

Fed sob pressão, com atividade desacelerando e inflação em alta

- ▶ **Tarifas em maior patamar, mesmo com acordos. Há sinais de desaceleração da atividade e de maior impacto inflacionário nos EUA. Aumentamos nossas projeções de crescimento para a Europa e a China.**
- ▶ **EUA:** desaceleração da atividade e aceleração da inflação colocam os mandatos do Fed sob pressão. Ainda esperamos o início do ciclo de cortes em dezembro, apesar de o risco de um corte em setembro ter aumentado.
- ▶ **Europa:** aumentamos nossa projeção de crescimento em 2025 para 1,1% (de 0,8%) com demanda doméstica melhor devido a juros mais baixos. Para 2026, mantemos nossa projeção de crescimento do PIB em 1,2%, com contribuição do impulso fiscal alemão.
- ▶ **China:** revisamos a projeção de crescimento do PIB para 4,7% (de 4,5%) em 2025, diante da resiliência das exportações, o que reduz a necessidade de novos estímulos por ora. Para 2026, mantemos a expectativa de crescimento em 4,0%.
- ▶ **América Latina:** ajustes pontuais e heterogêneos nas projeções deste mês.

Maior patamar de tarifas, mesmo com acordos

O governo Trump concluiu acordos comerciais com o Japão e a União Europeia e anunciou novos níveis de tarifas recíprocas para os demais países, que passaram a vigorar em 7 de agosto. Os acordos com Japão e Europa implementam um patamar de 15% de tarifas para ambos, com a promessa de investimentos adicionais nos EUA e maior volume de importações de produtos americanos (como energia, no caso da UE). Mesmo com detalhes ainda pendentes, os acordos reduzem o risco de escalada tarifária e de impactos maiores para a atividade global, sendo vistos como um relativo sucesso. Para a China, Trump anunciou a extensão por 90 dias da trégua estabelecida em maio, mantendo o aumento de 30% (20% por fentanil e 10% por reciprocidade). Quanto aos demais países, o governo americano estabeleceu um patamar mínimo de 15% para tarifas recíprocas, podendo chegar a 50% em casos específicos, como para o Brasil e a Índia (para este último, a nova tarifa entra em vigor em 27 de agosto).

Os anúncios consolidam um nível tarifário significativamente superior ao observado no início do ano (ver gráfico). À frente, ainda há temas em aberto como as tarifas setoriais de itens farmacêuticos e semicondutores, além das negociações com México e Canadá. Apesar disso, acreditamos que o foco e a incerteza em torno das tarifas devem diminuir no curto prazo. (Veja o gráfico no final do texto).

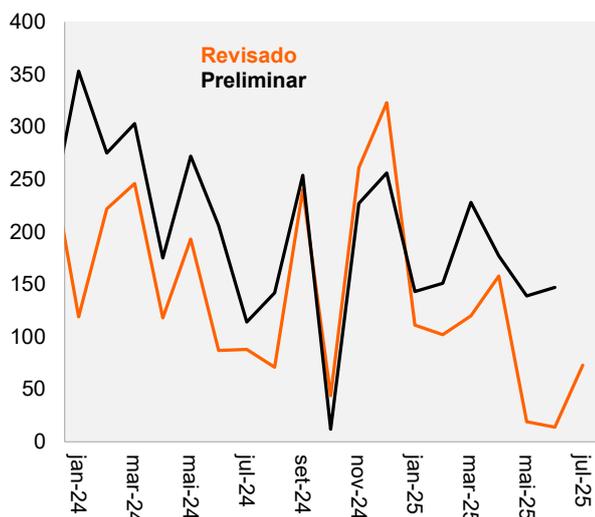
Sinais de desaceleração nos EUA, aumento de projeções em Europa e China

Apesar do fortalecimento ao longo de junho, não vemos mudanças nos fundamentos para o dólar, que deve continuar a enfraquecer globalmente. Uma política econômica mais errática nos Estados Unidos e atividade econômica resiliente no resto do mundo (revisamos crescimento de China e Europa para cima – ver abaixo) são fatores que reduzem a percepção sobre o excepcionalismo americano. Dessa forma, mantemos nossa projeção de euro em 1,20 para o fim de 2025 e 2026.

