

Trump 2.0: um cenário global com mudanças mais profundas

- ▶ **EUA:** Atividade resiliente e a implementação de boa parte das propostas de aumento de tarifas comerciais, expansão fiscal e restrição a imigração, que aumentam riscos inflacionários, indicam juros mais altos. Reduzimos nossa expectativa de cortes do Fed para um ciclo de 150 p.b. (vs 200 p.b. anteriormente). Os juros mais elevados nos EUA implicam em um cenário de dólar mais apreciado, impondo desafios adicionais para países emergentes, como o Brasil.
- ▶ **China:** promessa de mais estímulos mitiga apenas parcialmente efeitos adversos de uma nova rodada de tarifas comerciais. Reduzimos nossa projeção de PIB em 2025 para 4,0% (de 4,5%) e esperamos um câmbio mais depreciado (CNY de 7,10 para 7,40 em 2025).
- ▶ **Europa:** mais cortes de juros e possível paliativo de fiscal em resposta às incertezas globais. Esperamos juros terminais do ECB de 2,00% (vs 2,25% antes) e um Euro mais depreciado (de 1,12 para 1,05).
- ▶ **América Latina:** Impactos pós Fed se propagam pela região.

EUA: Atividade resiliente e políticas mais inflacionárias indicam menos cortes do Fed

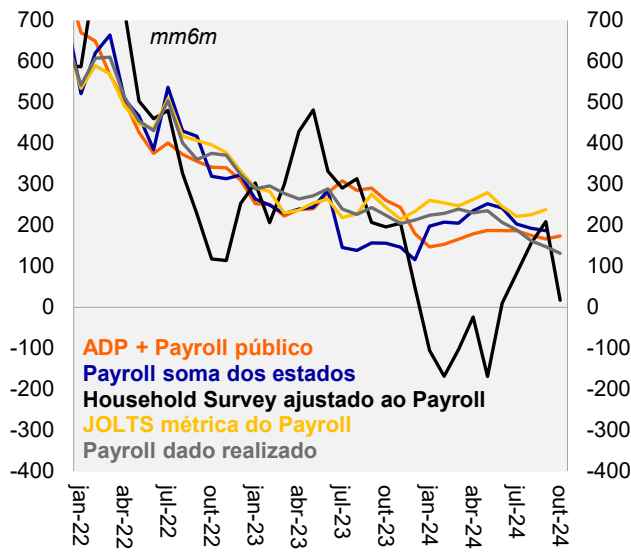
Nas eleições americanas, Donald Trump foi eleito presidente e obteve maioria no Congresso. Os mercados focarão na implementação e extensão das suas propostas de aumento de tarifas ao comércio exterior, expansão fiscal e restrição a imigração, que tendem a ter efeito inflacionário a partir de janeiro. Assumimos que o novo governo será capaz de implementar boa parte de suas propostas, o que tende, além desse efeito inflacionário, aumentar, pelo menos em um primeiro momento, a aversão a risco global. O impacto na atividade tende a ser negativo, mas com paliativos. Por um lado, as tarifas tendem a ser negativas para o crescimento global e a restrição a imigração tende a reduzir o potencial de crescimento da economia via redução da força de trabalho. Por outro lado, novas medidas fiscais, com propostas de aumento de gastos e novos cortes de impostos, como sobre empresas e seguridade social, podem contribuir positivamente para atividade e inflação, embora parte seja apenas a manutenção de reduções de impostos passadas (estimativas de 4.5 a 6 USD tri; ver tabela 1 no final do texto).

A atividade econômica segue forte e esperamos continuidade da resiliência a frente. Depois de crescimento de 2,9% em 2023, a economia americana deve ter crescimento de 2,8% em 2024, após

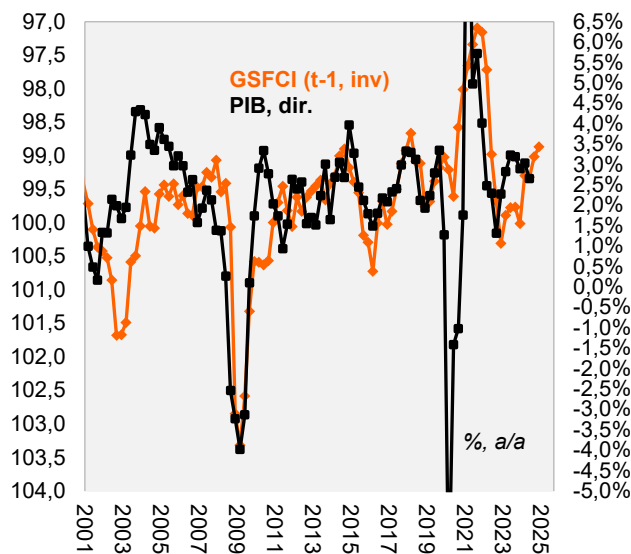
crescimento de 3,0% no 2º trimestre, 2,8% no 3º trimestre e 2,5% esperado para o 4º trimestre. A economia segue suportada por fundamentos sólidos dos balanços das famílias e empresas, crescimento sustentado da renda real e contribuição adicional dos cortes do Fed. Apesar de ter mostrado desaceleração em algumas métricas, as médias móveis de criação de emprego seguem sólidas (ver gráfico). A inflação continua em desaceleração gradual e deve permanecer em ritmo moderado no curto prazo com a desaceleração de salários e estoques mais normalizados, embora permaneçam os riscos de médio prazo com a agenda do novo governo.

