

À espera do choque de tarifas

- ▶ **Em um contexto de aumento de tensões geopolíticas, acordos comerciais seguem pendentes de negociações, e o risco ainda parece de tarifas mais elevadas à frente.**
- ▶ **EUA:** atividade resiliente e choque de inflação por vir fazem Fed esperar para cortar juros (continuamos a esperar corte em dezembro), em meio ao cenário de deterioração fiscal.
- ▶ **Europa:** o banco central sinalizou uma barra mais alta para cortes de juros à frente, em linha com nosso cenário de taxa terminal no patamar atual de 2,0% a.a. Devido ao ambiente de menor apetite por ativos americanos, revisamos nossa projeção de euro para 1,12 (de 1,10, anteriormente).
- ▶ **China:** atividade resiliente sustentada por exportações tira a urgência de novos estímulos, por ora. Mantemos nossas projeções de crescimento em 4,5% para 2025 e em 4,0% para 2026.
- ▶ **América Latina:** separando ruídos de fundamentos - revisões para cima em projeções de crescimento.

Incerteza ainda alta à espera do choque de tarifas

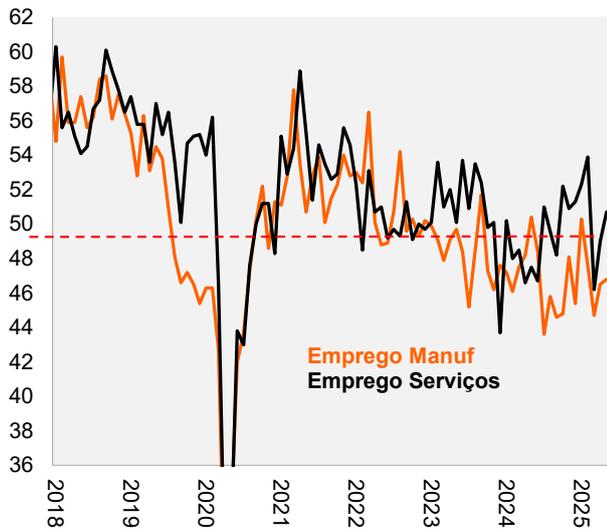
Após a trégua entre os EUA e a China, não foram divulgados novos acordos entre o governo americano e outros países. As tarifas atuais permanecem em 30% sobre todas as exportações chinesas – sendo 20% como punição relacionada ao fentanil e 10% por reciprocidade. Para os demais países, a tarifa padrão é de 10%, com exceções e tratamentos diferenciados para setores específicos. Um exemplo é o caso do alumínio e do aço, cujas tarifas foram duplicadas para 50% no final de maio. No agregado, a tarifa efetiva média dos EUA está em 14,6%, representando um aumento de 12 pontos percentuais.

Com os prazos para a conclusão de negociações se aproximando, novos aumentos parecem mais prováveis que reduções frente aos patamares atuais. As próximas datas relevantes são 9 de julho e 12 de agosto, quando acaba o prazo para as tréguas de tarifas recíprocas para o resto do mundo e para China, respectivamente. Em nossa visão, é improvável que o governo americano flexibilize as tarifas relacionadas a fentanil sobre a China, apesar do maior diálogo recente. Além disso, ainda há risco de tarifas setoriais sobre cobre, farmacêuticos e semicondutores. As investigações sobre esses setores seguem em curso, mas ainda não foram concluídas.

Nos EUA, a atividade segue resiliente e a inflação moderada, mas o choque inflacionário ainda está por vir. Como os dados do PIB têm sido bastante distorcidos pela antecipação de importações em reação às tarifas, o indicador não tem sido a melhor métrica para entender o ritmo da economia (o crescimento do PIB no 1º trimestre foi de -0,3% e estimamos que será de 3,5% no 2º trimestre). O mercado de trabalho tem sido um melhor guia e os dados mais recentes do Payroll mostram criação de emprego ainda resiliente, com a média móvel de 3 meses em 135 mil e o desemprego estável em 4,2%. O ritmo da inflação nos últimos meses permaneceu moderado, apesar do nível ainda alto. Continuamos a esperar que o choque inflacionário das tarifas seja relevante, puxando o núcleo do CPI para 3,8% e o núcleo do PCE para 3,5%.

