

30 de março de 2026

Em estado de guerra

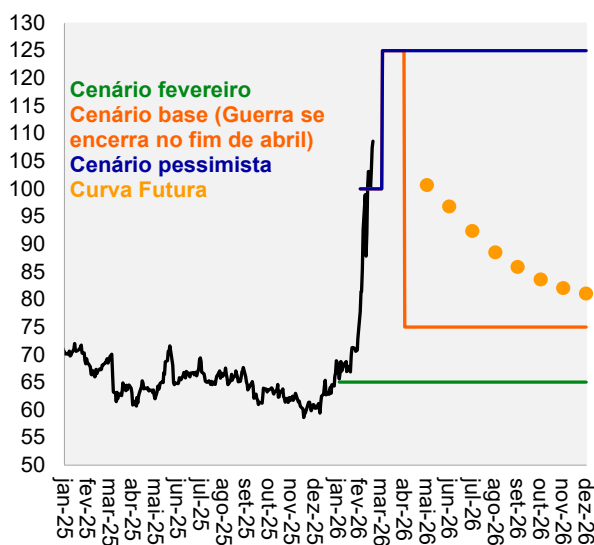
- ▶ **Geopolítico:** projetamos preços do petróleo em US\$ 125/barril em abril e uma queda para US\$ 75/barril, considerando uma resolução do conflito entre EUA, Israel e Irã. Mas o caminho até lá pode ser ruidoso.
- ▶ **EUA:** risco inflacionário com atividade resiliente indica maior cautela do Fed à frente; passamos a não esperar mais cortes de juros neste ano.
- ▶ **Europa:** menor crescimento do PIB diante do choque de energia (0,9% vs. 1,2%, anteriormente). Taxa de juros em 2,0% é condicional à duração do conflito.
- ▶ **China:** reduzimos nossa projeção de PIB para 4,7% diante de uma meta de crescimento mais conservadora entre “4,5 – 5,0%”.
- ▶ **América Latina:** trajetórias divergentes em meio à reintensificação da inflação e postura mais cautelosa de política monetária.

Petróleo acentua riscos inflacionários, apesar de efeito negativo na atividade

O conflito entre EUA, Israel e Irã pode ser um choque de oferta relevante para a economia global, caso se prolongue, com efeito negativo sobre atividade e altista sobre a inflação. Atualizamos nosso cenário de petróleo considerando uma resolução no fim de abril e normalização em maio, mas o caminho até lá pode ser ruidoso.

O noticiário sobre o conflito segue volátil e o prazo para normalização da região, incerto. A principal consequência é o aumento relevante dos preços globais de energia, diante do fechamento do estreito de Ormuz, por onde passam cerca de 20% da produção global de petróleo e derivados. Dessa forma, ajustamos nosso cenário de preço do petróleo considerando um preço médio de US\$ 125/barril em abril (frente aos US\$ 100/barril atuais) e depois uma queda para US\$ 75/barril, um patamar mais alto que o nosso cenário anterior (US\$ 65/barril) diante de um prêmio geopolítico maior, associado à possibilidade recorrente de fechamento do estreito.