Nos EUA, o crescimento econômico mostrou sinais de desaceleração nos dados divulgados até julho. Apesar de o PIB do segundo trimestre ter acelerado para 3,0% na comparação trimestral

anualizada (ante -0,5% no trimestre anterior), esse resultado foi influenciado pela alta volatilidade nas leituras da balança comercial, em meio à antecipação de importações por conta das tarifas. A demanda doméstica, por outro lado, desacelerou de 2,0% para 1,2%. O mercado de trabalho também mostrou sinais de desaceleração e o ritmo de contratações líquidas na média dos últimos 3 meses foi para 35 mil em julho (de 64 mil em junho), com revisões significativamente negativas indicando um ritmo menor do que o previamente observado (ver gráfico). A taxa de desemprego, por sua vez, ainda permanece contida em 4,2%, provavelmente porque a oferta de mão de obra também está mais restrita, devido ao ritmo menor de imigração.

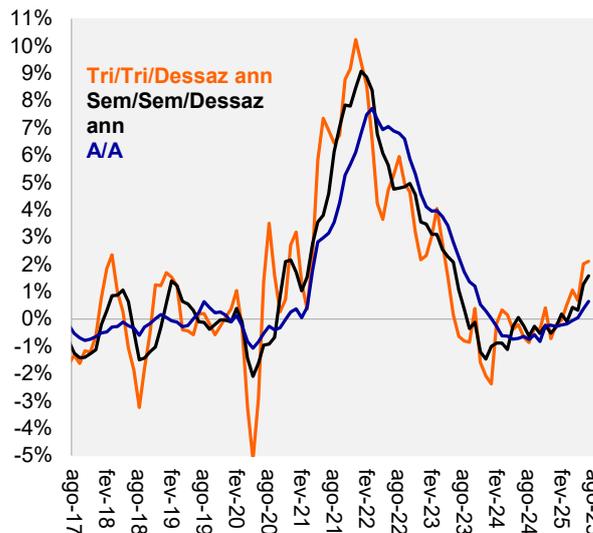
Payroll: preliminar e revisado



Fonte: Haver e Itaú

Ainda assim, a inflação mostrou primeiros sinais de impacto das tarifas e deve continuar elevada à frente. Em junho, os núcleos de inflação permaneceram em ritmo controlado (em 0,23% e 0,26% nos índices de preços CPI e PCE, respectivamente), mas a decomposição desses dados mostra efeitos iniciais das tarifas nos preços de bens excluindo o setor de automóveis, que tiveram aceleração relevante (ver gráfico). Esperamos que os núcleos acelerem para um ritmo ao redor de 0,40% nos próximos meses com efeitos acumulados das tarifas nos preços – levando as métricas de inflação na variação anual para 3,8% (núcleo do CPI) e 3,6% (núcleo do PCE) ao final desse ano.

CPI: Núcleo de Bens ex-Carros usados



Fonte: Haver e Itaú

Com os mandatos de emprego e estabilidade de preços sob pressão, há risco de que o primeiro corte de juros seja antecipado para setembro. De acordo com os discursos dos membros do comitê de política monetária do Fed e a função de reação implícita nas respectivas projeções, entendemos que as autoridades devem esperar para iniciar o ciclo de cortes, como sugerem as estimativas de Regra de Taylor utilizadas no relatório semianual de política monetária (ver tabela). **Por isso, continuamos a esperar um primeiro corte de juros apenas em dezembro e um ciclo reduzido de mais dois cortes no ano que vem.** Ainda assim, a postura mais branda do comitê em momentos anteriores de desaceleração do emprego aponta para um risco relevante de antecipação do ciclo, principalmente caso o desemprego volte a subir nas próximas divulgações.

Média de Regras de Taylor*
(hipóteses. Juro real = 1,0%; Nairu 4,2%)

Núcleo do PCE	Desemprego						
	4,0	4,3	4,5	4,8	5,0	5,3	5,5
2,00	3,5	3,2	2,9	2,6	2,2	1,9	1,5
2,50	4,0	3,8	3,5	3,1	2,8	2,4	2,1
3,00	4,6	4,4	4,0	3,7	3,3	3,0	2,7
3,50	5,1	4,9	4,6	4,2	3,9	3,6	3,2
4,00	5,7	5,5	5,1	4,8	4,5	4,1	3,8
4,50	6,3	6,0	5,7	5,4	5,0	4,7	4,3
5,00	6,8	6,6	6,3	5,9	5,6	5,2	4,9
5,50	7,4	7,2	6,8	6,5	6,1	5,8	5,5

*Média de Taylor (1993), Inercial (1993), Abordagem equilibrada (desvios negativos) e Regra de primeira diferença

Fonte: Fed e Itaú

No caso da Europa, revisamos nossa projeção de crescimento em 2025 para 1,1% (de 0,8%) em função da demanda doméstica resiliente.

