

## Menor atratividade para ativos americanos, dólar mais fraco

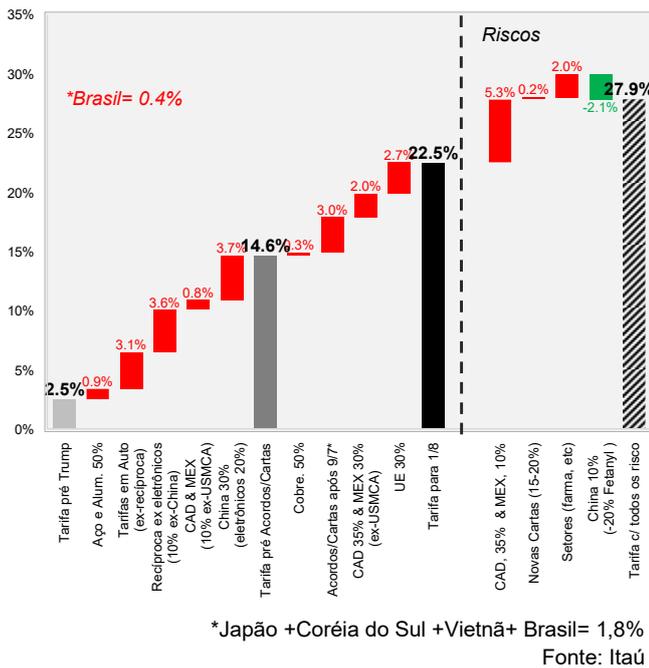
- ▶ **Cenário de dólar fraco tende a continuar.** Tal movimento decorre de fatores estruturais e conjunturais como a piora do cenário fiscal americano, a política errática de tarifas, riscos geopolíticos, ataques a independência do Fed enquanto o crescimento do resto do mundo segue estável. Projetamos agora o EUR em 1,20 (de 1,12) e o CNY em 7,15 (de 7,20). No entanto, o movimento pode não ser sentido igualmente para todos os países.
- ▶ **EUA:** continuamos a esperar apenas um corte de juros do Fed esse ano (em dezembro), com o mercado de trabalho ainda resiliente e incerteza sobre o impacto do choque tarifário na inflação.
- ▶ **Europa:** esperamos crescimento de 0,8% em 2025 e reduzimos para 1,2% (de 1,5%) a projeção do PIB para 2026, com expectativa de implementação mais lenta de gastos alemães em defesa.
- ▶ **China:** mantemos projeções de crescimento do PIB em 4,5% para 2025 e em 4,0% para 2026. Atividade resiliente com exportações ex-EUA e implementação do pacote fiscal já programado reduzem a necessidade de estímulos adicionais.
- ▶ **América Latina:** incerteza tarifária paira sobre a região.

### Incerteza elevada com nova rodada de ameaças de tarifas

O governo Trump adiou de 9 de julho para 1º de agosto o prazo para aumento das tarifas por reciprocidade, ao mesmo tempo que notificou uma série de países sobre a intenção de, ao final desse prazo, aumentar suas tarifas para patamares, em média, próximos aos prometidos em abril, além de tarifas de 50% sobre importações de cobre. A nova rodada de ameaças, mesmo que acabe não sendo implementada, mantém a incerteza bastante elevada e deveria contribuir para a cautela do Fed na avaliação dos impactos e no cenário prospectivo de inflação e atividade (ver mais abaixo). O avanço em fechamento de acordos comerciais segue limitado e à frente será importante monitorar as tarifas para os principais parceiros comerciais dos EUA, como a Europa, Canadá e México, que também sofreram ameaças de tarifas, além da China, cujo prazo para acordo é 12 de agosto. O Brasil foi, até o momento, o país com maior aumento de tarifa na comparação com o anúncio de abril, o que tende a aumentar a percepção de risco dos ativos do país.