Com atividade resiliente e agenda inflacionária a frente, reduzimos nossa expectativa de cortes do Fed para um ciclo de 150 p.b. (vs 200 p.b. anteriormente). Após o início do ciclo com um corte de 50 p.b. em setembro e do corte de 25 p.b. em novembro, o Fed foi capaz de retirar uma parte da restrição monetária sobre a economia e manter as condições financeiras expansionistas (ver gráfico). Esperamos cortes de 25 p.b. nas reuniões de dezembro, janeiro e março, levando a uma taxa terminal do Fed de 3,75-4,0% (frente 3,25-3,50% anteriormente) e avaliamos que os cortes ao longo do 1º semestre do ano que vem tendem a ser interrompidos com a intensificação da discussão de tarifas e fiscal. Ressaltamos que os juros mais elevados implicam em um cenário de dólar mais apreciado, impondo desafios adicionais para países emergentes, como o Brasil.

Crescimento subjacente do emprego resiliente



Condições financeiras indicam PIB em torno de 3.5%



China: crescimento menor em 2025, com promessas de estímulos compensando parcialmente efeitos adversos de nova escalada comercial

O detalhamento do pacote de estímulos do governo chinês decepcionou, pois embora tenha buscado reduzir parte dos riscos estruturais, deixou apenas como promessa novos suportes de política fiscal para 2025. O pacote tem o foco em reconhecer RMB10trn (RMB 6 trn – 4,8% GDP – em três anos e

RMB 4 trn em cinco anos – 3,2% PIB) de dívidas fora do balanço dos governos locais, o que deve implicar em uma redução dos custos de financiamento (RMB600bn em cinco anos). Essa medida é importante uma vez que contribui para endereçar as finanças desajustadas dos governos locais, que são um dos riscos estruturais do país, apesar de não ajudar a atividade no curto prazo. O pacote não trouxe um novo estímulo fiscal de curto prazo, mas a sinalização segue de que medidas fortes do âmbito fiscal serão adotadas em 2025, incluindo a compra de estoques no setor imobiliário, o que é relevante para estabilizar a queda dos preços dos imóveis.

A possibilidade de uma nova escalada de tarifas também reforça a necessidade de políticas mais expansionistas em 2025. Mantemos nossa projeção de crescimento de 2024 em 5%, uma vez que a entrega dos estímulos para o ano corrente (que não foram utilizados no 1S24) já serão suficientes e os dados correntes reforçam isso. Para o ano que vem, reduzimos nossa projeção para 4,0% (de 4,5%), considerando o anúncio recente. Avaliamos que o governo chinês deve adotar mais medidas do lado fiscal para garantir uma desaceleração suave do crescimento e para contrabalançar, em parte, os efeitos de uma nova escalada comercial com os Estados Unidos. No entanto, a moeda chinesa já deve refletir as incertezas relacionadas à possibilidade de tarifas. Com isso, revisamos nossa projeção de CNY para 7,40 no final de 2025 (vs. 7,10 no cenário anterior).

Europa: mais cortes de juros e possível paliativo de fiscal em resposta às incertezas globais

A atividade econômica, ainda impactada pelo choque do gás e pelo aperto monetário, pode mais uma vez sofrer um choque negativo com uma nova rodada de incertezas com relação ao comércio global. No primeiro governo Trump, o impacto no PIB chegou a 0,7pp, uma vez que a economia a região é diretamente exposta ao comércio global e principalmente a China. Mantemos nossa projeção de crescimento em 0,7% para 2024 e reduzimos a de 2025 para 0,8% (antes, 1%).

O impacto negativo na atividade em 2025 deve levar a um ciclo de cortes de juros mais extenso do ECB e a uma consequente depreciação da moeda. O banco central já implementou três cortes de juros esse ano e esperamos mais um dezembro. Esse ciclo deve continuar com mais quatro cortes consecutivos em

2025, levando a terminal para 2,0% (cenário anterior 2,25%). Com juros mais altos nos Estados Unidos e mais cortes na zona do euro, revisamos nossa projeção de Euro para 1,05 com o dólar (vs. 1,12 no cenário anterior).

