

Novo presidente do Fed deve ser mais tolerante com inflação

- ▶ **EUA:** passamos a esperar dois cortes adicionais de juros no segundo semestre de 2026, considerando uma maior probabilidade de que o novo presidente do Fed seja mais tolerante com a inflação. Assim, o crescimento do PIB, a inflação e a inclinação da curva de juros devem ser maiores à frente.
- ▶ **Europa:** mantemos projeção de crescimento de 1,2% para 2026, com a expectativa de implementação do pacote fiscal alemão.
- ▶ **China:** a meta de crescimento do PIB deve ser mantida “em torno de 5%” em 2026, com crescimento sustentado por exportações.
- ▶ **América Latina:** previsões de crescimento do PIB para 2026 revisadas para cima no Chile, Peru e Argentina.

Mais cortes de juros nos EUA com presidente do Fed mais tolerante com inflação

Nos EUA, a atividade segue resiliente, o mercado de trabalho mostra sinais de estabilização e a inflação permanece estável, mas acima da meta. Esperamos que o PIB desacelere temporariamente no 4º tri com efeitos do “shutdown” (1,0% vs 3,0% no 3º tri em termos anualizados), mas que estabilize em 2,0% no ano que vem. No mercado de trabalho, o conjunto de indicadores de emprego mostra sinais de estabilização em níveis moderados (com a criação de vagas no *payroll* privado em 75 mil na média móvel de 3 meses), embora seja provável uma volatilidade nos dados dos próximos meses com os efeitos das demissões do DOGE e do shutdown. A inflação permanece elevada e sem muitos sinais de desaceleração, mas as últimas leituras têm sido um pouco melhores com os núcleos rodando no ritmo de 0,2% na variação mensal, mostrando um efeito até aqui modesto das tarifas.

Após o corte de juros do Fed na reunião de dezembro, o cenário de mercado de trabalho e a inflação devem levar a uma pausa nos cortes de juros, ao menos até a definição do novo presidente, que assumirá no lugar de J. Powell a partir de junho do ano que vem.

Acreditamos que o novo presidente do Fed será mais tolerante com a inflação e mais sensível às pressões por juros mais baixos. Assim, agora esperamos dois cortes de juros no segundo

semestre do ano que vem, levando a Fed Funds rate para o intervalo de 3,0-3,25%. Mesmo com a mudança de comando, acreditamos que o Board do Fed permanecerá dividido, se opondo a uma assumpção ainda maior de riscos com a inflação, que levaria o juro para abaixo do patamar considerado como neutro pelos membros (3,0% segundo a última mediana de projeções). Um risco, porém, é que a oposição dos outros membros do Fed não seja tão grande, ou que haja a substituição deles por membros ainda mais tolerantes com a inflação (por exemplo, via decisão da Suprema Corte pela saída de Lisa Cook), levando a uma taxa de juros terminal inferior ao patamar neutro (por exemplo, em 2,5%).

Os cortes adicionais levarão a um maior crescimento nos próximos anos (de 2,0% para 2,2%), inflação persistentemente alta em 3,0-3,5% e uma inclinação maior da curva de juros (ver tabela abaixo). No cenário alternativo em que o juro é levado para abaixo do neutro, os riscos de sobreaquecimento da economia e reaceleração da inflação são maiores, tal que o prêmio no juro longo aumenta e o dólar fica ainda mais fraco como consequência.

Variáveis		Chair tolerante (juro próximo ao neutro)			Chair muito tolerante (juro abaixo do neutro)		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Juros	(bps de corte)	-25	-50	-	-25	-100	-
	(% terminal)	3.00% - 3.25%			2.50% - 2.75%		
PIB	25/26/27	2,0%	2,0-2,5%	2,0-2,5%	2,0%	2,5-3,0%	2,5-3,0%
Inflação	Núcleo do CPI	3,1%	3,0%	3,5%	3,1%	3,5%	4,0%
	Núcleo do PCE	3,0%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,5%
UST10a		4,1	3,8 (incl. ~75bps)		4,1	>4,2 (incl. 150-200bps)	
Dólar	(DXY)	98,8	97,8 (-1%)		98,8	94,8 (-4%)	
EUR			1,18			>1.20	