À frente, os riscos continuam na direção de maiores tarifas, tanto pela dificuldade de acordos comerciais profundos quanto pela possibilidade de tarifas setoriais mais altas, que tendem a ser discutidas no fim do ano. Estimamos que o patamar vigente das tarifas aumentaria de 14,6% para 22,5% (ver gráfico), caso as tarifas subam conforme notificado aos países até o momento e que poderia alcançar 27,9% caso se concretizem os riscos de tarifas setoriais e de aumento de tarifas recíprocas para o resto do mundo. **Considerando a razão entre receitas tarifárias e importações, estima-se uma tarifa implícita nos EUA de 10%, no momento.**

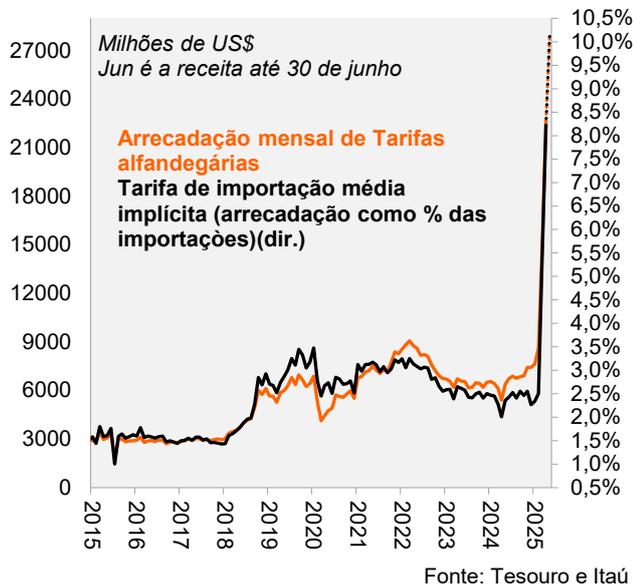
**Tarifas: efetiva & riscos**



foi de -0,5% e estimamos que será de 3,1% no 2º trimestre). O mercado de trabalho, que se mostra um melhor indicador, continua resiliente com criação média de 150 mil empregos na média dos últimos 3 meses, enquanto o desemprego segue baixo, em 4,1%. O impacto das tarifas na inflação tem demorado mais do que o esperado para ocorrer, sem efeito muito aparente no CPI de maio e com pouca aceleração esperada para junho. Ainda assim, 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%.

**Continuamos a esperar que esse cenário leve o Fed a cortar juros apenas em dezembro.** A reunião do FOMC de junho mostrou uma grande divisão nas projeções de cortes de juros entre os membros, com 8 de 19 membros esperando 2 cortes esse ano, mas 7 membros esperando zero cortes. Essa divisão indica que atividade resiliente e inflação começando a mostrar algum efeito das tarifas devem resultar em adiamento dos cortes. Apesar do presidente Powell ter deixado em aberto a possibilidade de começar a cortar em setembro, vemos esse cenário ganhando probabilidade apenas se o efeito inflacionário for bem menor que o esperado e/ou o mercado de trabalho enfraqueça de forma mais rápida nos próximos meses.

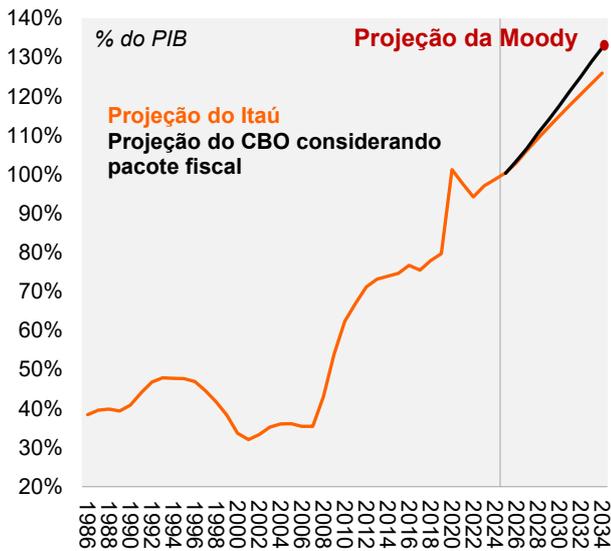
**Tarifas alfandegárias implícitas já em 10%**



**A aprovação final do pacote fiscal confirma o cenário de aumento de déficit e dívida acelerando à frente, pressionando os juros longos e a atratividade do dólar.** O Congresso aprovou o pacote final que aponta um déficit fiscal nominal subindo para 6,5-7,0% do PIB nos próximos anos, frente a uma estimativa de 5,5-6,0% para esse ano – patamar inédito em períodos de paz. A falta de urgência para endereçar a trajetória negativa do fiscal deve continuar pressionando os juros longos da Treasury e é um dos principais fundamentos para nossa projeção da Treasury de 10 anos em 4,5% esse ano (frente a em torno de 4,35% nos preços atuais). Esse cenário acentuou o movimento de enfraquecimento do dólar recentemente no contexto global de menor atratividade dos ativos americanos.