Petróleo: cenários para a guerra

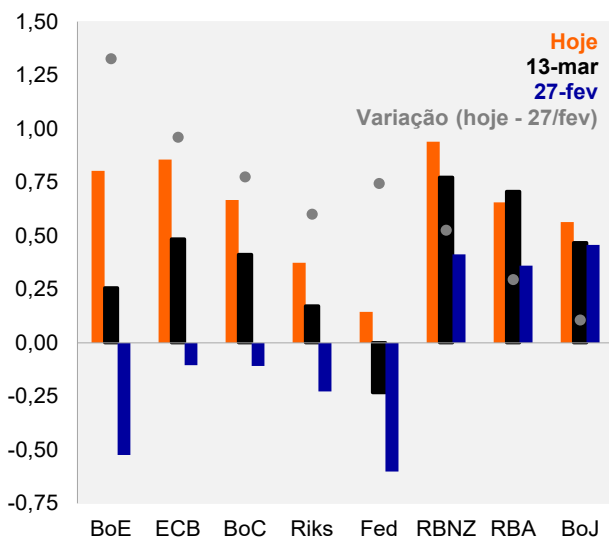


Fonte: Itaú

Diante da alta significativa do petróleo, houve uma reprecificação das curvas de juros em vários países desenvolvidos, passando a incorporar altas por parte dos respectivos bancos centrais, à exceção do Fed. A primeira reação dos bancos centrais foi, em termos gerais, de alerta para o aumento dos riscos inflacionários. Nenhum banco central cortou juros, diferentemente do que se esperava imediatamente antes do conflito no Oriente Médio. Fed (EUA), BoC (Canadá), Riksbank

(Suécia), ECB (Europa) e BoE (Reino Unido) mantiveram as taxas inalteradas e transmitiram uma mensagem de elevada cautela com novos cortes, enquanto BoJ (Japão) e RBA (Austrália) indicaram maior probabilidade de novas altas. Todos os bancos centrais deram ênfase ao risco de as expectativas de inflação subirem e à possível desancoragem se o petróleo continuar em patamar elevado por mais tempo. Os bancos centrais parecem estar reagindo à experiência recente, não muito feliz, de contar com um impacto modesto e transitório de choques de preço, na esteira da pandemia.

Precificação dos juros do fim de 2026: hoje vs 27-Fev



Fonte: BBG, Itaú

Nos EUA, concordamos que a ênfase deveria ser maior no risco inflacionário. Consideramos que a economia americana está, de certa forma, blindada do conflito por alguns motivos: (i) menor dependência e

intensidade do petróleo na cadeia de produção, dado que o país passou a ser exportador líquido de petróleo e que o aumento no preço internacional incentiva a produção local; (ii) expansão fiscal significativa programada para esse ano, com impulso adicional vindo da queda da tarifa efetiva total de importação (após a derrubada judicial das tarifas implementadas pelo IEEPA) e possibilidade de novos estímulos por conta da guerra (especula-se a possibilidade de um pacote de USD 200 bi, que precisa ser aprovado no Congresso); (iii) condições financeiras que não apertaram apesar da incerteza geopolítica; (iv) ponto de partida robusto, com investimento em IA e crescimento da produtividade contribuindo para atividade forte no ano. Em relação à inflação, consolida-se nossa visão anterior ao choque de quadro desfavorável e inflação persistentemente acima da meta. Veja na tabela as sensibilidades que consideramos para o choque do petróleo na economia, utilizando diferentes estimativas do Fed.

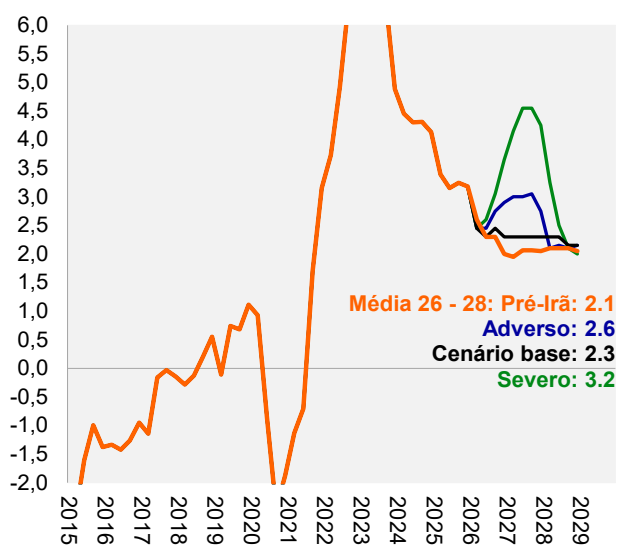
Com isso, passamos a não esperar mais cortes de juros do Fed neste ano (ante dois cortes anteriormente). Apesar do viés dovish do Fed (que deve continuar com Kevin Warsh como novo presidente no 2º semestre), evidenciado por uma postura de política monetária mais leniente do que o previsto na regra de Taylor, avaliamos que o cenário econômico não deve indicar espaço para cortes neste ano. Além disso, vemos o risco de um cenário de alta de juros a depender de o preço do petróleo ficar permanentemente em nível mais elevado e de possível contágio para expectativas. O núcleo de inflação em torno de 3,5% com estabilidade da taxa de desemprego seria uma combinação que traria de volta a discussão de alta de juros no FOMC.

