

Inflação alta e atividade forte adiam corte de juros nos EUA

- ▶ **EUA:** deslocamos nossa expectativa de início do ciclo corte de juros de junho para dezembro desse ano e seguimos esperando três cortes em 2025. Atividade econômica forte e inflação mais persistente devem levar o Fed a esperar mais tempo e coletar mais dados, antes de ter confiança para iniciar o processo de flexibilização monetária.
- ▶ **Europa:** continuamos esperando um primeiro corte de juros em junho em meio à atividade fraca e moderação da inflação. Projetamos queda de juros dos atuais 4,0% a.a. para 2,75% a.a. no fim de 2024 e 2,0% em 2025.
- ▶ **China:** a atividade melhorou no primeiro trimestre, mas as incertezas continuam. Mantemos nossas projeções de crescimento do PIB em 4,7% e 4,5% para 2024 e 2025, respectivamente.
- ▶ **Global:** desenvolvidos ex-EUA estão se dissociando do Fed e sinalizando cortes em breve.
- ▶ **América Latina:** ambiente externo limita cortes de juros.

EUA: corte de juros apenas em dezembro

O crescimento e o emprego devem continuar fortes no 1º semestre. Estimamos crescimento do PIB de 2,5% no 1Q24, ritmo ainda forte, puxado pelo consumo das famílias (2,3% na variação trimestral anualizada, com ajuste sazonal).

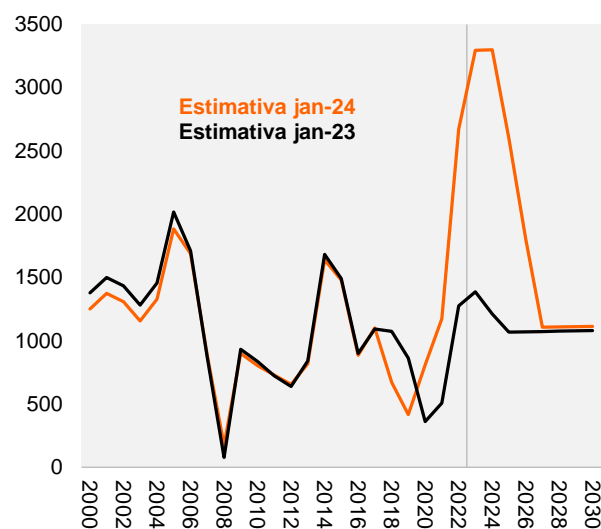
Um dos motivos que explica a resiliência da atividade é o forte aumento da imigração nos últimos anos, que aumenta o PIB potencial via crescimento mais rápido da força de trabalho. A alta da imigração ficou mais evidente após a revisão do cenário populacional do CBO (Congressional Budget Office), que passou a estimar entrada de 3 milhões de novos imigrantes por ano (ver gráfico), a maior parte puxada por estimativas de imigrantes ilegais (~2 milhões), implicando em um choque de oferta de emprego na economia. Estimamos que o crescimento da imigração aumenta o PIB potencial em 0,5 ponto percentual, para em torno de 2,5-3,0%.

O choque de imigração gera ganhos de emprego, que são mais claros nos setores que mais tiveram entrada de imigrantes (ver gráfico).

Por isso, também esperamos que a criação de vagas (Payroll) siga crescendo em ritmo forte, acima de 200 mil/mês, ao longo do semestre. Nossa estimativa de Payroll neutro, o ritmo de emprego consistente com desemprego constante, foi em torno de 250 mil no ano passado e deve ser em

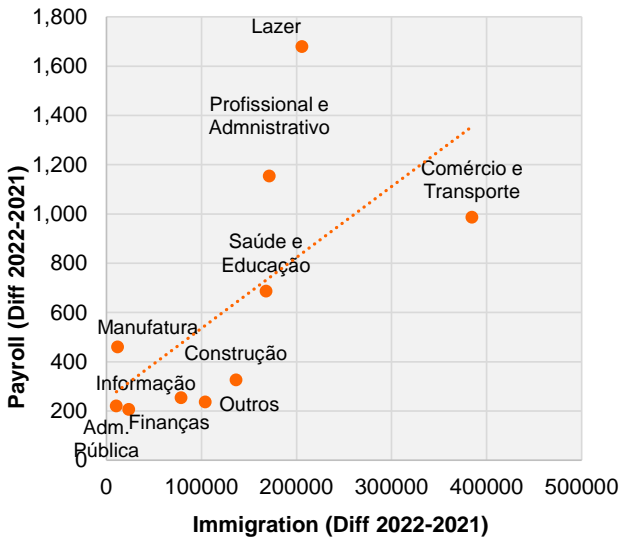
torno de 210 mil esse ano, de modo que a taxa de desemprego ficará relativamente inalterada em 2024.