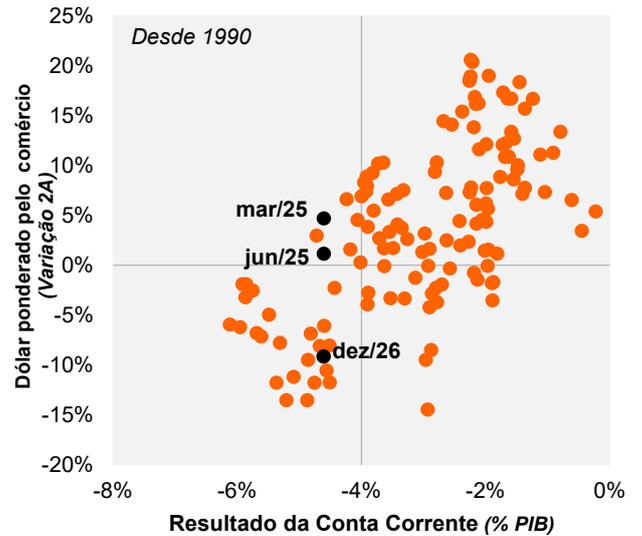
**A despeito da incerteza, a economia americana segue com mercado de trabalho resiliente e inflação moderada. No entanto, esperamos que o choque inflacionário das tarifas apareça à frente.** Continuamos a ressaltar que os dados do PIB não têm sido a melhor métrica para entender o ritmo da economia, por conta das distorções ocasionadas pela antecipação de importações, antes do aumento das tarifas, e o *payback* em seguida (PIB no 1º trimestre

**Dívida pública americana com alta relevante**



Fonte: Itaú

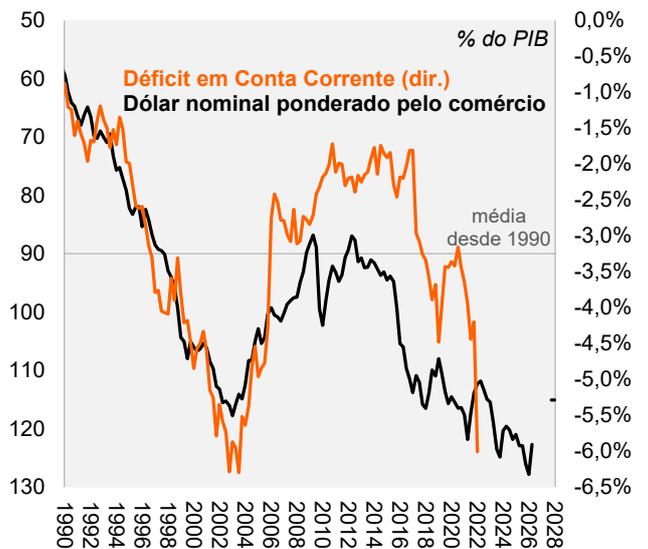
**Com déficit conta corrente > 4% PIB, dólar costuma depreciar**



Fonte: Haver, Itaú

**Cenário de dólar fraco tende a continuar à frente.** O dólar continua em tendência de queda puxado por determinantes estruturais e conjunturais como o cenário fiscal negativo citado acima, o alto déficit em conta corrente, política errática de tarifas, riscos geopolíticos, ataques a independência do Fed e crescimento estável no resto do mundo. Os gráficos abaixo mostram que o alto déficit em conta corrente, atualmente em 6% no 1T25, é consistente historicamente com desvalorização adicional do dólar de 5 a 10%. O gráfico da direita, que mostra o dólar multilateral defasado, indica que o dólar precisa desvalorizar em torno de 30% para levar o déficit em conta corrente de volta para a média histórica desde 90, de 3,0/3,5% do PIB.