Artigos	Sensibilidade				Petróleo \$90 2026				Petróleo \$125 2026			
	Choque de petróleo	PIB	Inflação	Núcleo	Choque de petróleo	PIB	Inflação	Núcleo	Choque de petróleo	PIB	Inflação	Núcleo
Fed 2018	\$10	-0,03	0,35	0,00	30	-0,09	1,05	0,00	65	-0,20	2,28	0,00
Fed 2024	10%	-0,06	0,15	0,06	50%	-0,30	0,75	0,30	108%	-0,65	1,63	0,65
Dallas Fed	10%		0,20	0,08	50%	-	1,00	0,40	108%	-	2,17	0,87
Média do Fed		-0,05	0,23	0,05		-0,20	0,93	0,23		-0,42	2,02	0,51

Fonte: Itaú

No caso da Europa, mantemos nosso cenário de juros parados em 2,0%, condicional a um término rápido do conflito. O comunicado e as projeções do banco central europeu, assim como as falas dos seus membros, reforçaram uma posição cautelosa e vigilante sobre o possível impacto de preços de energia no cenário de inflação. O banco central apresentou três cenários para preços de energia: base, com alta de petróleo e gás até US\$ 90/barril e EUR 50/MWh e voltando para US\$ 60/barril e EUR 30/MWh, respectivamente; alternativo, com uma alta mais expressiva até US\$ 120/barril e EUR 90/MWh, mas ainda voltando para os mesmos níveis finais que o cenário base; e, por fim, um cenário severo, com o petróleo subindo até US\$ 120/barril e permanecendo perto de US\$ 100/barril nos próximos anos e, para o gás, alta até EUR 105/MWh e voltando para EUR 40/MWh à frente. Estimamos várias regras de Taylor, ou seja, de resposta de política monetária para esses cenários. As estimativas mostram que, caso o cenário base se concretize, juros em 2% ainda seriam indicados diante de um choque transitório. No entanto, ao menos duas a quatro altas seriam indicadas nos cenários adverso e severo, respectivamente. Dessa forma, a extensão do conflito e sua implicação para o preço de energia irão determinar o patamar de juros necessário. Com relação ao crescimento, revisamos nossa projeção de PIB de 1,2% para 0,9% (vs. 1,2% anteriormente), dada a dependência relevante da região para importação de energia. Para o euro, projetamos uma taxa de câmbio mais depreciada (1,15 vs. 1,18/dólar, anteriormente), considerando que o conflito aumenta a aversão ao risco e fortalece o dólar globalmente.

