

BCs seguem cautelosos e esperando maior clareza sobre a guerra

- ▶ **Geopolítico:** países envolvidos mostram pouca disposição para escalar o conflito, mas também pouca vontade para terminá-lo. O equilíbrio atual é instável e caminho para normalização do fluxo de navios no Oriente Médio é tortuoso, implicando em preços de petróleo mais elevados.
- ▶ **EUA:** atividade sólida, menor risco baixista no emprego e riscos altistas para a inflação mantêm o Fed em compasso de espera nesse ano.
- ▶ **Europa:** juros parados em 2,0%, por ora, mas cenário é condicional à extensão do conflito.
- ▶ **China:** sem necessidade de estímulos, por ora, em meio a resiliência das exportações.
- ▶ **América Latina:** crescimento desigual, inflação mais alta e escolhas de política mais difíceis.

Preços de energia elevados mantém cautela nos Bancos Centrais

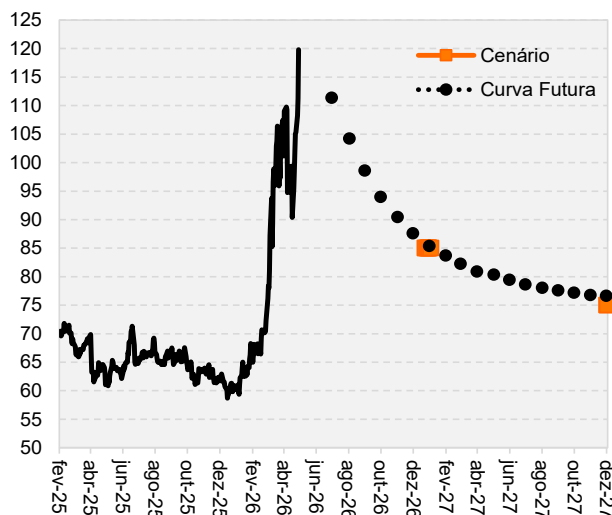
Atualizamos nosso cenário de petróleo considerando uma resolução do conflito no Irã no fim de maio (vs. fim de abril, anteriormente). O caminho até uma normalização na região continua tortuoso, mas vemos menor disposição para reescalada da guerra.

O conflito entre Estados Unidos, Israel e Irã segue sem uma resolução clara para a normalização do fluxo de petróleo no Oriente Médio. Por um lado, as partes concordaram em um cessar-fogo, sinalizando pouca disposição para uma escalada militar. Por outro, os EUA passaram a realizar um bloqueio no Estreito de Ormuz, de forma a pressionar economicamente o regime iraniano, que anteriormente estava se beneficiando do controle do trânsito de navios na região.

Esperamos um anúncio de acordo para uma solução no Estreito de Hormuz em maio e incorporando os eventos recentes, ajustamos nosso cenário de petróleo para um preço médio de US\$85/barril no fim de 2026 (vs. US\$75/barril, anteriormente). O preço mais elevado em 2026 na comparação com o cenário anterior decorre de um maior prêmio geopolítico, normalização apenas parcial do fluxo na região e

possível aumento de demanda para recomposição de estoques globais.