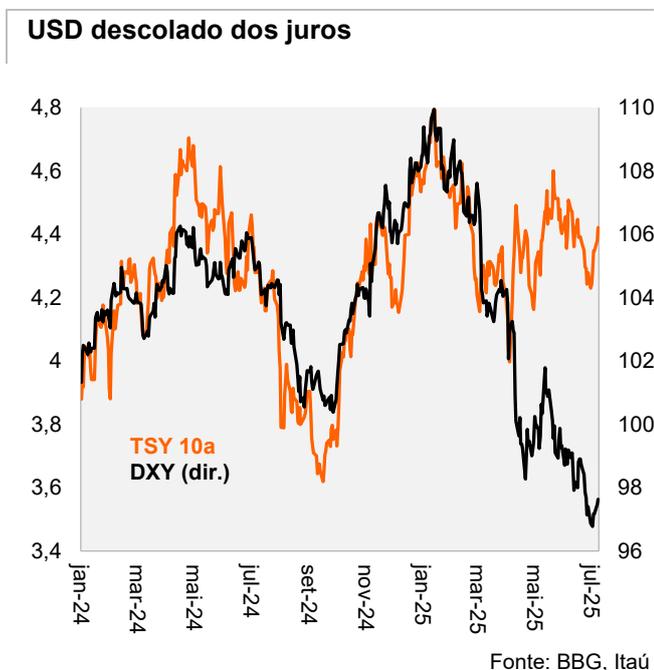
**Para levar déficit em conta corrente à média, seria necessária uma depreciação grande (~30%)**



Fonte: Haver, Itaú

**Esses fatores de questionamento do excepcionalismo americano em meio a ruídos geopolíticos e de política econômica levaram a uma diminuição da sensibilidade e a um descolamento da relação entre a moeda e os juros, algo que tende a continuar a frente.** Diante desse ambiente de maior aversão global a ativos americanos, revisamos nossas projeções de EUR (de 1,12 para 1,20) e CNY (de 7,20 para 7,15).

No entanto, notamos que o movimento pode não ser sentido igualmente entre os países. Em particular, países, por exemplo, que tenham aumentos de tarifas relativamente maiores que o restante do mundo e/ou tenham maiores desafios domésticos podem ter o seu prêmio de risco compensando o efeito global do dólar.



Para Europa, mantemos nossa projeção de crescimento para 2025 em 0,8%, mas, para 2026, revisamos para 1,2% (de 1,5%) diante da expectativa de uma implementação mais lenta do estímulo fiscal alemão. O crescimento da atividade segue sustentado pelos efeitos de juros mais baixos e pela antecipação de exportações. Para o PIB do 2º trimestre, é possível que o crescimento seja marginalmente negativo (-0,3% t/t; 1T 0,6%) diante do *payback* das exportações fortes no começo do ano, mas isso não muda os fundamentos positivos e não deve levar a novos cortes de juros do Banco Central Europeu, mantendo a taxa de juros em 2,0%. Para 2026, o governo alemão começou a discutir a implementação do estímulo fiscal anunciado em março. A sinalização foi uma efetivação rápida, principalmente para infraestrutura (~1,2% PIB por ano), mas com ritmo mais lento da parte de defesa (3,5% até 2029 vs. 3,0% já em 2026, que considerávamos antes). Dessa forma, o estímulo fiscal para o próximo ano ficou menor (1,8% PIB vs. 3,0%), o que nos levou a reduzir nossa projeção de crescimento da zona do euro de 1,5% para 1,2%. No entanto, isso não muda a nossa visão de que o anúncio fiscal alemão foi relevante para a região como um todo.

Para o cenário de China, atividade segue resiliente por expansão de exportações (ex-EUA) e implementação rápida do pacote fiscal, diminuindo (por ora) necessidade de novos estímulos. Mantemos nossas projeções de crescimento em 4,5% para 2025 e 4,0% para 2026. A atividade no primeiro semestre no ano foi sustentada por dois fatores: primeiro, pela implementação rápida do estímulo fiscal anunciado para o ano, o que vem ajudando o investimento em infraestrutura e segundo, pelas exportações, que seguem em ritmo positivo com os produtos chineses redirecionados por países asiáticos. O aumento das tarifas para asiáticos (como o Vietnã) deve diminuir na margem esse redirecionamento. Além disso, os subsídios para compra de eletrônicos, eletrodomésticos e automóveis têm sido uma ajuda temporária para o consumo. Dessa forma, não esperamos novos pacotes de estímulos e avaliamos que uma eventual discussão de novos anúncios fiscais tende a ser adiada para 2026 (ao invés de julho desse ano), considerando o choque sobre a atividade menor do que parecia no pior momento das tensões comerciais, bem como a resiliência dos dados correntes na margem.

### América Latina: incerteza tarifária paira sobre a região

**Taxas de câmbio oscilam na região como consequência das tarifas dos EUA.** A incerteza relacionada às tarifas deve manter pressão de alta sobre as taxas de câmbio no curto prazo, mas, com o tempo, as moedas da região se fortalecerão devido ao enfraquecimento do dólar global (com exceção da Argentina, vide o último parágrafo). Assim, revisamos nossas projeções cambiais para o final do ano, considerando uma apreciação moderada no Chile, Colômbia, Peru e México.