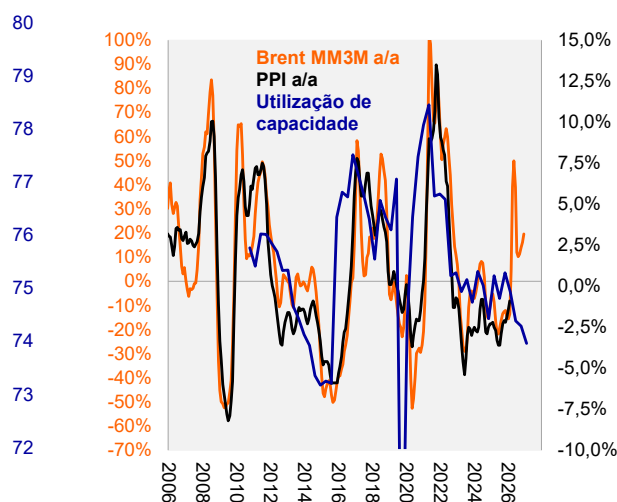
Regras de Taylor do ECB



Fonte: Itaú

Para China, revisamos nossa projeção de PIB para 4,7% (vs. 5,0%, anteriormente), diante do anúncio de meta de crescimento “entre 4,5–5,0%”. Por ora, não vemos necessidade de estímulos adicionais para alcançar esse crescimento, mas uma possível desaceleração na atividade global exigiria maior suporte para a demanda doméstica. O crescimento segue sustentado por exportações, mas o cenário geopolítico traz um risco de desaceleração mais forte do crescimento global caso o conflito se prolongue. Além disso, notamos que preços de commodities mais elevados podem encerrar a deflação de bens e do índice de preços ao produtor (PPI) que já dura mais de dois anos. Isso pode ocorrer mesmo que o excesso de capacidade de produção industrial, o principal motivo por trás da deflação, não esteja diretamente endereçado pelo governo chinês.

China: PPI, commodities e utilização de capacidade



Fonte: Haver, Itaú

América Latina: trajetórias divergentes em meio à reintensificação da inflação e postura mais cautelosa de política monetária

Crescimento: um caminho longo e sinuoso.

A dinâmica de crescimento na região tornou-se cada vez mais heterogênea, moldada por fundamentos domésticos e choques externos. Na **Colômbia**, a economia segue perdendo fôlego, com dados do início de 2026 confirmando atividade fraca na margem e um carregamento estatístico negativo. Condições monetárias restritivas, investimento contido e contas externas mais frágeis devem limitar o crescimento, com o PIB projetado em 2,3% tanto em 2026 quanto em 2027. A ampliação do déficit em conta corrente e a

menor cobertura via IED reforçam a crescente vulnerabilidade externa.

O **Peru**, por sua vez, entrou em 2026 com forte dinamismo. A atividade avançou de forma sólida no início do ano, apoiada por demanda doméstica resiliente, crescimento robusto dos salários reais e criação consistente de empregos formais. Indicadores antecedentes seguem construtivos, embora alguns ventos contrários — como interrupções temporárias no fornecimento de gás, preços mais elevados do petróleo e riscos ainda associados ao El Niño — devam moderar o ritmo de crescimento. Ainda assim, o PIB deve crescer próximo ao potencial, ligeiramente acima de 3% em 2026–27.

No **México**, o crescimento permanece modesto e irregular. A atividade perdeu força no início do ano, mas deve ganhar tração no segundo semestre de 2026, condicionada à redução da incerteza comercial e ao aumento do investimento público. Parcerias público-privadas focadas em infraestrutura devem oferecer algum suporte, sem deteriorar de forma relevante as contas fiscais.

O **Chile** enfrenta desafios de curto prazo, apesar da melhora dos fundamentos. O impulso de crescimento arrefeceu no início de 2026, e os preços mais elevados de energia devem pesar sobre a atividade neste ano, levando-nos a revisar a projeção de crescimento do PIB para 2,1% (de 2,6%). Ainda assim, investimento mais forte, efeitos de base menos exigentes e a expectativa de normalização dos preços do petróleo sustentam uma recuperação em 2027.

Na **Argentina**, o PIB avançou na margem no 4T25 e cresceu 4,4% em 2025, mas indicadores antecedentes apontam para um início mais fraco em 2026. A inflação corroeu os salários reais, a confiança do consumidor se deteriorou e as condições do mercado de trabalho pioraram. Importações e receitas tributárias reais recuaram, refletindo demanda doméstica enfraquecida. Ainda assim, esperamos crescimento do PIB de 3,5% em 2026, apoiado por investimento e efeitos favoráveis de base, embora a recuperação do consumo deva ser gradual. No setor externo, preços mais elevados do petróleo melhoram os termos de troca da Argentina, beneficiando o balanço energético e sustentando fluxos cambiais, em conjunto com uma safra robusta de soja.