Cenário para petróleo (USD/barril) nos próximos meses

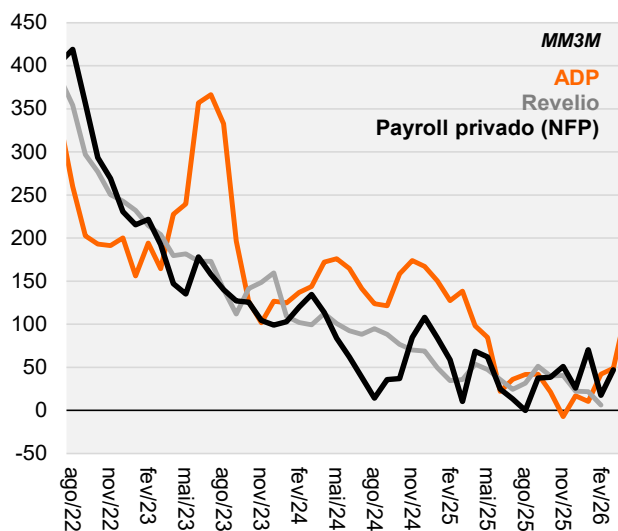


Fonte: Bloomberg, Itaú

Na economia americana, a atividade segue sólida com menores riscos de baixa no mercado de trabalho. Estimamos crescimento de 2,5% do PIB no 1T26 na variação trimestral anualizada. Além disso, as métricas de emprego têm feito um piso (ver gráfico) e o desemprego voltou a cair (de 4,4% em fevereiro para 4,3% em março) com a consolidação do

consenso de que o ritmo de crescimento do emprego compatível com a estabilidade da taxa de desemprego está ao redor de zero.

Crescimento do emprego privado (mil)

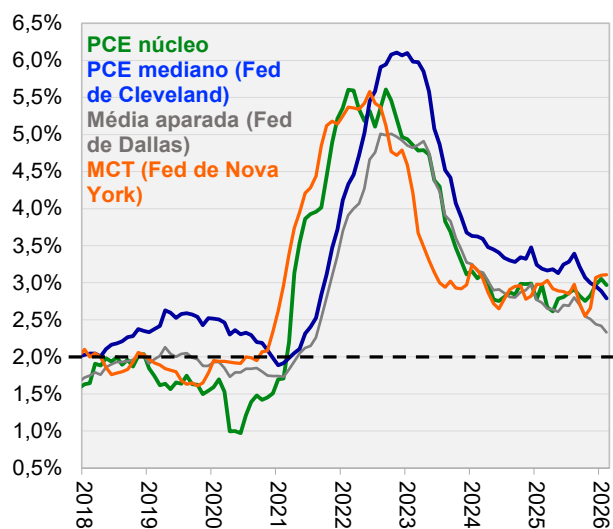


Fonte: Haver, Itau

Com isso e diante de riscos de alta para inflação, o Fed não deve cortar juros nesse ano. Estimamos que o núcleo do PCE atingiu 3,2% em março na variação anual (de 3,0% em fevereiro) e 4,1% na variação trimestral anualizada (de 3,7%), significativamente acima da meta. O choque de energia trouxe impactos apenas incipientes nas leituras correntes, mas deve contribuir para manter a inflação em patamar elevado e distante da meta. Efeitos de segunda ordem como o aumento de expectativas são riscos que podem modificar o cenário de forma mais ampla e devem ser monitorados pelo Fed.

Com o fim da investigação do departamento de justiça, Kevin Warsh deve ser confirmado em breve como novo presidente do Fed e participar da reunião de junho do banco central. Não esperamos mudanças significativas na função de reação com a alteração de comando. Em sua sabatina, Warsh citou que tem preferência por métricas de tendência subjacente, especificamente médias aparadas, para analisar a inflação, mas apenas algumas delas mostram alguma desaceleração (veja gráfico abaixo). Além disso, ainda é incerto se Powell deve ou não continuar no Comitê, dado que seu mandato como presidente expira em maio, mas como membro do FOMC apenas em 2028.