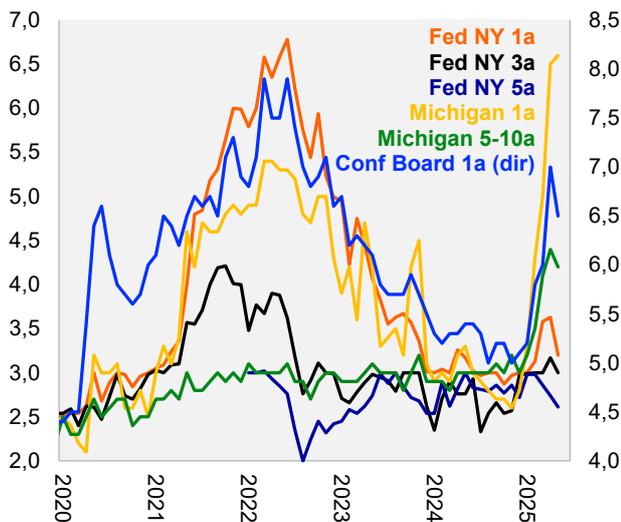
Os riscos de cauda de uma atividade econômica mais fraca e de uma inflação mais elevada do que o esperado diminuíram na margem, com o pessimismo nas sondagens com consumidores e empresários alcançando um piso e as expectativas de inflação recuando (ver gráficos).

EUA: Sondagens mostrando piso no pessimismo sobre emprego



Fonte: Haver e Itaú

EUA: algum recuo das expectativas de inflação dos consumidores

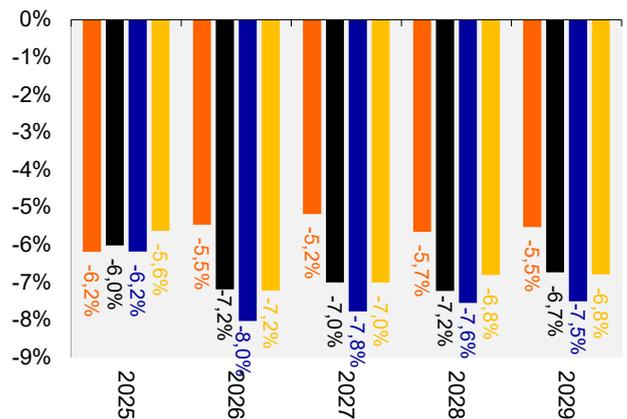


Fonte: Haver e Itaú

Continuamos a esperar que esse cenário leve o Fed a iniciar seu ciclo de corte de juros apenas em dezembro. Atividade resiliente e falta de clareza nas negociações de comércio fazem o Fed esperar para ver os efeitos na economia. O discurso recente dos membros evoluiu de forma cautelosa nesse sentido, com menos apetite para cortes enquanto os impactos não estiverem mais claros.

A aprovação do novo pacote fiscal na Câmara indica um cenário de crescimento dos déficits e dívida acelerando à frente, pressionando os juros longos e a atratividade do dólar. O pacote fiscal aprovado na casa (chamado de *One Big Beautiful Bill* – OBBA) aponta para um déficit fiscal subindo para 6,5-7,0% do PIB nos próximos anos, frente a uma estimativa de 5,5-6,0% para esse ano. Apesar de ainda ser necessária a aprovação conjunta nas duas casas do Congresso para a sanção final do orçamento, esperamos que o Senado não mude de forma significativa esse cenário. A falta de urgência para endereçar a trajetória negativa das contas públicas causou pressão nos juros dos títulos mais longos do Tesouro norte-americano, e esperamos que essa tendência continue à frente. Revisamos nossa projeção da taxa de 10 anos para 4,50% (de 4,25%) nesse ano. Esse cenário acentuou o movimento de enfraquecimento do dólar recentemente, no contexto global de perda de atratividade dos ativos americanos.