Inflação: a pressão aumenta

As pressões inflacionárias voltaram a se intensificar na região, em grande parte impulsionadas por choques de energia e fatores domésticos persistentes. A **Colômbia** enfrenta o cenário inflacionário mais desafiador. A inflação cheia voltou a superar 5%, enquanto a inflação subjacente ultrapassa 6%, refletindo inflação elevada em serviços e pressões de indexação. As expectativas coletadas em pesquisas seguem em alta e permanecem bem acima da meta, reforçando preocupações com a persistência inflacionária em um contexto de preços elevados do petróleo e riscos associados aos salários.

No **Peru**, a inflação permanece relativamente comportada, mas apresentou alta na margem. A inflação cheia e a subjacente subiram levemente no início de 2026, com fortalecimento das pressões sequenciais. À frente, preços mais altos do petróleo, interrupções no fornecimento de gás e riscos climáticos devem levar a inflação para mais perto do teto do intervalo da meta, motivando revisões altistas nas projeções, ainda que as expectativas permaneçam, em linhas gerais, ancoradas.

No **México**, o cenário inflacionário é cada vez mais moldado por riscos associados a energia e alimentos. Preços mais elevados de petróleo e fertilizantes representam riscos altistas, especialmente para a inflação de alimentos no fim de 2026. Por outro lado, subsídios aos combustíveis, hiato do produto negativo e repasse cambial limitado ajudam a mitigar os efeitos inflacionários no curto prazo.

O **Chile** deve enfrentar o choque inflacionário mais intenso da região. O rápido repasse do aumento dos preços globais do petróleo para os preços domésticos de combustíveis elevou de forma relevante a inflação de curto prazo, com riscos de efeitos de segunda ordem mais amplos. Embora a inflação deva convergir novamente para a meta em 2027, à medida que os preços do petróleo recuem, os riscos de curto prazo seguem claramente inclinados para cima.

Na **Argentina**, o processo de desinflação tem se mostrado mais desafiador do que o esperado, levando-nos a revisar a projeção de inflação ao final de 2026 para 27,5% (de 23,5%). Leituras de inflação no início do ano surpreenderam para cima, apesar de um peso mais forte, enquanto reajustes de combustíveis adicionam pressão adicional. As expectativas de inflação também subiram ao longo de todo o horizonte, reforçando pressões de indexação salarial e a inércia inflacionária doméstica.

Política monetária: esperar ou avançar?

Os bancos centrais da região respondem a dinâmicas divergentes de inflação e crescimento com posturas de política diferenciadas, embora a cautela tenha se tornado o tema dominante. Na **Colômbia**, pressões inflacionárias persistentes e expectativas desancoradas justificam novo aperto monetário. Esperamos altas adicionais, com a taxa básica atingindo 12% antes do início de um ciclo gradual de flexibilização começando em 2027.

O banco central do **Peru** dispõe de maior flexibilidade. Apesar do aumento dos riscos inflacionários, as expectativas seguem próximas da meta, permitindo uma postura dependente de dados e evitando um aperto agressivo. A política monetária deve permanecer restritiva, sem mudanças na taxa, salvo se os riscos altistas se materializarem de forma mais intensa.

No **México**, o Banxico cortou a taxa de juros em 25 pontos-base em março, para 6,75%, e ajustou a comunicação, sinalizando um último corte no ciclo. Embora os efeitos de segunda ordem sobre a inflação

ainda sejam limitados, a maior volatilidade global, os riscos ligados à energia e a dinâmica cambial recomendam cautela. As taxas devem permanecer em patamar restritivo por um período prolongado, com a taxa de câmbio desempenhando papel central nas decisões à frente.