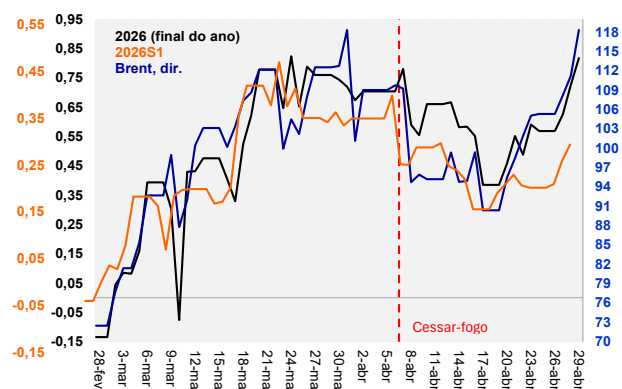
Inflação subjacente do PCE – 12 meses



Fonte: Haver, Itau

Na Europa, a política monetária segue condicional à evolução dos preços de petróleo. Mantemos nossa visão, por ora, de juros parados em 2,0%, dada a nossa expectativa de resolução do conflito em maio. Caso preço do petróleo fique perto de US\$120/barril, no mínimo, duas altas de juros serão necessárias. Embora já haja sinais do impacto direto do choque de energia, os membros do banco central sinalizaram que não há urgência para altas de juros, diante da incerteza sobre a persistência do conflito. Com a reação do BCE atrelada aos cenários de petróleo, a precificação de juros ficou extremamente correlacionada com o preço da commodity na margem. Como esperamos resolução do conflito ao longo de maio e queda do preço do petróleo para US\$85/barril, acreditamos que o banco central europeu irá manter juros no patamar atual em 2,0%.

Taxas de juros do ECB precificadas para 2026 vs Brent



Fonte: Bloomberg, Itau

Na China, o crescimento segue sustentado por exportações e, com isso, não vemos a necessidade de estímulos adicionais, nesse momento. O crescimento do PIB foi de 5,0% a/a no primeiro trimestre com a parte de manufatura e exportações seguindo como os principais motores da atividade. À frente, é importante monitorar uma possível desaceleração da economia global com o choque do petróleo, que poderia aumentar a necessidade de estímulos para a demanda doméstica. Mantemos nossas projeções de crescimento em 4,7% em 2026 e em 4,5% para 2027.

América Latina: crescimento desigual, inflação mais alta, escolhas de política monetária mais difíceis

Atividade: navegando em águas turbulentas

As perspectivas de crescimento na América Latina em 2026 seguem desiguais, refletindo fundamentos domésticos distintos e diferentes graus de exposição ao ambiente externo. México e Chile estão na ponta mais fraca do espectro, enquanto partes da região andina e do Cone Sul oferecem algum suporte pontual.

O México segue como o principal destaque negativo, com a projeção de crescimento do PIB revisada para 1,1% (de 1,5%), após um início de ano fraco e atividade em contração no começo de 2026. Embora se espere uma recuperação modesta no segundo semestre, apoiada por melhora gradual da demanda doméstica e efeitos pontuais relacionados à Copa do Mundo, os riscos permanecem inclinados para baixo, sobretudo caso confiança e investimento não se recuperem.

No Chile, o momentum de crescimento também se enfraqueceu de forma relevante. O PIB deve crescer 2,1% em 2026, com riscos baixistas ligados à demanda doméstica fraca, condições financeiras apertadas, mercado de trabalho menos dinâmico e custos mais elevados de energia. Investimentos relacionados à mineração e preços ainda favoráveis dos metais oferecem algum contraponto, mas a atividade no curto prazo segue frágil, antes de uma recuperação gradual esperada para 2027.

Entre os demais países, a Argentina se destaca positivamente, com o PIB projetado para crescer 3,5%, sustentado por uma safra agrícola robusta, condições financeiras menos restritivas e investimento resiliente. Ainda assim, o crescimento é heterogêneo, uma vez que o consumo privado segue limitado pela queda dos salários reais.

O Peru continua exibindo sólida resiliência macroeconômica, com crescimento projetado de 3,1%. Termos de troca favoráveis, forte investimento em mineração e um carregamento positivo para 2026 funcionam como importantes amortecedores frente à incerteza política e a interrupções temporárias de oferta. Embora o consumo permaneça relativamente sustentado pela dinâmica do mercado de trabalho, o ritmo pode perder alguma força no curto prazo.

Na Colômbia, a projeção de crescimento para 2026 foi reduzida para 2,1% (de 2,3%), após dados fracos no início do ano. Apesar de alguma estabilização na confiança dos consumidores, pressões fiscais, incertezas de política econômica e condições financeiras restritivas continuam pesando sobre o investimento e o momentum da atividade.

Inflação: projeções revisadas para cima diante da alta do petróleo e do aumento dos riscos de El Niño

A dinâmica inflacionária se deteriorou na maior parte da região, refletindo principalmente a alta dos preços globais de energia e novos choques do lado da oferta.

