convergência para a meta de 2%. Mantemos nossa visão de que o ECB já terminou o ciclo de corte de juros. Na parte política, o foco voltou para a França com a renúncia de mais um primeiro-ministro diante da dificuldade de um consenso sobre o orçamento de 2026, o que aumenta a probabilidade de novas eleições parlamentares. Avaliamos que a principal consequência é que ajuste fiscal no país não vai ocorrer no curto prazo, aumentando os juros de longo prazo da França, sem necessariamente afetar o euro.

Para a China, seguimos com projeção de crescimento de 4,7% neste ano, condicionado à implementação de estímulos fiscais direcionados, e 4,0% para 2026. Esperamos que estímulos voltados aos setores de serviços e infraestrutura sejam anunciados em outubro, com montante estimado entre 0,5 e 1.0 trilhão de RMB, o que representaria aproximadamente 0,5% do PIB chinês. Sem tais medidas, o crescimento de 2025 ficaria consideravelmente abaixo da meta oficial de “em torno de 5%”. Estímulos monetários também devem ocorrer, mas em menor magnitude, com apenas 10 ou 20 p.b. de cortes adicionais. O governo chinês também vai anunciar o 15º Plano Quinquenal, que detalhará o direcionamento estratégico para o crescimento econômico para os próximos cinco anos, incluindo 2026. Em nossa avaliação, para que a China sustente taxas de crescimento elevadas, será fundamental fortalecer o consumo doméstico, idealmente por meio de reforços à seguridade social, o que aumentaria a confiança das famílias e estimularia a demanda doméstica. Dessa forma, o desempenho econômico da China nos próximos anos irá depender da habilidade do governo de diagnosticar a economia e de calibrar políticas econômicas de forma a sustentar a confiança doméstica.

Continuamos a esperar um enfraquecimento adicional do dólar a frente. O dólar multilateral real tem se mantido relativamente estável desde julho, após a forte depreciação iniciada em fevereiro, que veio depois do elevado patamar observado em janeiro. Por um lado, o diferencial de juros do Fed com o restante do mundo indica um dólar estável à frente, o que indica pouco espaço para depreciação adicional se considerarmos que nosso cenário tem um pouco

menos cortes do Fed do que os preços de mercado (terminal em torno de 3,0%, contra nosso cenário de 3,4%) e próximo do que o mercado precifica para o ECB (terminal em torno de 2,0%). No entanto, consideramos que o fator de percepção de risco institucional dos EUA é um componente importante que pode continuar puxando o dólar para níveis mais baixos à frente, risco que pode ser potencializado na discussão da sucessão à presidência do Fed. Esperamos o Euro em 1.20 e, para o DXY, projetamos uma queda para 95,9 ainda esse ano, contra o patamar atual ao redor de 98.

Dólar vs Diferencial de Juros (EUA - Alemanha)



Fonte: BBG, Itaú

América Latina: Projeções praticamente inalteradas neste mês

Impulso positivo vindo de crescimento mais forte nos EUA. Revisamos nossa projeção de crescimento do PIB de 2026 para cima no México, para 1,5% ante 1,2%, impulsionada por uma revisão para cima em nossa projeção de crescimento dos EUA, maior gasto público e taxas de juros mais baixas. Na margem, após a contração da atividade no trimestre encerrado em julho (0,4% na comparação contra o trimestre anterior, com ajuste sazonal), indicadores antecedentes para o restante do 3T sugerem uma perspectiva mais positiva, levando-nos a manter a projeção de crescimento do PIB de 2025 em 0,6%. Também elevamos ligeiramente nossa projeção de crescimento de 2025 no Peru para 3,0%, ante 2,9%, principalmente devido a dados melhores do que o esperado na margem, já que os termos de troca continuam fornecendo um impulso importante.

Para outros países, mantivemos nossas projeções de crescimento inalteradas. No Chile, desconsideramos a recente frustração relacionada à mineração ocorrida em agosto e mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB de 2025 em 2,5% e de 2,2% em 2026. O forte crescimento das importações de capital, a melhora de confiança das famílias e empresas, juntamente com uma virada positiva gradual no crédito às companhias, sugerem que a recuperação do investimento não relacionado à mineração pode ganhar mais força no próximo ano. Na Colômbia, mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB de 2025 em 2,7% e de 2,8% em 2026, com a atividade permanecendo resiliente na margem e o mercado de trabalho apertado, apesar da política monetária estar em território bastante contracionista.

A inflação segue sendo uma preocupação em várias economias da região, como destacamos no mês passado. Na Colômbia, elevamos nossas projeções de inflação de 5,1% para 5,2% em 2025 e de 4,0% para 4,2% para o final de 2026, à medida que os riscos altistas que havíamos apontado em meses anteriores começaram a se materializar, incluindo dinâmicas desfavoráveis de preços de alimentos. As expectativas de inflação de médio prazo continuam se distanciando da meta de 3%, representando riscos de maior inércia inflacionária e erosão da credibilidade da meta. No México, embora a dinâmica dos núcleos de inflação tenha melhorado recentemente, mantivemos nossas projeções de inflação em 4,1% em 2025 e 3,7% em 2026. Apesar de alguns efeitos-base negativos, o balanço de riscos para nossa projeção está enviesado para baixo devido à fraca atividade econômica e ao peso forte. Da mesma forma, mantivemos nossas projeções de inflação no Chile em 3,9% e 3,0% em 2025 e 2026, respectivamente.