Mantemos nossa projeção de crescimento do PIB em 1,2% para 2026. A economia da região cresceu 0,1% no segundo trimestre, uma desaceleração frente ao ritmo de 0,6% no começo do ano, com devolução do impulso positivo vindo da antecipação de exportações, mas mostrando uma demanda doméstica resiliente. O acordo comercial entre União Europeia e Estados Unidos que determinou 15% de tarifas em todas as exportações, deve levar um impacto negativo de 1,1pp na atividade ao longo do segundo semestre de 2025 e 2026. No entanto, o pacote fiscal alemão deve compensar parte do choque no ano que vem. Com a inflação próxima de 2,0% e a atividade econômica ainda resiliente, não vemos necessidade de novos cortes de juros pelo Banco Central Europeu, e a taxa de política monetária deve permanecer em 2,0%, como reforçado pelos membros do comitê na reunião de política monetária de julho. Em nossa visão, seria necessária uma desaceleração mais expressiva da atividade – especialmente no mercado de trabalho – para justificar novos cortes de juros.

Para a China, projetamos agora um PIB de 4,7% (de 4,5%) em 2025 e mantemos em 4,0% para 2026.

A atividade no primeiro semestre do ano foi sustentada por dois fatores: primeiro, pela rápida implementação do estímulo fiscal anunciado para o ano, que vem impulsionando o investimento em infraestrutura; segundo, pelas exportações, que seguem em ritmo positivo, com produtos chineses sendo redirecionados para países asiáticos. Dessa forma, não há necessidade de uma rodada de novos estímulos. A reunião do Politburo de julho reforçou essa mensagem, sinalizando que tanto medidas voltadas para o setor imobiliário quanto do lado monetário não devem vir por ora. No entanto, esperamos uma desaceleração da atividade ao longo do segundo semestre com um impacto mais evidente das tarifas, o que deve levar a uma nova rodada de estímulos entre o terceiro e quarto trimestre para garantir a meta de crescimento de 5% nesse ano.

América Latina: Ajustes pontuais e heterogêneos nas projeções deste mês

Mudanças mistas nas projeções de crescimento. No México, os dados de atividade continuam mostrando resiliência. Após um desempenho melhor que o esperado no 2T25, elevamos novamente nossa projeção de PIB para 2025, para 0,6%, ante um modesto 0,2% anteriormente, e para 1,2% em 2026, de

1,0% antes. Antecipamos algum suporte ao crescimento do México de fontes internacionais, principalmente nas exportações manufatureiras, que ainda se beneficiam de alguns efeitos de antecipação de tarifas, e do crescimento no setor de turismo. Nossas revisões para cima na projeção de crescimento de 2025 ocorrem após a economia ter evitado por pouco uma recessão técnica no início do ano, e a dinâmica de crescimento parece desafiar o padrão histórico de recessão no primeiro ano de um novo governo, mesmo no contexto de uma redução significativa do déficit fiscal. Também revisamos para cima o PIB da Colômbia para 2,9% em 2025 e 2,6% em 2026 (de uma estimativa anterior de 2,5% para ambos os anos). Esse ajuste reflete uma recuperação mais acelerada do que o previsto no setor varejista, apoiada pelo forte consumo privado. Além disso, o setor agrícola manteve um sólido ímpeto, impulsionado pelos preços favoráveis do café. No Chile e no Peru, mantivemos nossas projeções de crescimento do PIB para 2025 e caminhando em direção aos respectivos potenciais em 2026. Em ambas as economias, os termos de troca seguem favoráveis, enquanto o cenário externo tende a se moderar à medida que a economia global desacelera gradualmente. No caso do Chile, a persistente folga no mercado de trabalho e a fraqueza no crédito comercial representam riscos de baixa ao longo do tempo. Por fim, após uma série de dados de atividade mais fracos que o esperado nos últimos meses na Argentina, ajustamos ligeiramente para baixo nossa projeção de crescimento do PIB de 2025 para 5,0%, de 5,2% em nosso cenário anterior. Também revisamos nossa previsão para 2026 para 3,5%, de 4,0%, principalmente devido a uma menor contribuição esperada de 2025. O crescimento na Argentina ainda é excepcional, refletindo o progresso na estabilização e liberalização gradual da economia ao longo do último ano.