Fonte: Itaú BBA

Quanto à Europa, mantemos nossas projeções de crescimento em 1,3% e 1,2% em 2025 e 2026, respectivamente. A atividade segue surpreendendo positivamente com a resiliência da demanda doméstica, principalmente do investimento, respondendo a juros mais baixos e estímulos fiscais. Do lado da inflação, o cenário segue de convergência para a meta de 2%, em linha com as projeções do ECB. Neste ambiente, seguimos esperando que o ECB mantenha a política monetária inalterada à frente. Para 2026, o foco está na implementação do pacote fiscal da Alemanha anunciado no início do ano, que deve contribuir com 1,2 p.p. para o PIB alemão e 0,5 p.p. para o PIB da zona do euro.

Para China, a meta de PIB deve ser mantida “em torno de 5%” em 2026, uma vez que o crescimento segue sustentado por exportações. A reunião do Politburo de dezembro manteve o tom de que não há urgência para estímulos significativos, dado que as exportações seguem resilientes, contrabalanceando a fraqueza da demanda doméstica. Essa força das exportações é explicada tanto pelo crescimento global resiliente quanto pelo redirecionamento do comércio para outros países asiáticos. Por ora, mantemos nossa projeção de crescimento em 5% para 2025 e em 4,5% para 2026, à espera da confirmação da meta.

Ventos mais favoráveis na América andina

Chile e Peru compartilham cenários macroeconômicos com temas semelhantes: baixa incerteza no cenário doméstico, hiatos do produto próximos ao equilíbrio, expectativas de inflação ancoradas, taxas de juros próximas ao nível neutro e um choque positivo persistente nos termos de troca. Nesse contexto, a recuperação dos investimentos liderados pela mineração em ambas as economias deve ganhar fôlego e se manter até 2026. Como resultado, elevamos nossas projeções de crescimento do PIB para 2026 em ambos os países, para 2,4% e 2,9%, respectivamente.

Na Colômbia, surpresas positivas na atividade levaram à revisão da projeção de crescimento do PIB para 2025 para 2,8% (alta marginal) e para 2026 para 2,7% (redução), ante 2,7% e 2,8%, respectivamente, mantendo nível semelhante de PIB, em um contexto de política monetária contracionista prolongada.

Atividade deve ganhar algum fôlego no México. Após revisarmos para baixo a projeção de crescimento do PIB em 2025 para 0,3% (de 0,6%), devido a dados mais fracos, choques de oferta e revisões históricas, esperamos alguma retomada em 2026, com crescimento de 1,5%, ainda abaixo do potencial (ao redor de 2%). Como país-sede, antecipamos impacto positivo, embora modesto, da Copa do Mundo de 2026 sobre consumo e investimento no México.

Na Argentina, também revisamos para cima a projeção de crescimento do PIB em 2025 para 3,5% (de 2,5%), impulsionada por um maior carregamento estatístico e efeitos de juros mais baixos. Importante destacar que as autoridades anunciaram projetos de investimento em larga escala sob o programa “RIGI”, principalmente nos setores de petróleo, gás e mineração, totalizando US\$ 25 bilhões, com desembolsos graduais a partir do curto prazo.

Inflação: projeções para 2026 inalteradas no México, Chile e Peru... Mantivemos nossas projeções de inflação para 2026 inalteradas no México (3,7%), Chile (3,0%) e Peru (2,0%), embora as dinâmicas subjacentes sejam diferentes. No México, a inflação subjacente se estabilizou, enquanto as pressões sobre itens fora do núcleo permanecem contidas. Os núcleos têm oscilado ligeiramente acima do teto anual de 4,0%, e o aperto do mercado de trabalho deve manter pressão sobre a inflação de serviços daqui para frente. Como resultado, permanecemos cautelosos quanto ao cenário inflacionário em 2026, já que os itens não subjacentes podem voltar ao seu patamar historicamente mais elevado. No Chile e no Peru, a inflação tem surpreendido para baixo ao longo dos últimos meses, enquanto a dinâmica cambial e os preços baixos do petróleo podem exercer pressão baixista adicional. Projetamos que a inflação se estabilize em torno das metas respectivas durante 2026, em um contexto de expectativas bem ancoradas. Além disso, os bancos centrais do Chile e do Peru estão reforçando sua capacidade de enfrentar choques externos por meio da compra de dólares, um movimento positivo.