O Chile entra em um período de pressões inflacionárias concentradas no curto prazo. O repasse de energia elevou a inflação cheia, com a projeção de fim de ano revisada para 4,3%. A inflação subjacente segue mais comportada, mas a dinâmica no curto prazo complica o cenário de política monetária em um contexto de crescimento mais fraco.

No México, apesar de a inflação cheia, na margem, permanecer acima da média histórica, a dinâmica dos núcleos segue favorável, reforçando a avaliação de que as pressões subjacentes estão arrefecendo e de que choques recentes ainda não se traduziram em efeitos persistentes. Mantemos a projeção de inflação em 4,1% em 2026 e 3,8% em 2027.

Na Argentina, novas surpresas altistas levaram à revisão da projeção de inflação para 30% em 2026.

Embora se espere desaceleração da inflação mensal com a estabilização dos preços de combustíveis, as pressões subjacentes seguem elevadas e as expectativas de inflação voltaram a subir.

No Peru, a inflação ultrapassou temporariamente o intervalo da meta após choques de energia e interrupções no fornecimento de gás. Dessa forma, a projeção de inflação para 2026 foi revisada para 2,8%, embora a inflação deva retornar ao intervalo da meta até o fim do ano, à medida que os choques transitórios se dissipem.

A Colômbia enfrenta as pressões inflacionárias mais persistentes da região. A combinação de energia mais cara, efeitos de indexação associados ao aumento do salário-mínimo e riscos climáticos elevou a projeção de inflação para 7,0% em 2026, com a inflação subjacente permanecendo elevada.

Política monetária: cenários mais complexos

A complexidade dos cenários para a política monetária na região se acentuou.

O México segue como exceção: esperamos um último corte de 25 p.b., levando a taxa para 6,5%, o que deve marcar o fim do ciclo de afrouxamento, seguido por um período prolongado de estabilidade.

No Chile, os riscos estão assimetricamente inclinados para uma manutenção prolongada da taxa em 4,5%, ou até mesmo para um aperto marginal, à medida que o banco central prioriza a ancoragem das expectativas de inflação, apesar do enfraquecimento do crescimento.

Na Argentina, o banco central reduziu a volatilidade das taxas de curto prazo por meio de ajustes operacionais, sustentando um ambiente financeiro um pouco mais acomodatório sem abandonar as metas de desinflação.

O banco central do Peru permanece em pausa, com a taxa em 4,25%, avaliando as pressões inflacionárias recentes como transitórias.

Já a Colômbia adotou um viés mais restritivo, com a taxa terminal esperada elevada para 12,5%, refletindo principalmente expectativas de inflação persistentemente acima da meta.

A probabilidade crescente de um choque climático associado ao fenômeno El Niño em 2026 adiciona uma camada extra de incerteza às projeções. O fenômeno, caracterizado por temperaturas anormalmente elevadas do oceano Pacífico, altera os regimes de chuva na região, indo desde excesso de precipitação, enchentes e deslizamentos na costa do Pacífico até secas e ondas de calor no México e no norte da América do Sul.

Interpretamos o El Niño como mais um choque negativo de oferta, com potenciais interrupções na produção agrícola e nas cadeias de suprimento, aumentando as pressões inflacionárias, especialmente na Colômbia e no México. Do lado da atividade, um episódio intenso teria impacto transitório maior sobre o setor agro-pesqueiro do Peru, enquanto no Chile volumes maiores de chuva tendem a elevar marginalmente a geração hidrelétrica, gerando um leve impulso ao PIB.

Principais datas eleitorais		
Argentina	8 de agosto, 2027	Eleições primárias (PASO)
	24 de outubro, 2027	Eleições gerais - primeiro turno
	21 de novembro, 2027	Eleições gerais - segundo turno
	10 de dezembro, 2027	Início do mandato
Brasil	4 de outubro, 2026	Eleições gerais - primeiro turno
	25 de outubro, 2026	Eleições gerais - segundo turno
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	6 de junho, 2027	Eleições intercalares
Perú	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 y regionais

Fonte: compilação do Itaú, com base em fontes oficiais.