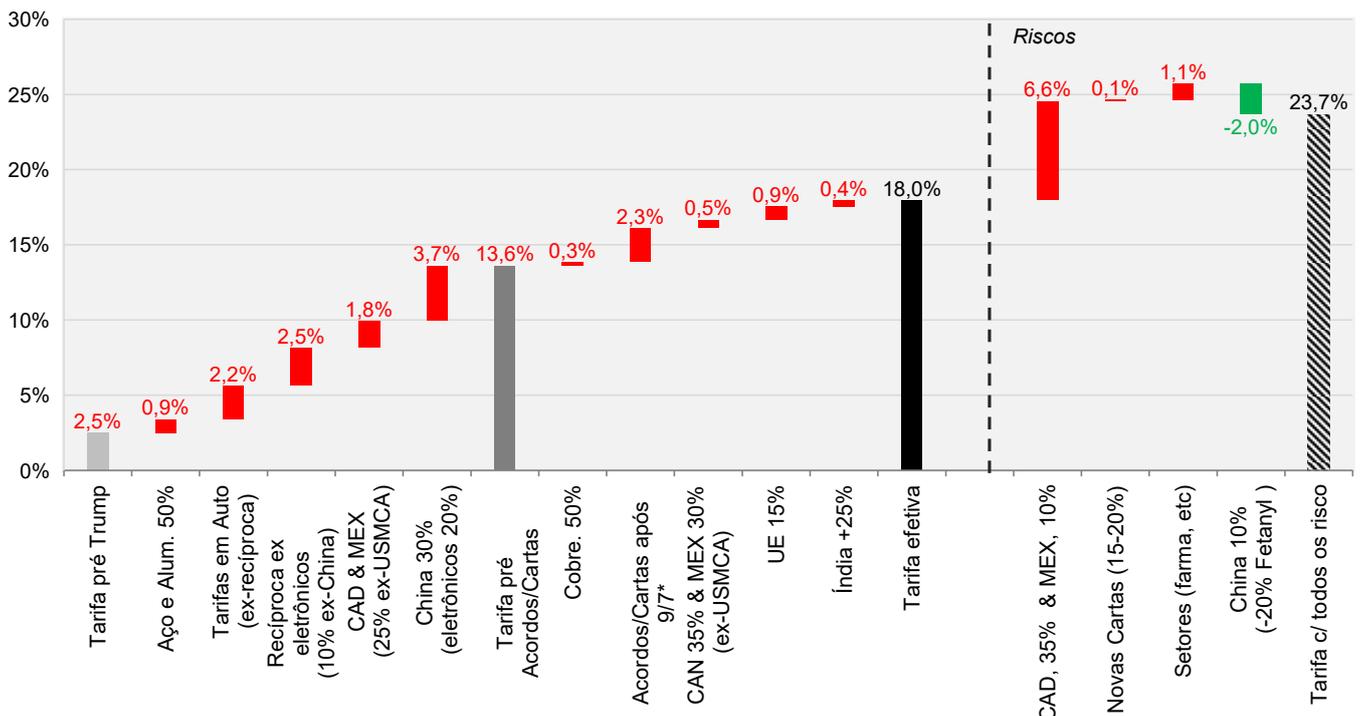
Poucas mudanças em nossas projeções de inflação.

No México, o cenário inflacionário permanece longe do confortável, particularmente para a inflação subjacente. Em nossa visão, a tendência desinflacionária foi interrompida, e a inflação agora flutua bem acima da meta, impulsionada por vários fatores fundamentais. Estes incluem o repasse do USDMXN (defasado da depreciação do ano passado), normalização da inflação de bens a partir de níveis anteriormente baixos, inflação de serviços persistente, desaceleração da atividade econômica em meio a um mercado de trabalho relativamente resiliente, e expectativas de inflação ancoradas em torno de 4%, o teto da meta de inflação de 3% (+/-1%) do Banxico. Mantivemos nossa projeção de inflação para o final de 2025 em 4,1% e em 3,7% até o final de 2026. Após a surpresa altista da inflação em

julho no Chile, revisamos nossa projeção para o final de 2025 de 3,8% para 3,9% e vemos a inflação atingindo a meta de 3% durante o primeiro semestre de 2026. Esperamos que a inflação permaneça elevada na segunda metade do ano na Colômbia, impulsionada por uma base estatística baixa em comparação com o 2S24, juntamente com riscos de preços mais altos do gás. Mantivemos nossa previsão de inflação para o final do ano em 5,1%, mas revisamos nossa estimativa de 2026 para 4,0% (de 3,6%), incorporando riscos de outro aumento significativo do salário mínimo no próximo ano, em meio a um forte consumo doméstico e um mercado de trabalho resiliente. O caso do Peru se destaca do resto da região no sentido de que a inflação está abaixo da meta de 2% e dentro da faixa de tolerância do BCRP, e as perspectivas inflacionárias permanecem bem ancoradas. Espera-se que a inflação ao consumidor suba moderadamente nos próximos meses, em parte devido a efeitos de base, e atinja 2,2% no final do ano. Ainda assim, o balanço de riscos para a frente está inclinado para baixo.