EUA: estimativas de déficit nominal (% PIB)

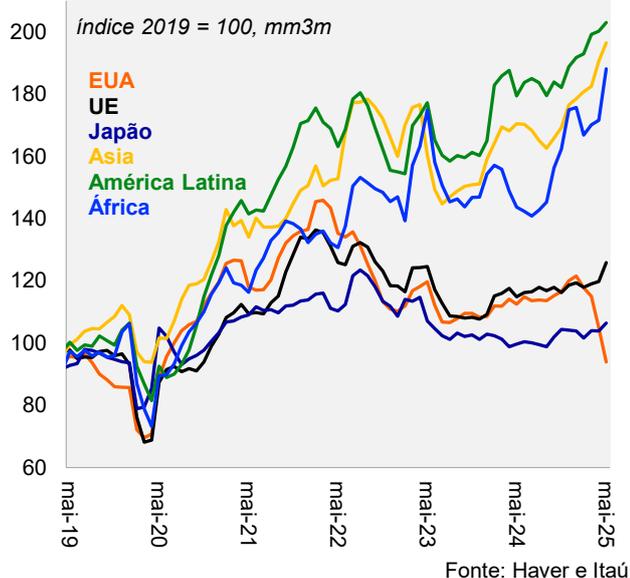


CBO jan 25 (cenário base da lei corrente)
Estimativas da proposta fiscal da Câmara
Proposta da Câmara + possíveis mudanças (Câmara ou Senado)
Câmara + Mudanças + Receita de Tarifas

Fonte: Itaú

Para o cenário de China, mesmo com as tensões globais, as exportações seguem resilientes, reduzindo a necessidade uma nova rodada de estímulos no curto prazo. As exportações continuam em um ritmo positivo à medida que produtos chineses são redirecionados a outros destinos, como países asiáticos, compensando a forte queda de demanda americana (ver gráfico). A trégua entre EUA e China (cujo prazo para um acordo inicialmente expira em agosto) ainda não se refletiu nos dados de balança comercial de maio. Esperamos que as exportações continuem resilientes no curto prazo, refletindo o redirecionamento para demais países e antecipação de compras, em menor parte.

China: exportações redirecionadas para outros destinos



Mantemos nossas projeções de crescimento chinês em 4,5% para 2025 e em 4,0% em 2026. O modelo de crescimento segue sustentado pelas exportações e pelo setor de manufatura. Além disso, a implementação do estímulo fiscal anunciado para o ano vem sendo mais rápida do que no ano passado, o que também sustenta a atividade no curto prazo. Dessa forma, não esperamos estímulos adicionais e avaliamos que uma eventual discussão de novos anúncios fiscais tende a ser adiada para 2026 (ao invés de julho desse ano), considerando os dados mais recentes e o fato de que o choque está sendo menor do que parecia no pior momento das tensões comerciais.

Na Europa, o banco central sinalizou uma barra mais alta para novos cortes de juros, reforçando nosso cenário de taxa terminal no patamar atual de 2,0% a.a.. A reunião de política monetária de junho reforçou que o banco central está próximo do fim do ciclo de juros, uma vez que as projeções mostram a inflação convergindo para a meta de 2% e houve a sinalização de que há mais confiança que a atividade segue sem mostrar, ao menos por ora, uma desaceleração significativa devido ao choque de tarifas. Mantemos nossas projeções de crescimento em 0,8% para 2025 e em 1,5% para 2026, considerando o impacto do estímulo fiscal alemão no próximo ano.

Dado o ambiente global de menor interesse por ativos americanos em meio à incerteza de política econômica no país, revisamos nossa projeção de euro para 1,12 (de 1,10) em 2025 e em 2026. O diferencial de política monetária entre os países favorecerá a um euro mais depreciado. No entanto, a aversão de risco com relação aos ativos americanos deve continuar a ser o fator dominante.

América Latina: Separando ruídos de fundamentos

O cenário global tem sido excepcionalmente incerto nos últimos meses, com mudanças nas previsões de crescimento, inflação e juros nas principais economias avançadas, afetando também nossas perspectivas para a região. No mês passado, após o acordo entre os EUA e a China que reduziu as tensões comerciais, revisamos para cima nossas projeções de crescimento para a maioria das economias da região. Neste mês, aumentamos novamente essas projeções, impulsionadas por diversos fatores: melhorias no cenário internacional (com maior crescimento nos EUA), dados de atividade melhores que o esperado e melhoria nos termos de troca, que já estavam em níveis elevados. Ainda assim, a incerteza em torno da política comercial permanece elevada, e as economias andinas continuam expostas a tarifas específicas sobre o cobre e outros produtos. É importante destacar que nossa revisão da projeção de juros mais altos para títulos de mais longo prazo dos EUA não implica, necessariamente, em condições financeiras mais apertadas para os mercados emergentes e a região, pois esperamos um dólar global um pouco mais fraco do que antes.