Global | Dados e projeções

	2023	2024	2025	2026P		2027P	
				Atual	Anterior	Atual	Anterior
Economia mundial							
Crescimento do PIB Mundial - %	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4
EUA - %	2,9	2,2	2,2	2,6	2,6	2,2	2,2
Zona do Euro - %	0,5	0,9	1,5	0,9	0,9	1,2	1,2
China - %	5,4	5,0	5,0	4,7	4,7	4,5	4,5
Inflação							
Núcleo do CPI - %, final de período	3,9	3,2	2,6	3,2	3,2	3,3	3,5
Taxas de juros e moedas							
Fed funds - %, final de período	5,38	4,52	3,63	3,63	3,63	3,13	3,13
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	3,88	4,58	4,18	4,25	4,25	4,00	4,00
USD/EUR - final de período	1,10	1,04	1,17	1,18	1,16	1,18	1,16
CNY/USD - final de período	7,13	7,30	6,99	6,90	6,90	6,90	6,90
Índice DXY* - final de período	101,3	108,5	98,3	98,2	99,4	97,8	99,0

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
PIB (%)	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4

Brasil

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,3	1,9	1,9	1,7	1,7
BRL / USD (dez)	5,47	5,15	5,40	5,35	5,60
Taxa de Juros (dez,%)	15,00	13,25	13,00	12,25	12,00
IPCA (%)	4,3	5,2	4,5	4,3	4,1

Argentina

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	4,4	3,5	3,5	3,0	3,0
ARS / USD (dez)	1459	1700	1700	2100	2000
Taxa de referência (dez,%)	27,0	26,0	30,0	25,0	25,0
IPC (%)	31,5	30,0	27,5	25,0	21,0

Colômbia

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,6	2,1	2,3	2,3	2,3
COP / USD (dez)	3757	3600	3700	3600	3700
Taxa de Juros (dez,%)	9,25	12,50	12,00	11,00	10,75
IPC (%)	5,1	7,0	6,7	5,7	5,7

Paraguai

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	6,6	4,0	4,0	4,0	4,0
PYG / USD (dez)	6598	6450	6650	6500	6650
Taxa de Juros (dez,%)	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50
IPC (%)	3,1	3,5	3,5	3,5	3,5

Fonte: Itaú

América Latina e Caribe

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

México

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	0,6	1,1	1,5	1,8	2,0
MXN / USD (dez)	18,0	18,4	18,8	18,9	19,3
Taxa de Juros (dez,%)	7,00	6,50	6,50	6,50	6,50
IPC (%)	3,7	4,1	4,1	3,8	3,8

Chile

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,5	2,1	2,1	2,8	2,8
CLP / USD (dez)	900,6	880,0	880,0	860,0	860,0
Taxa de Juros (dez,%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
IPC (%)	3,5	4,3	4,1	3,0	2,9

Peru

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,4	3,1	3,1	3,0	3,0
PEN / USD (dez)	3,36	3,40	3,40	3,40	3,40
Taxa de Juros (dez,%)	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
IPC (%)	1,5	2,8	2,5	2,2	2,3

Uruguai

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	1,8	1,2	1,2	1,5	1,5
UYU / USD (dez)	39,0	39,5	39,5	40,0	40,0
Taxa de Juros (dez,%)	7,50	5,75	5,75	6,50	6,50
IPC (%)	3,6	4,9	4,5	4,5	4,5

Commodities

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P		2027P	
							Atual	Anterior	Atual	Anterior
Petróleo (Brent) (USD/barril)	50	75	82	77	73	61	85	75	75	75
Minério de ferro (USD/ton)	153	116	110	135	103	104	95	95	75	75
Cobre (USD/ton)	7788	9525	8402	8489	9030	11763	11050	11050	11050	11050
Milho (Usd/bu)	437	592	656	480	444	444	450	450	420	420
Soja (Usd/bu)	1207	1290	1474	1311	984	1077	1100	1100	1000	1000
Trigo (Usd/bu)	604	790	757	619	548	532	600	600	610	610
Açúcar (Usd/lb)	15	19	20	22	20	15	15	15	16	16
Café (Usd/lb)	123	235	166	188	321	360	300	300	250	250

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.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.