Um paliativo pode ser a flexibilização das regras fiscais, em especial na Alemanha. Eleições antecipadas devem ocorrer no final de março ou início de abril e podem levar a mudança no limite de déficit do país. O país tem situação fiscal mais confortável do que o restante da região, mas tem histórico mais conservador na adoção de políticas expansionistas – há mais dúvidas sobre a disposição de utilizar do que sobre a existência de espaço fiscal. O limite do déficit interno é de 0,35% do PIB, bem menor que o 3% estabelecido pela União Europeia. A dívida/PIB do país terminou 2023 em 63,6%, um pouco acima do 60% estabelecido pela EU e bem abaixo dos pares, como França (112%) e Itália (138%).

América Latina: Impactos pós Fed se propagam pela região

Taxas terminais mais altas. Mudanças em nosso cenário internacional foram gatilhos importantes para as revisões das economias da América Latina. Menos cortes previstos para o Fed, taxas de câmbio mais fracas em média e fatores idiossincráticos levaram a uma recalibração em direção a menos cortes em nossos caminhos de política monetária até 2025. No México, ainda prevemos que o Banxico cortará 25 pb em cada uma das reuniões restantes deste ano, mas aumentamos substancialmente nossa chamada de taxa de política de fim de ano de 2025 para um ainda contracionista 9% (de 7,5%), implicando uma série de cortes contínuos de 25 pb. Na Colômbia, a taxa terminal do ciclo foi revisada para 6,5% (de 6,0%); as mudanças do conselho na Colômbia no 1T25 pode eventualmente levar a cortes maiores, a serem refletidos em uma ampliação do prêmio de risco doméstico. No Chile, revisamos para uma taxa terminal mais alta de 4,5% (de 4,0%), o teto da faixa neutra, a ser atingido em um ritmo mais gradual, refletindo também maiores pressões inflacionárias de efeitos de segunda rodada. Da mesma forma, no Peru, agora prevemos um término mais cedo do ciclo em 2025 em 4,5% (4,0%), com as expectativas de inflação tendo interrompido seu declínio acima da meta de 2%. Enquanto as taxas ex ante reais são projetadas para permanecer acima do neutro no México e na Colômbia, espera-se que elas se aproximem ou fiquem próximas ao neutro no Chile e no Peru.

Crescimento revisado para baixo para o próximo ano. No Chile e no Peru, revisamos o crescimento do PIB de 2024 para baixo para este ano (2,2% e 2,9% respectivamente) devido a impressões de atividade mais fracas do que o esperado, com 2025 também sendo revisado para baixo devido a menor transferência, condições financeiras mais apertadas, menos crescimento na China e uma redução nos preços do cobre. Como pequenas economias abertas, tanto o Chile

quanto o Peru devem arcar com o impacto de uma potencial escalada de políticas protecionistas e uma deterioração mais pronunciada da perspectiva de crescimento. No México, reduzimos nossa previsão de crescimento para 2025 para 1,0% (de 1,3%), com taxas mais altas e uma deterioração da perspectiva de investimento doméstico, esta última resultado de reformas constitucionais; as discussões sobre comércio com os EUA devem manter a volatilidade elevada no curto prazo. Em contraste, no entanto, aumentamos nossa previsão de crescimento do PIB para 2024 na Colômbia para 2,0% (de 1,8%) devido a dados melhores do que o esperado, e mantivemos nossa previsão para 2025 em 2,4%.

Cumprindo os requisitos. Na Argentina, embora ainda em um ambiente macrossocial frágil em meio à alta inflação e aos efeitos do programa de estabilização, a atividade se recuperou sequencialmente no 3T24, com indicadores importantes sugerindo que o pior do ajuste pode ter passado. Como resultado, revisamos nossa previsão para 2024 em direção a uma contração menor, de 3,5% (de -4,0%), seguida por uma expansão de 4,0% em 2025 (+3,0% em nosso cenário anterior). A consolidação fiscal avança e pesquisas sugerem que a confiança no governo se recuperou em outubro, permanecendo elevada apesar da alta inflação. Mudanças nos EUA podem eventualmente facilitar o acesso a financiamento externo adicional e oportunidades de investimento. Os próximos meses serão essenciais para consolidar a desinflação e a recuperação econômica, ao mesmo tempo em que preparam o fim da política de âncora cambial deslizando (crawling peg).