Em uma classe à parte. O outlier é o Peru, onde revisamos nossa projeção de inflação para o final do ano para 1,8%, de 2,0%, devido às persistentes surpresas baixistas, estabilidade do câmbio e preços mais baixos do petróleo. Para 2026, esperamos que a inflação suba em direção à meta de inflação de 2% do BCRP. As expectativas de inflação estão dentro do intervalo em torno da meta desde o 4T23 – o BCRP continua se destacando em termos de controle da inflação.

Taxas terminais inalteradas. Conforme esperado, o Banxico reduziu novamente a taxa de juros em 25 pontos-base para 7,5% na última reunião e manteve sinalização inalterada sobre seus próximos passos. Na ausência de choques, se a dinâmica atual (MXN

apreciado e tendência de queda da inflação) permanecer em vigor, e com um hiato do produto que se torna mais negativo, o Banxico provavelmente manterá sua sinalização sobre mais cortes (no plural) na reunião de novembro, apontando para uma extensão do ciclo para 2026. Mantivemos nossa previsão de fim de ano para a taxa de política monetária em 7,0% em 2025 e 6,5% em 2026, e continuamos esperando cortes consecutivos. No Chile e no Peru, mantivemos nossas projeções de taxa de juros inalteradas, encerrando os respectivos ciclos em níveis neutros (4,25% e 4,0%, respectivamente). Na Colômbia, a dinâmica inflacionária preocupante e a atividade resiliente nos levam a prever que o BanRep manterá juros estáveis por mais tempo, com taxa em 9,25% até o fim do primeiro semestre de 2026. Vemos um ciclo de afrouxamento, com cortes consecutivos até 8,25% a partir do meio do ano.

Tensão constante na Argentina. As últimas semanas foram bastante movimentadas, com persistente volatilidade, um anúncio sem precedentes de apoio dos EUA e contração econômica em curso. Indicadores antecedentes apontam fraqueza adicional da atividade econômica à frente, enquanto as eleições de meio de mandato estão agendadas para 26 de outubro. Embora o apoio do Tesouro americano deva reduzir pressão sobre a moeda, esperamos um peso mais fraco no fim do ano, de forma a possibilitar a compra de dólares e acumulação de reservas. Assumindo um repasse limitado para o restante do ano, projetamos inflação de 30,5% até o final de 2025, ante 29,5% anteriormente.

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	3,1	3,0	3,0	2,8
EUA - %	-2,1	6,2	2,5	2,9	2,8	2,0	1,7	2,0	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	3,5	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	3,63	3,38	3,38
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	0,93	1,47	3,88	3,88	4,58	4,10	4,10	4,00	4,00
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

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,1	3,0	3,0	2,8

Brasil

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,2	2,2	1,5	1,5
BRL / USD (dez)	5,35	5,35	5,50	5,50
Taxa de Juros (dez,%)	15,00	15,00	12,75	12,75
IPCA (%)	4,7	5,0	4,3	4,4

Argentina

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,8	3,8	2,5	2,5
ARS / USD (dez)	1600	1500	1900	1800
Taxa de referência (dez,%)	45,0	45,0	35,0	35,0
IPC (%)	30,5	29,5	20,0	20,0

Colômbia

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

Paraguai

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	5,0	4,3	4,0	3,5
PYG / USD (dez)	7150	7400	7200	7450
Taxa de Juros (dez,%)	6,00	6,00	6,00	6,00
IPC (%)	4,2	4,2	3,5	3,5

Fonte: Itau

América Latina e Caribe

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

México

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

Chile

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

Peru

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,0	2,9	2,7	2,7
PEN / USD (dez)	3,50	3,50	3,50	3,50
Taxa de Juros (dez,%)	4,00	4,00	4,00	4,00
IPC (%)	1,8	2,0	2,0	2,0

Uruguai

	2025		2026	
	Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,3	2,3	1,8	1,8
UYU / USD (dez)	40,5	40,5	41,0	41,0
Taxa de Juros (dez,%)	7,75	8,00	7,25	7,25
IPC (%)	3,6	3,6	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	60
Minério de ferro (USD/ton)	153	116	110	135	103	95	95	85	85
Cobre (USD/ton)	7788	9525	8402	8489	9030	9900	9400	10150	9650
Milho (Usd/bu)	437	592	656	480	444	415	415	415	415
Soja (Usd/bu)	1207	1290	1474	1311	984	1030	1030	1070	1070
Trigo (Usd/bu)	604	790	757	619	548	550	550	600	600
Açúcar (Usd/lb)	15	19	20	22	20	16	16	16	16
Café (Usd/lb)	123	235	166	188	321	350	350	300	300

Fonte: BBG, Itaú

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 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-pt/analises-economicas>. 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.