Maior crescimento. A economia mexicana está desacelerando, mas poucos setores registraram contrações mensais consecutivas, o que contrasta com desacelerações anteriores. Além disso, alguns indicadores econômicos superaram as expectativas e passamos a prever maior crescimento nos EUA. Como resultado, revisamos a previsão de crescimento do PIB do México para 2025 de -0,5% para 0,2%, mantendo a projeção de 1,0% para 2026, dado o nível ainda elevado de incerteza. Também revisamos para cima as previsões de crescimento deste ano para o Chile (2,6%) e a Colômbia (2,5%), com viés de alta na nossa projeção para o Peru (2,8%). Indicadores quantitativos e qualitativos continuam refletindo um impulso positivo de crescimento, sem efeitos aparentes da crescente incerteza na política global. No Chile e no Peru, a recuperação dos investimentos liderada pelo setor de

mineração parece estar bem encaminhada. No entanto, o mercado de trabalho ainda frouxo e a fraqueza persistente no crédito comercial no Chile são pontos de atenção para avaliar a força da recuperação cíclica. Continuamos enxergando a Argentina como a economia com o crescimento mais rápido da região (5,2%), refletindo um carrego estatístico importante do ano anterior, aumento dos salários reais e melhoria nos fundamentos econômicos.

Ajustes pontuais nas previsões de inflação. No Chile, revisamos a previsão de inflação para o fim do ano de 4,0% para 3,8%, refletindo inflação acumulada mais baixa, dinâmica cambial e preços internacionais do petróleo. Na Colômbia, apesar de a inflação de maio ter vindo abaixo do esperado, após várias surpresas altistas, elevamos a projeção de inflação para o fim do ano para 5,1%, devido à indexação e à pressão dos aluguéis. No México, apesar da surpresa altista no fim de maio, mantivemos a projeção de inflação em 3,9% para 2025 e em 3,6% para 2026. Na nossa avaliação, a fase de desinflação ocorreu principalmente no componente não-subjacente, e as surpresas recentes refletem aumento da volatilidade, principalmente na inflação de alimentos. A inflação de bens ainda mostra pressão marginal de alta no núcleo, devido à base de comparação baixa, enquanto a inflação de serviços permanece persistente, dado o mercado de trabalho apertado.

Retomada antecipada do ciclo de afrouxamento monetário no Chile. Apesar da revisão positiva no crescimento do Chile, a queda mais rápida que o esperado do núcleo de inflação, aliada a riscos de deterioração externa mais acentuada e expectativas de inflação bem ancoradas, abriram espaço para uma retomada do ciclo de corte de juros. Agora projetamos três cortes de 25 pontos-base ao longo do ano, começando em julho e encerrando 2025 com taxa de 4,25%. Mantivemos inalteradas as nossas projeções de política monetária nas demais economias da região. No México, esperamos que o Banxico realize um corte de 50 p.b. em junho, e depois adote uma abordagem mais cautelosa, reduzindo o ritmo para cortes de 25 p.b. até atingir 7,50% em setembro. A possível volatilidade cambial no México, resultante da redução do diferencial de juros com os EUA, será chave para calibrar novos ajustes. Na Colômbia, prevemos uma pausa na próxima reunião do BanRep, seguida por cortes de 25 p.b. até atingir 8,50% no final do ano, mesmo com a incerteza elevada da política fiscal interna.

Atenção às contas públicas. Mantivemos nossas projeções fiscais para as principais economias da região neste mês, mas os desenvolvimentos recentes merecem atenção, especialmente após os desvios com relação às metas fiscais do ano passado. No Chile, a meta de déficit estrutural oficial original para este ano (1,1% do PIB) deve ser revisada para cima (1,6%). No Peru, a meta de déficit fiscal nominal (2,2% do PIB) também deve ser aumentada para 2,8%. Essas revisões ocorrem mesmo com melhora nas receitas reais e com as eleições se aproximando. Mais recentemente, a decisão de acionar a cláusula de escape da regra fiscal na Colômbia, sem um choque severo justificando, sugere que o déficit nominal deve se aproximar de nossa projeção de 7,0%, bem acima da meta oficial de 5,1%. O enfraquecimento dos marcos institucionais fiscais, refletido em metas não cumpridas e revisões frequentes, além do aumento da dívida pública, representa risco à estabilidade macroeconômica que foi conquistada ao longo das últimas décadas.