Estimativas de imigração revisadas para cima



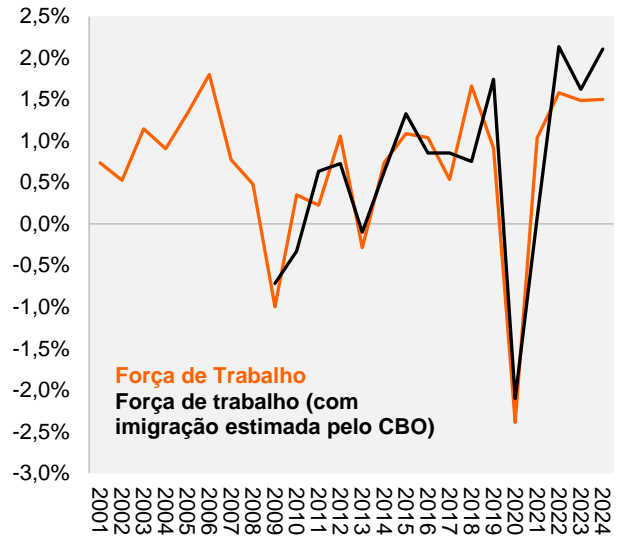
Fonte: CBO, Itaú

Imigração e emprego estão correlacionados



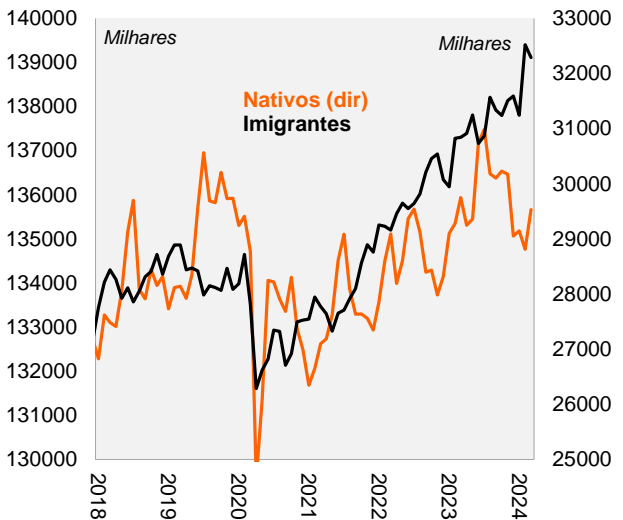
Fonte: Haver, CBO, Itaú

Força de trabalho subindo



Fonte: Haver, Itaú

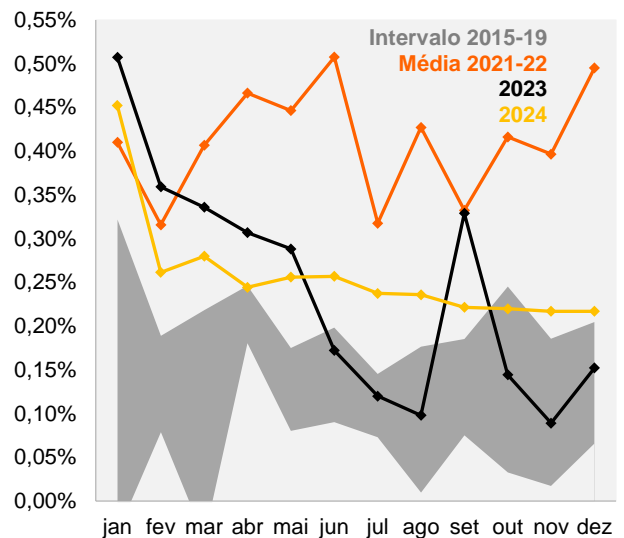
Aumento da força de trabalho de imigrantes



Fonte: Haver, Itaú

A inflação, apesar da evolução favorável das condições de oferta, surpreendeu para cima em março, pelo 3º mês consecutivo. A elevada persistência da inflação em níveis acima do compatível com a meta diminui a confiança das autoridades de que o salto do 1º bimestre foi um obstáculo temporário na trajetória de desinflação almejada pelo Fed. Ainda esperamos uma desaceleração no núcleo do deflator do consumo (Core PCE) nos próximos meses, mas com a atividade resiliente, salários ainda pressionados, em meio as surpresas altistas recentes, consideramos que essa trajetória pode ser ainda mais errática.