Ajustando nossas projeções de política monetária. Ainda esperamos que a política monetária se torne menos contracionista em várias economias da região. No México, acreditamos que o Banxico optará por mais um corte de 25 pontos-base em setembro, e além disso, todas as opções estão em aberto. Nosso cenário global considera apenas um corte de 25 pontos-base pelo Fed em dezembro, o que acreditamos estar alinhado com nosso ponto terminal de ciclo de 7,5%. Se o FOMC retomar o afrouxamento em setembro, o Banxico pode antecipar alguns dos cortes que esperávamos apenas em 2026, terminando o ano em 7,0%, com dois cortes adicionais de 25 pontos-base no início do próximo ano, também consistente com nosso cenário atual do FOMC. No Chile, após o corte unânime de 25 pontos-base em julho para 4,75% e os riscos associados à surpresa altista da inflação em julho, agora prevemos apenas mais um corte neste ano para 4,50%, e continuando a 4% no primeiro semestre de 2026; considerações táticas devem pesar mais nas próximas decisões. Na Colômbia, seguindo a decisão do BanRep em julho de manter as taxas estáveis, refletindo preocupações com as expectativas de inflação persistentes e a forte demanda doméstica, agora vemos o BanRep mantendo-se em 9,25% (de 8,75%) até o final do ano e retomando no próximo ano para 8,25% até o final de 2026 (de 7,75%).

Tarifa efetiva dos Estados Unidos



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	2,9	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	0,8	1,2	1,2	
China - %	2,0	7,7	3,0	5,4	5,0	4,7	4,5	4,0	4,0	
Inflação										
Núcleo do CPI - %, final de período	1,6	5,5	5,7	3,9	3,2	3,8	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	4,13	4,13	3,63	3,63	
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	0,93	1,47	3,88	3,88	4,58	4,50	4,50	4,25	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	2,9	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	5,50	5,65	5,50	5,65
Taxa de Juros (dez,%)	12,25	15,00	15,00	12,75	12,75
IPCA (%)	4,8	5,1	5,2	4,4	4,4

Argentina

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	-1,7	5,0	5,2	3,5	4,0
ARS / USD (dez)	1033	1400	1400	1630	1630
Taxa de referência (dez,%)	32,0	35,0	29,0	25,0	20,0
IPC (%)	117,8	28,5	28,5	20,0	20,0

Colômbia

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	1,7	2,9	2,5	2,6	2,5
COP / USD (dez)	4409	4100	4100	4100	4100
Taxa de Juros (dez,%)	9,50	9,25	8,75	8,25	7,75
IPC (%)	5,2	5,1	5,1	4,0	3,6

Paraguai

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	4,2	4,3	4,3	3,5	3,5
PYG / USD (dez)	7913	7750	8000	7900	8125
Taxa de Juros (dez,%)	6,00	6,00	6,00	5,50	5,50
IPC (%)	3,8	4,0	4,0	3,5	3,5

Fonte: Itaú

América Latina e Caribe

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

México

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

Chile

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,6	2,6	2,6	2,0	2,0
CLP / USD (dez)	996,5	930,0	930,0	900,0	900,0
Taxa de Juros (dez,%)	5,00	4,50	4,25	4,00	4,00
IPC (%)	4,5	3,9	3,8	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	3,60	3,60	3,60	3,60
Taxa de Juros (dez,%)	5,00	4,25	4,25	4,00	4,00
IPC (%)	2,0	2,2	2,2	2,0	2,0

Uruguai

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,1	2,3	2,3	2,0	2,5
UYU / USD (dez)	44,1	41,7	41,7	42,5	42,5
Taxa de Juros (dez,%)	8,75	8,00	8,50	7,50	8,00
IPC (%)	5,5	4,8	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	65	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	1000	1000	1000	1000
Trigo (Usd/bu)	604	790	757	619	548	600	600	630	630
Açúcar (Usd/lb)	15	19	20	22	20	17	18	17	18
Café (Usd/lb)	123	235	166	188	321	280	250	260	260

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>

App Itaú Análises Econômicas

Notícias sobre economia na palma da sua mão, com vídeos e comentários de nossos especialistas.

Baixe agora na App Store ou Google Play

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.