Tabela 1: Estimativa do impacto fiscal das propostas fiscais de Trump				
Agenda de Política Fiscal		Medidas Fiscais	Impacto no deficit em 10 anos (bi USD)	Impacto em 2034 (%PIB)
REP	Despesas	Diminuir apoio ao IRA	-650	-0,2%
		Aumentar Gasto em defesa	400	0,1%
		Aumentos e cortes de outras despesas	250	0,1%
		Total	0	0,0%
	Taxação	Estender TCJA-relacionado a corte de impostos	4500/6000	+1,3%/+1,7%
		Diminuir Imposto Corporativo (para 15% de 21%)	200/1000	0,2%
		Acabar com Taxação de Benefícios de Securidade Social	1300	0,4%
		Isentar a Renda de Horas Extras de Impostos (folha de pagamento)	1000/3000	0,6%
		Isentar gorjetas de Taxação	300	0,1%
		Tarifas	-2000/-5000	-0,6%/-1,4%
	Total	5000/7000	+1,6%/+1,8%	
	Despesa Líquidas	Despesas Líquidas Totais Republicanas	5000/7000	+1,4%/+1,7%

Fonte: CBO, CRFB, White House e Itaú

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	3,2	3,1	3,4	
EUA - %	2,6	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,7	2,7	2,2	2,2	
Zona do Euro - %	1,6	-6,2	6,3	3,6	0,4	0,8	0,7	0,8	1,0	
China - %	6,0	2,3	8,4	3,0	5,2	5,0	5,0	4,0	4,5	
Taxas de juros e moedas										
Fed funds - %, final de período	1,55	0,09	0,08	4,4	5,3	4,4	4,4	3,9	3,4	
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	2,00	0,93	1,47	3,88	3,88	4,25	3,75	4,00	3,50	
USD/EUR - final de período	1,12	1,22	1,13	1,07	1,10	1,05	1,12	1,05	1,12	
CNY/USD - final de período	7,0	6,5	6,4	6,9	7,1	7,3	7,0	7,4	7,1	
Índice DXY* - final de período	96,4	89,9	95,7	103,5	101,3	106,4	99,9	105,7	99,5	

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	3,2	3,1	3,4

Brasil

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,9	3,2	3,2	1,8	2,0
BRL / USD (dez)	4,86	5,70	5,40	5,70	5,20
Taxa de Juros (dez,%)	11,75	12,00	11,75	13,50	11,00
IPCA (%)	4,6	4,8	4,4	5,0	4,2

Argentina

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	-1,6	-3,5	-4,0	4,0	3,0
ARS / USD (dez)	809	1030,0	1030	1350,1	1450
Taxa de referência (dez,%)	100,0	30,0	40,0	30,0	40,0
IPC (%)	211,4	120,0	125,0	35,0	45,0

Colômbia

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	0,6	2,0	1,8	2,4	2,4
COP / USD (dez)	3855	4300	4200	4500	4300
Taxa de Juros (dez,%)	13,00	9,25	8,75	6,50	6,00
IPC (%)	9,3	5,1	5,6	3,7	3,6

Fonte: Itaú.

América Latina e Caribe

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,2	2,1	2,0	2,4	2,4

México

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,2	1,4	1,4	1,0	1,3
MXN / USD (dez)	16,97	20,0	19,0	21,0	19,3
Taxa de Juros (dez,%)	11,25	10,00	10,00	9,00	7,50
IPC (%)	4,7	4,3	4,3	3,9	3,9

Chile

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	0,2	2,2	2,5	1,9	2,1
CLP / USD (dez)	879	940	910	940	870
Taxa de Juros (dez,%)	8,25	5,00	5,00	4,50	4,00
IPC (%)	3,9	4,7	4,5	3,5	3,3

Peru

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	-0,6	2,9	3,1	2,8	3,0
PEN / USD (dez)	3,70	3,80	3,80	3,80	3,80
Taxa de Juros (dez,%)	6,75	5,00	4,75	4,50	4,00
IPC (%)	3,2	2,6	2,8	2,5	2,5

Commodities

	2019	2020	2021	2022	2023	2024		2025	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior
Petróleo (Brent) (USD/barril)	64	50	75	82	77	75	80	70	75
Minério de ferro (USD/ton)	90	153	116	110	135	110	110	85	90
Cobre (USD/ton)	7788	7788	9525	8402	8489	9500	9500	9500	9800
Milho (Usd/bu)	383	437	592	656	480	450	380	420	350
Soja (Usd/bu)	912	1207	1290	1474	1311	980	1000	950	950
Trigo (Usd/bu)	540	604	790	757	669	530	500	580	550
Açúcar (Usd/lb)	13	15	19	20	22	21	21	20	20
Café (Usd/lb)	130	123	235	166	188	260	220	240	200

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 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-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.