Ritmo do núcleo do PCE



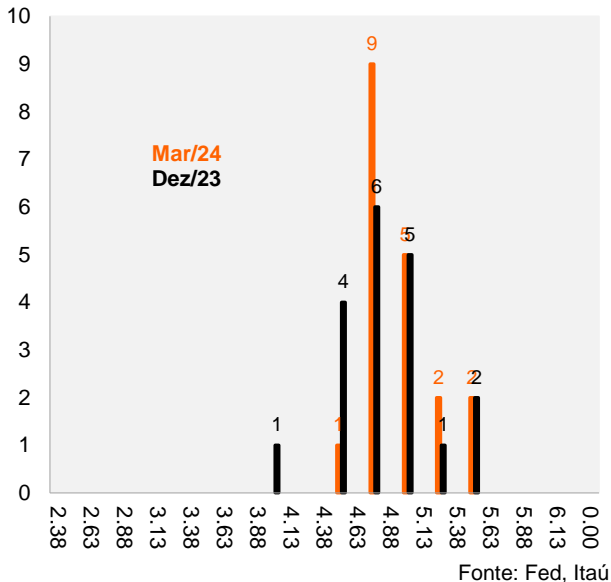
Fonte: Haver, Itaú

Com atividade resiliente e inflação mais persistente, o Fed deve necessitar de mais tempo para voltar a ter confiança no processo de desinflação, o deve adiar o início do ciclo de cortes de juros.

Deslocamos nossa expectativa para o início do ciclo de cortes de juros de junho para dezembro, mantendo 3 cortes no ano que vem. Na reunião de março, os membros do FOMC sinalizaram 3 cortes de juros no ano como a expectativa mediana do comitê, mas com uma distribuição assimétrica na direção de menos cortes. Essa divisão, após nova surpresa na inflação, deve ser suficiente para que a maioria dos membros descarte cortes de juros ainda no primeiro semestre, principalmente em meio a um cenário de crescimento e emprego forte que devem continuar a frente. Esperamos uma taxa terminal de 4,25-4,50%, que seria atingida em setembro do ano que vem.

Com isso, também revisamos nossa estimativa para o juro de 10 anos da Treasury para 4,35% (de 4,0%) esse ano e 4,0% (de 3,75%) ano que vem.

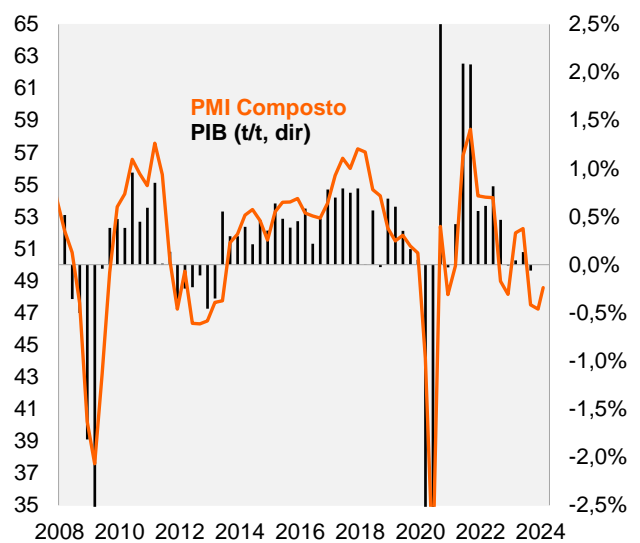
O Fed espera cortar três vezes esse ano, mas com assimetria para menos cortes



Europa: início de corte de juros em junho em meio à atividade fraca e moderação da inflação

Indicadores apontam estabilização da atividade econômica em patamar fraco. As sondagens PMIs melhoraram no primeiro trimestre, puxadas pela parte de serviços enquanto a melhora de manufatura seguiu tímida. O PMI indica PIB estável no início de 2024, ainda um ritmo fraco, mas saindo do terreno negativo. Nossa projeção é de crescimento de 0,5% no ano com ritmo trimestral médio de 0,2%.