Mercados de olho nas eleições. O calendário eleitoral agitado continuará a movimentar a região. Na Argentina, as eleições legislativas nacionais estão marcadas para 26 de outubro. No Chile, eleições presidenciais e legislativas ocorrerão em 16 de novembro, com possível segundo turno presidencial em 21 de dezembro. No Peru, eleições gerais estão previstas para 12 de abril de 2026, com possível segundo turno em 7 de junho; diferentemente das eleições anteriores, os eleitores também escolherão 60 novos senadores, com a volta do Senado ao sistema político do país. Na Colômbia, haverá eleições legislativas em 8 de março de 2026 e presidenciais em 31 de maio, com eventual segundo turno em 21 de junho. No Brasil, as eleições gerais estão previstas para 4 de outubro de 2026, com segundo turno em 25 de outubro.

Principais datas eleitorais		
Argentina	7 de setembro, 2025	Eleição legislativa em Buenos Aires
	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	29 de junho, 2025	Eleições primárias da coalizão do governo
	16 de novembro, 2025	Eleições para presidente e congresso
	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
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

Fonte: compilação do Itaú, com base em fontes oficiais

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	2,9	2,8	2,8	2,8	
EUA - %	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	1,7	1,2	1,5	1,5	
Zona do Euro - %	-6,2	6,3	3,6	0,4	0,8	0,8	0,8	1,5	1,5	
China - %	2,3	8,4	3,1	5,4	5,0	4,5	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	4,0	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	4,25	4,25	4,25	
USD/EUR - final de período	1,22	1,13	1,07	1,10	1,04	1,12	1,10	1,12	1,10	
CNY/USD - final de período	6,54	6,37	6,92	7,13	7,30	7,20	7,20	7,20	7,20	
Índice DXY* - final de período	89,9	95,7	103,5	101,3	108,5	99,8	101,9	99,4	101,6	

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	2,9	2,8	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	5,65	5,75	5,65	5,8
Taxa de Juros (dez,%)	12,25	14,75	14,75	12,75	12,75
IPCA (%)	4,8	5,3	5,5	4,4	4,4

Argentina

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	-1,7	5,2	5,2	4,0	4,0
ARS / USD (dez)	1032,5	1300	1300	1515	1515
Taxa de referência (dez,%)	32,0	29,0	29,0	20,0	20,0
IPC (%)	117,8	27,5	30,0	20,0	20,0

Colômbia

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	1,7	2,5	2,2	2,5	2,6
COP / USD (dez)	4409	4300	4400	4200	4300
Taxa de Juros (dez,%)	9,50	8,50	8,50	7,75	7,75
IPC (%)	5,2	5,1	4,8	3,6	3,5

Fonte: Itaú.

América Latina e Caribe

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

México

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	1,4	0,2	-0,5	1,0	1,0
MXN / USD (dez)	20,8	20,0	21,0	20,5	21,3
Taxa de Juros (dez,%)	10,00	7,50	7,50	7,00	7,00
IPC (%)	4,2	3,9	3,9	3,6	3,6

Chile

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,6	2,6	2,2	2,0	2,0
CLP / USD (dez)	996	940	970	910	940,0
Taxa de Juros (dez,%)	5,00	4,25	4,50	4,00	4,00
IPC (%)	4,5	3,8	4,0	3,0	3,0

Peru

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,3	2,8	2,8	2,7	2,7
PEN / USD (dez)	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
Taxa de Juros (dez,%)	5,00	4,25	4,25	4,00	4,00
IPC (%)	2,0	2,3	2,3	2,0	2,0

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	9050	9500	9350
Milho (Usd/bu)	437	592	656	480	444	430	450	400	410
Soja (Usd/bu)	1207	1290	1474	1311	984	1000	980	970	950
Trigo (Usd/bu)	604	790	757	619	548	600	600	630	630
Açúcar (Usd/lb)	15	19	20	22	20	18	18	18	18
Café (Usd/lb)	123	235	166	188	321	340	360	280	280

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>



Acesse nossos conteúdos
no seu celular

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 e 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/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.