**Inflação revisada para cima no México.** As recentes dinâmicas inflacionárias e surpresas altistas nos levaram a revisar nossa projeção de inflação para o México no final de 2025 para 4,1%, ante 3,9%, e para 3,7% em 2026, frente aos 3,6% estimados anteriormente. Como mencionamos em relatórios anteriores, o processo desinflacionário no México foi concluído e a inflação vem se comportando de acordo com os fundamentos econômicos. No Chile, mantivemos nossa projeção de inflação para o final do ano em 3,8%, apesar da surpresa baixista expressiva registrada em junho, cuja reversão esperamos em julho – impulsionada, também, por um novo ajuste pontual nas tarifas de eletricidade. Na margem, a

inflação tem se mantido estável nos últimos meses, com leituras anuais abaixo de 3,0%. Ao mesmo tempo, as expectativas para o horizonte de dois anos da política monetária vêm se estabilizando, de forma encorajadora, em torno da meta de 3% há muitos meses. Revisamos ligeiramente nossa projeção de inflação para o Peru no final do ano para 2,2%, ante 2,3%, devido aos preços do petróleo e ao desempenho da moeda. Por fim, mantivemos nossa previsão de inflação para o final do ano na Colômbia (5,1%).

### Problemas fiscais levam a menos cortes na

**Colômbia.** Ainda esperamos que a política monetária se torne menos contracionista em várias economias da região. No México, mesmo com a revisão da inflação para cima, mantivemos nossa projeção de que o Banxico reduza o ritmo dos cortes para 25 pontos-base nas próximas duas reuniões, atingindo 7,5%, e depois caindo para 7,0% em 2026. No Chile, o caminho está livre para retomar os cortes na reunião de política monetária de julho, com um corte de 25 pontos-base para 4,75%; nosso cenário considera mais dois cortes, levando a taxa a 4,25% até o final do ano. Na Colômbia, acreditamos que preocupações fiscais devem levar o BanRep a adotar uma abordagem mais cautelosa, agora considerando apenas dois cortes até o fim do ano, levando a taxa a

8,75% (anteriormente 8,5%), e depois a 7,75% em 2026. Na Colômbia, seguimos atentos a uma possível revisão para cima na estimativa da taxa real neutra do banco central (atualmente em 3%), o que poderia levar a uma taxa terminal ainda mais alta.

### Taxa de câmbio nominal mais fraca e inflação mais alta na Argentina.

A conta corrente passou de superávit para um déficit inesperadamente elevado no 1T25, em meio à apreciação real constante da moeda e ao aumento das importações. Diante desse cenário, revisamos nossa projeção de déficit em conta corrente (CAD) para 1,9% do PIB, ante 1,3% na estimativa anterior. Nesse contexto, o ARS se desvalorizou cerca de 10% em relação ao USD desde os níveis mínimos de meados de junho, mas ainda opera dentro da banda. Revisamos nossa projeção da taxa de câmbio para ARS/USD 1.400 até o final do ano, ante 1.300 no cenário anterior, o que levou a uma revisão para cima de nossa projeção de inflação para o final do ano para 28,5%, ante 27,5%. As autoridades mantêm o compromisso com o pilar fiscal e a estabilização da economia, mesmo com o encerramento recente do prazo da “Ley Bases” para aprovar certas medidas por decreto. Resultados favoráveis na eleição legislativa em 26 de outubro devem impulsionar um novo esforço em reformas estruturais.

## Global | Dados e projeções

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P		
						Atual	Anterior	Atual	Anterior	
<b>Economia mundial</b>										
<b>Crescimento do PIB Mundial - %</b>	-2,8	6,3	3,5	3,2	3,2	<b>2,9</b>	2,9	<b>2,8</b>	2,8	
EUA - %	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	<b>1,7</b>	1,7	<b>1,5</b>	1,5	
Zona do Euro - %	-6,2	6,3	3,6	0,4	0,8	<b>0,8</b>	0,8	<b>1,2</b>	1,5	
China - %	2,3	8,4	3,1	5,4	5,0	<b>4,5</b>	4,5	<b>4,0</b>	4,0	
<b>Inflação</b>										
Núcleo do CPI - %, final de período	1,6	5,5	5,7	3,9	3,2	<b>3,8</b>	3,8	<b>3,0</b>	3,0	
<b>Taxas de juros e moedas</b>										
Fed funds - %, final de período	0,13	0,13	4,15	5,38	4,52	<b>4,13</b>	4,13	<b>3,63</b>	3,63	
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	0,93	1,47	3,88	3,88	4,58	<b>4,50</b>	4,50	<b>4,25</b>	4,25	
USD/EUR - final de período	1,22	1,13	1,07	1,10	1,04	<b>1,20</b>	1,12	<b>1,20</b>	1,12	
CNY/USD - final de período	6,54	6,37	6,92	7,13	7,30	<b>7,15</b>	7,20	<b>7,15</b>	7,20	
Índice DXY* - final de período	89,9	95,7	103,5	101,3	108,5	<b>95,8</b>	99,8	<b>95,4</b>	99,4	