PMI consistente com PIB estável no 1T24



Projetamos que a inflação siga em tendência de moderação à frente, permitindo cortes de juros a partir de junho. Em março, o núcleo da inflação recuou para 0,24% m/m com ajuste sazonal, uma queda frente ao patamar de 0,38% em fevereiro. À frente, esperamos que o núcleo de inflação volte a rodar em 0,2% por mês, com a moderação da inflação de serviços – seguindo a atividade fraca – e bens em patamar baixo. Neste ambiente, esperamos o primeiro corte de juros na reunião de junho, levando a taxa para 2,75% no fim de 2024 e para 2,0% em 2025.

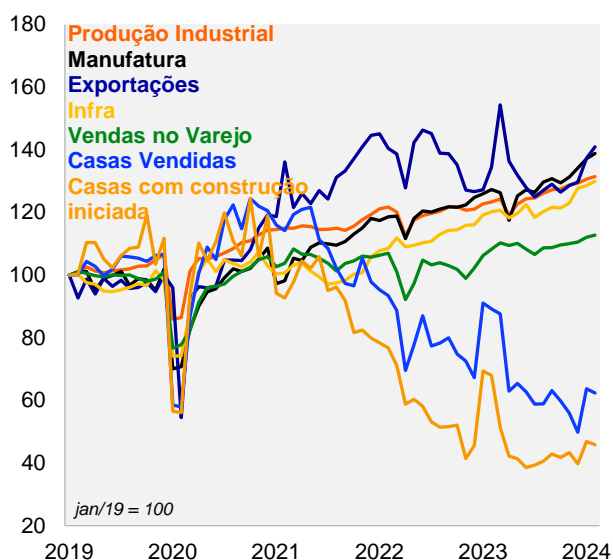
O ciclo de cortes do ECB mais intenso que o do Fed, em um contexto de atividade fraca deve levar a um Euro mais fraco à frente. Esperamos que o Euro alcance 1,05 frente ao dólar em 2024 e 2025, frente 1,08 anteriormente.

China: atividade melhor no primeiro trimestre, mas incertezas continuam

Atividade melhor no primeiro trimestre de 2024...

Dados de janeiro e fevereiro mostraram que o setor de manufatura e de infraestrutura seguem robustos. Nesse período, a produção industrial cresceu 7,0% contra o mesmo ponto no ano anterior (dez/23: 6,8%) e o ritmo de crescimento do investimento em infraestrutura foi de 9%, perto dos 10,7% registrados no fim do ano passado. Além disso, as sondagens PMIs continuam a indicar um forte desempenho da indústria em março, com o índice em 50,8 (fev/24: 49,1). Por outro lado, as vendas do varejo seguem de lado e dados do setor imobiliário muito fracos, com construção e vendas com recuo anual de 25% e 30%, respectivamente.

Indústria e infraestrutura compensando fraqueza do setor imobiliário



Fonte: Haver, Itaú

...mas incertezas continuam. O modelo de crescimento adotado pela China nos últimos anos com o foco de estimular a indústria e a infraestrutura doméstica para compensar a desaceleração do setor imobiliário tem impactos relevantes na economia global, deixando dúvidas de até quando conseguirá ser sustentado. Em primeiro lugar, a China está com excesso de capacidade produtiva em diversos setores (como carros elétricos, baterias e painéis solares), o que gera uma pressão negativa sobre os preços globais de manufaturados. Em segundo lugar, o ambiente geopolítico global mais desafiador deve levar a respostas protecionistas de outros países, limitando as exportações chinesas. Por fim, há um

limite para o bom desempenho da indústria e da infraestrutura doméstica compensar a fraqueza do setor imobiliário. As vendas diárias de casas mostraram alguma melhora em março, mas são necessárias mais evidências de estabilização do setor ([Ver Macrovisão: China: Uma economia em duas velocidades](#)).

Neste cenário, mantemos nossas projeções de crescimento em 4,7% para 2024 e em 4,5% para 2025.

Desenvolvidos-ex EUA se dissociam do Fed e sinalizam cortes em breve; na contramão, BoJ sai dos juros negativos

O mês de março começou a mostrar maiores divergências de política monetária nos bancos centrais de países desenvolvidos, a despeito de uma cautela do Fed em relação início do ciclo de corte de juros.

Por um lado, os bancos centrais da Suíça, Austrália e Reino Unido adotaram posturas mais brandas em suas decisões. Na Suíça, o SNB foi o primeiro Banco Central do grupo dos desenvolvidos a cortar juros, surpreendendo o mercado. Na Austrália, o RBA removeu o viés de alta de sua comunicação. No Reino Unido, o BoE passou uma mensagem branda, com um membro votando a favor de corte na última reunião e o presidente da autoridade monetária sinalizando que cortes são possíveis a frente.