... mas uma projeção ainda maior na Colômbia. Elevamos novamente nossa projeção de inflação para o final de 2026 na Colômbia, desta vez para 4,7% (ante

4,5%), incorporando um aumento nominal do salário-mínimo de 12% (incluindo o subsídio de transporte). Com isso, a inflação permaneceria acima do teto da meta do BanRep pelo sexto ano consecutivo, corroendo a credibilidade da meta.

A arte da política monetária. Esperamos que o Banxico realize um corte de 25 p.b. em dezembro, para 7,0%, e adote uma abordagem mais dependente de dados, especificamente baseada no núcleo da inflação, daqui para frente. Continuamos acreditando que um corte final de 25 p.b. em fevereiro é provável, levando a taxa terminal para 6,75%. Uma pausa no início de 2026 é possível, refletindo o nível da taxa real ex-ante, riscos inflacionários de curto prazo e maior incerteza em relação à trajetória da taxa do Fed. Na Colômbia, um processo lento de desinflação, expectativas de inflação acima da meta e ventos contrários persistentes para as contas fiscais nos levaram a revisar nossa projeção de política monetária, agora esperando que o BanRep permaneça estável ao longo de 2026. No entanto, como já destacamos anteriormente, a materialização de riscos adicionais de inflação pode abrir espaço para um ciclo de alta, mesmo em um contexto de diretoria dividida, com uma minoria ainda votando por cortes. No Chile, acreditamos que o BCCh está na fase de ajuste fino do ciclo, projetando manter a taxa de política monetária em 4,25% em 2026, na metade superior da faixa neutra estimada.

Política e eleições em foco. No Chile, o candidato da oposição José Antonio Kast, do Partido Republicano, venceu, como esperado, o candidato da coalizão

governista no segundo turno presidencial. Kast inicia seu mandato de quatro anos em meados de março, em meio a expectativas elevadas por resultados rápidos em segurança pública e migração, por um lado, e estímulo ao crescimento econômico, investimento e geração de empregos, por outro. A direita manteve uma participação significativa no Congresso, ficando ligeiramente abaixo da maioria, o que sugere que negociações entre diferentes espectros políticos serão fundamentais para avançar reformas. O sistema político chileno pode se beneficiar de reformas constitucionais (bastante necessárias) que, em princípio, reduzam a fragmentação e a polarização no Congresso; a administração que está deixando o cargo planeja priorizar essas medidas antes do fim do mandato.

Em paralelo, na Argentina, o novo Congresso assumiu recentemente. A administração convocou sessões extraordinárias para discutir e votar o projeto de lei orçamentária antes do fim do ano e incluiu outras propostas estruturalmente mais importantes na agenda dessas sessões, como modernização trabalhista e compromisso com a estabilidade fiscal e monetária, entre outras. Avanços adicionais na agenda de reformas estruturais são fundamentais para sustentar a confiança, reforçar a recuperação e abrir caminho para a acumulação de reservas.

O cenário político continuará no centro das discussões de mercado no próximo ano, já que eleições estão programadas no Brasil, Colômbia e Peru em 2026.

Principais datas eleitorais		
Argentina	26 de outubro, 2025	Eleição legislativa federal
	10 de dezembro, 2025	Início do mandato - legislativo federal
Brasil	4 de outubro, 2026	Eleições gerais - primeiro turno
	25 de outubro, 2026	Eleições gerais - segundo turno
Chile	14 de dezembro, 2025	Segundo turno presidencial
	11 de março, 2026	Início de mandato - presidente e congresso
Colômbia	8 de março, 2026	Eleições para congresso
	31 de maio, 2026	Eleição presidencial
	21 de junho, 2026	Segundo turno presidencial
	7 de agosto, 2026	Início de mandato
México	1 de setembro, 2025	Início de mandato do novo judiciário
Peru	12 de abril, 2026	Eleições gerais - primeiro turno
	7 de junho, 2026	Eleições gerais - segundo turno
	28 de julho, 2026	Início de mandato
	4 de outubro, 2026	Eleições municipais e regionais