O banco central do **Chile** entrou de forma decisiva em modo de espera. Apesar do forte aumento da inflação de curto prazo, impulsionado pelos preços de energia, o choque ainda é visto como temporário. Com hiato do produto levemente negativo e expectativas de médio prazo ancoradas, a taxa de política deve permanecer estável. Ainda assim, o balanço de riscos se afastou de novos cortes e passou a contemplar a possibilidade de altas, caso as expectativas de inflação se desancorem.

Na **Argentina**, os formuladores de política seguem lidando com o trade-off entre acumulação de reservas e desinflação. Diante da inflação mais elevada, revisamos nossa projeção de taxa de juros para 30,0%, observando que o banco central tem operado com foco em agregados monetários.

Global | Dados e projeções

	2022	2023	2024	2025	2026P		2027P	
					Atual	Anterior	Atual	Anterior
Economia mundial								
Crescimento do PIB Mundial - %	3,5	3,2	3,2	3,3	3,4	3,6	3,4	3,4
EUA - %	2,5	2,9	2,2	2,2	2,6	2,7	2,2	2,2
Zona do Euro - %	3,7	0,5	0,9	1,5	0,9	1,2	1,2	1,2
China - %	3,0	5,4	5,0	5,0	4,7	5,0	4,5	4,5
Inflação								
Núcleo do CPI - %, final de período	5,7	3,9	3,2	2,6	3,2	3,2	3,5	3,5
Taxas de juros e moedas								
Fed funds - %, final de período	4,15	5,38	4,52	3,63	3,63	3,13	3,13	3,13
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	3,88	3,88	4,58	4,18	4,25	3,80	4,00	3,80
USD/EUR - final de período	1,07	1,10	1,04	1,17	1,16	1,18	1,16	1,18
CNY/USD - final de período	6,92	7,13	7,30	6,99	6,90	6,85	6,90	6,85
Índice DXY* - final de período	103,5	101,3	108,5	98,3	99,4	97,4	99,0	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
PIB (%)	3,3	3,4	3,6	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	5,40	5,40	5,60	5,60
Taxa de Juros (dez,%)	15,00	13,00	12,25	12,00	11,25
IPCA (%)	4,3	4,5	3,8	4,1	3,9

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	2000	1950
Taxa de referência (dez,%)	27,0	30,0	28,0	25,0	22,0
IPC (%)	31,5	27,5	23,5	21,0	18,0

Colômbia

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3
COP / USD (dez)	3757	3700	3700	3700	3700
Taxa de Juros (dez,%)	9,25	12,00	12,00	10,75	10,75
IPC (%)	5,1	6,7	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	6650	6650	6650	6650
Taxa de Juros (dez,%)	6,00	5,50	5,25	5,50	5,00
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	1,5	1,5	2,0	2,0
MXN / USD (dez)	17,9	18,8	18,8	19,3	19,3
Taxa de Juros (dez,%)	7,00	6,50	6,50	6,50	6,50
IPC (%)	3,7	4,1	3,7	3,8	3,6

Chile

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,5	2,1	2,6	2,8	2,5
CLP / USD (dez)	900,6	880,0	860,0	860,0	860,0
Taxa de Juros (dez,%)	4,50	4,50	4,25	4,50	4,25
IPC (%)	3,5	4,1	2,8	2,9	3,0

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	4,00	4,25	4,00
IPC (%)	1,5	2,5	2,0	2,3	2,0

Uruguai

	2025	2026		2027	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	1,8	1,2	1,5	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	5,50	6,50	5,50
IPC (%)	3,6	4,5	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	75	65	75	65
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	415	420	400
Soja (Usd/bu)	1207	1290	1474	1311	984	1077	1100	1070	1000	980
Trigo (Usd/bu)	604	790	757	619	548	532	600	570	610	600
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-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/atendimento-itaubba-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.