Por outro, no Japão, o BoJ abandonou os juros negativos, deixando a taxa em um intervalo entre 0,0% e 0,1%. Entretanto, sem a perspectiva de mais altas de juros, vemos o iene (JPY) em um patamar mais depreciado em 150 JPY/USD esse ano e 145 JPY/USD ano que vem (antes, em 135 em ambos os anos), o que leva, conjuntamente com o Euro mais depreciado, a uma revisão da nossa projeção de DXY para 105,5 e 105,1, respectivamente.

América Latina: ambiente externo limita cortes de juros

Déjà vu. Desde a nossa última revisão mensal, o principal desenvolvimento foi (novamente) um deslocamento adicional das expectativas de mercado para o início do ciclo de flexibilização nos EUA, desencadeado por uma sequência de dados, mais fortes do que o esperado. Nossa projeção de menos cortes pelo Fed neste ano, um dólar ainda mais forte

e maiores riscos inflacionários decorrentes dos preços do petróleo, num contexto de elevada incerteza geopolítica, contribuem para uma maior cautela nos ciclos de flexibilização na região.

Projeções mais graduais para cortes de juros.

Desde nossa última revisão, bancos centrais por toda a região reduziram juros como havíamos previsto, com o México iniciando o ciclo de flexibilização em um ritmo de 25 pontos-base, levando a taxa de política monetária para 11,00%. Enquanto mais quedas no núcleo de inflação e o começo de ano mais fraco da atividade econômica suportam a continuação do ciclo em maio, mudamos nossa previsão para uma pausa. Nossa projeção para o fim de 2024 agora está em 9,75% (anteriormente em 9,50%) e 7,75% (anteriormente em 7,50%) para o fim de 2025.

No Brasil, o BCB realizou o corte de 50 pontos-base para 10,75%, conforme unanimemente esperado, porém encurtou seu horizonte de prescrição em meio a mais incertezas, sinalizando que prevê um último movimento de 50 pontos-base em sua próxima reunião (removendo o plural de comunicações anteriores) seguido por cortes de 25 pontos-base a partir de junho. Nós revisamos nossa projeção de fim de ano de 2024 para 9,75% (anteriormente 9,25%).

No Chile, o BCCh realizou unanimemente o corte esperado de 75 pontos-base, reduzindo a taxa de política monetária para 6,5%, totalizando cortes no ciclo de 475 pontos-base, com sinalização sugerindo mais cortes, mas removendo a referência explícita de alcançar os 4% neutros durante o segundo semestre de 2024 na prescrição de janeiro, que foi então reafirmada pelo corredor do IPoM. A decisão e as mudanças no corredor estavam essencialmente em linha com nossas projeções, nas quais prevíamos uma redução sequencial no ritmo dos cortes após a decisão de 100 pontos-base em janeiro. Revisamos nossa projeção de juros para o fim de 2024 para 5,25% (de 4,75%).

Na Colômbia, o comitê finalmente acelerou o ritmo para 50 pontos-base, levando a taxa de política monetária para 12,25%, como havíamos antecipado. Embora a decisão dividida tenha membros votando novamente por cortes maiores, esperamos que o BanRep siga cortando 50 pontos-base por reunião no curto prazo – mas revisamos nossa projeção para o fim de 2024 para 8,75% (de 8,25%). No Peru, passamos a esperar 5,75% ao final do ano (de 5,25%).

Não acabou até que realmente termine. Moedas mais fracas e fatores idiossincráticos nos levaram a revisar nossas previsões de inflação em 2024 para cima no Chile (+60 pontos-base para 4,2%) e na Colômbia (+40 p.b. para 5,2%). Também revisamos nossa previsão de inflação para 2024 e 2025 no Brasil para 3,7% e 3,6%, respectivamente (+10 p.b. em cada ano). Mantivemos nossa previsão para o México (4,2%) e nossa projeção acima do consenso no Peru (2,8%).