Fonte: compilação do Itaú, com base em fontes oficiais

Global | Dados e projeções

	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P		2027P
					Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
Economia mundial									
Crescimento do PIB Mundial - %	6,3	3,5	3,2	3,2	3,2	3,2	3,3	3,2	3,3
EUA - %	6,2	2,5	2,9	2,8	2,0	2,0	2,2	2,0	2,2
Zona do Euro - %	6,4	3,7	0,6	0,8	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
China - %	7,7	3,0	5,4	5,0	5,0	5,0	4,5	4,5	4,5
Inflação									
Núcleo do CPI - %, final de período	5,5	5,7	3,9	3,2	3,1	3,1	3,2	3,0	3,5
Taxas de juros e moedas									
Fed funds - %, final de período	0,13	4,15	5,38	4,52	3,63	3,63	3,13	3,63	3,13
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	1,47	3,88	3,88	4,58	4,10	4,10	3,80	4,00	3,80
USD/EUR - final de período	1,13	1,07	1,10	1,04	1,18	1,15	1,18	1,15	1,18
CNY/USD - final de período	6,37	6,92	7,13	7,30	7,10	7,15	7,10	7,15	7,10
Índice DXY* - final de período	95,7	103,5	101,3	108,5	98,0	99,8	97,4	99,2	97,4

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		2027
	Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
PIB (%)	3,2	3,2	3,3	3,2	3,3

Brasil

	2025		2026		2027
	Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
PIB (%)	2,3	2,2	1,7	1,7	1,7
BRL / USD (dez)	5,35	5,35	5,50	5,5	5,70
Taxa de Juros (dez,%)	15,00	15,00	12,75	12,75	11,75
IPCA (%)	4,4	4,5	4,0	4,2	4,0

Argentina

	2025		2026		2027
	Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
PIB (%)	4,5	3,8	3,5	2,5	3,0
ARS / USD (dez)	1450	1500	1700	1800	1900
Taxa de referência (dez,%)	30,0	35,0	25,0	25,0	20,0
IPC (%)	30,5	29,5	20,0	20,0	15,0

Colômbia

	2025		2026		2027
	Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
PIB (%)	2,8	2,7	2,7	2,8	3,0
COP / USD (dez)	3900	3900	3900	3900	3900
Taxa de Juros (dez,%)	9,25	9,25	9,25	8,75	8,25
IPC (%)	5,2	5,3	4,7	4,5	3,7

Fonte: Itaú.

América Latina e Caribe

	2025		2026		2027
	Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
PIB (%)	2,5	2,4	2,5	2,2	2,6

México

	2025		2026		2027
	Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
PIB (%)	0,3	0,6	1,5	1,5	2,0
MXN / USD (dez)	18,7	19,0	19,0	19,5	19,5
Taxa de Juros (dez,%)	7,00	7,00	6,75	6,75	6,75
IPC (%)	3,8	3,8	3,7	3,7	3,6

Chile

	2025		2026		2027
	Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
PIB (%)	2,4	2,5	2,4	2,2	2,2
CLP / USD (dez)	930	930	880	880,0	860
Taxa de Juros (dez,%)	4,50	4,50	4,25	4,50	4,25
IPC (%)	3,5	3,7	3,0	3,0	3,0

Peru

	2025		2026		2027
	Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
PIB (%)	3,2	3,0	2,9	2,7	2,9
PEN / USD (dez)	3,40	3,50	3,40	3,50	3,40
Taxa de Juros (dez,%)	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00
IPC (%)	1,5	1,6	2,0	2,0	2,0

Commodities

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P		2027P
						Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
Petróleo (Brent) (USD/barril)	50	75	82	77	73	65	65	60	60	60
Minério de ferro (USD/ton)	153	116	110	135	103	100	100	90	90	65
Cobre (USD/ton)	7788	9525	8402	8489	9030	11000	10350	10250	10250	10000
Milho (Usd/bu)	437	592	656	480	444	430	430	415	415	400
Soja (Usd/bu)	1207	1290	1474	1311	984	1110	1110	1070	1070	980
Trigo (Usd/bu)	604	790	757	619	548	550	550	600	600	600
Açúcar (Usd/lb)	15	19	20	22	20	15	15	16	16	18
Café (Usd/lb)	123	235	166	188	321	400	400	300	300	200

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 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.itaubr.com.br/atendimento-itaubr/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.