Na Argentina, até agora, tudo bem. O programa de estabilização continua, resultando em uma melhoria mais rápida do que o esperado em dados nominais e uma consolidação fiscal sem precedentes, contribuindo para a recuperação dos ativos argentinos. A inflação mensal desacelerou, ajudada pela apreciação da moeda, enquanto o saldo fiscal tornou-se positivo nos dois primeiros meses do ano. Agora projetamos um superávit fiscal primário de 0,5% do PIB em 2024 (de 0% do PIB em nosso cenário anterior), pois ainda esperamos que a economia contraia 3% em 2024, com riscos de baixa considerando a enorme consolidação fiscal e a queda nos salários reais. Ainda prevemos que a inflação cairá para 180% até o final de 2024, com riscos de alta, vindo de 211,4% em 2023. Também revisamos nossa taxa de câmbio nominal para ARS 1.500/USD no final de 2024 (de ARS 1.695 em nosso cenário anterior), assumindo uma aceleração mais suave da política de *crawling peg* a partir do 2T24, e reduzimos nossa previsão de taxa juros para 70%, de 80% anteriormente. As perspectivas macro ainda são frágeis, e a confiança ainda elevada da população no governo será testada pelos efeitos do cenário estagflacionário nos próximos meses.

Global | Dados e projeções

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P	
							Atual	Anterior	Atual	Anterior
Economia mundial										
Crescimento do PIB Mundial - %	3,6	2,8	-2,8	6,3	3,5	3,1	3,1	3,1	3,3	3,3
EUA - %	3,0	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,5	2,5	2,5	2,0	2,0
Zona do Euro - %	1,8	1,6	-6,2	5,9	3,4	0,5	0,5	0,5	0,9	0,9
China - %	6,7	6,0	2,3	8,1	3,0	5,2	4,7	4,7	4,5	4,5
Taxas de juros e moedas										
Fed funds - %, final de período	2,27	1,55	0,09	0,08	4,4	5,3	5,1	4,6	4,4	3,9
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	2,83	2,00	0,93	1,47	3,88	3,88	4,35	4,00	4,00	3,75
USD/EUR - final de período	1,15	1,12	1,22	1,13	1,07	1,10	1,05	1,08	1,05	1,08
CNY/USD - final de período	6,9	7,0	6,5	6,4	6,9	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2
Índice DXY* - final de período	96,2	96,4	89,9	95,7	103,5	101,3	105,5	102,2	105,1	101,7

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

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,1	3,1	3,1	3,3	3,3

Brasil

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,9	2,3	2,0	1,8	2,0
BRL / USD (dez)	4,86	5,00	4,90	5,20	5,10
Taxa de Juros (dez,%)	11,75	9,75	9,25	9,75	9,25
IPCA (%)	4,6	3,7	3,6	3,6	3,5

Argentina

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	-1,6	-3,0	-3,0	2,5	2,5
ARS / USD (dez)	809	1500,0	1695	2350,0	2650
Taxa de referência (dez,%)	100,0	70,0	80,0	60,0	60,0
IPC (%)	211,4	180,0	180,0	60,0	60,0

Colômbia

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	0,6	1,0	1,0	2,6	2,9
COP / USD (dez)	3855	4000	3880	4000	3890
Taxa de Juros (dez,%)	13,00	8,75	8,25	6,00	5,25
IPC (%)	9,3	5,2	4,8	3,0	3,0

Fonte: Itaú.

América Latina e Caribe

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,2	2,0	1,8	2,3	2,4

México

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,2	2,8	2,8	1,8	1,8
MXN / USD (dez)	16,97	17,9	18,2	18,9	19,3
Taxa de Juros (dez,%)	11,25	9,75	9,50	7,75	7,50
IPC (%)	4,7	4,2	4,2	3,7	3,7

Chile

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	0,2	2,4	1,7	2,0	2,2
CLP / USD (dez)	879	920	890	850	830
Taxa de Juros (dez,%)	8,25	5,25	4,75	4,50	4,50
IPC (%)	3,9	4,1	3,5	3,1	3,0

Peru

	2023	2024		2025	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	-0,6	2,5	2,5	3,0	3,0
PEN / USD (dez)	3,70	3,75	3,75	3,77	3,77
Taxa de Juros (dez,%)	6,75	5,75	5,25	4,25	4,25
IPC (%)	3,2	2,8	2,8	2,5	2,5

Commodities

	2019	2020	2021	2022	2023	2024		2025	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior
Petróleo (Brent)	64	50	75	82	77	80	80	75	75
Minério de ferro	90	153	116	110	135	110	110	90	90
Cobre	90	153	116	110	8489	8500	8500	8600	8600
Milho	383	437	592	656	480	400	400	380	380
Soja	912	1207	1290	1474	1311	1100	1100	950	950
Trigo	540	604	790	757	669	610	610	600	600
Açúcar	13	15	19	20	22	23	23	20	20
Café	130	123	235	166	188	170	170	150	150

Fonte: BBG, Itaú

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba.com.br/itau-bba-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 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.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.