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	<b>2,9</b>	2,9	<b>2,8</b>	2,8

### Brasil

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,4	<b>2,2</b>	2,2	<b>1,5</b>	1,5
BRL / USD (dez)	6,18	<b>5,65</b>	5,65	<b>5,65</b>	5,65
Taxa de Juros (dez,%)	12,25	<b>15,00</b>	15,00	<b>12,75</b>	12,75
IPCA (%)	4,8	<b>5,2</b>	5,3	<b>4,4</b>	4,4

### Argentina

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	-1,7	<b>5,2</b>	5,2	<b>4,0</b>	4,0
ARS / USD (dez)	1033	<b>1400</b>	1300	<b>1630</b>	1515
Taxa de referência (dez,%)	32,0	<b>29,0</b>	29,0	<b>20,0</b>	20,0
IPC (%)	117,8	<b>28,5</b>	27,5	<b>20,0</b>	20,0

### Colômbia

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	1,7	<b>2,5</b>	2,5	<b>2,5</b>	2,5
COP / USD (dez)	4409	<b>4100</b>	4300	<b>4100</b>	4200
Taxa de Juros (dez,%)	9,50	<b>8,75</b>	8,50	<b>7,75</b>	7,75
IPC (%)	5,2	<b>5,1</b>	5,1	<b>3,6</b>	3,6

### Paraguai

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

Fonte: Itau

### América Latina e Caribe

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,4	<b>2,4</b>	2,4	<b>2,2</b>	2,2

### México

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	1,4	<b>0,2</b>	0,2	<b>1,0</b>	1,0
MXN / USD (dez)	20,8	<b>19,0</b>	20,0	<b>19,5</b>	20,5
Taxa de Juros (dez,%)	10,00	<b>7,50</b>	7,50	<b>7,00</b>	7,00
IPC (%)	4,2	<b>4,1</b>	3,9	<b>3,7</b>	3,6

### Chile

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	2,6	<b>2,6</b>	2,6	<b>2,0</b>	2,0
CLP / USD (dez)	996,5	<b>930,0</b>	940,0	<b>900,0</b>	910,0
Taxa de Juros (dez,%)	5,00	<b>4,25</b>	4,25	<b>4,00</b>	4,00
IPC (%)	4,5	<b>3,8</b>	3,8	<b>3,0</b>	3,0

### Peru

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,3	<b>2,9</b>	2,8	<b>2,7</b>	2,7
PEN / USD (dez)	3,80	<b>3,60</b>	3,80	<b>3,60</b>	3,80
Taxa de Juros (dez,%)	5,00	<b>4,25</b>	4,25	<b>4,00</b>	4,00
IPC (%)	2,0	<b>2,2</b>	2,3	<b>2,0</b>	2,0

### Uruguai

	2024	2025		2026	
		Atual	Anterior	Atual	Anterior
PIB (%)	3,1	<b>2,3</b>	2,3	<b>2,5</b>	2,5
UYU / USD (dez)	44,1	<b>41,7</b>	42,6	<b>42,5</b>	43,5
Taxa de Juros (dez,%)	8,75	<b>8,50</b>	9,25	<b>8,00</b>	9,00
IPC (%)	5,5	<b>4,5</b>	4,7	<b>4,5</b>	4,7

## Commodities

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior
Petróleo (Brent) (USD/barril)	50	75	82	77	73	<b>65</b>	65	<b>65</b>	65
Minério de ferro (USD/ton)	153	116	110	135	103	<b>95</b>	95	<b>85</b>	85
Cobre (USD/ton)	7788	9525	8402	8489	9030	<b>9400</b>	9400	<b>9650</b>	9500
Milho (Usd/bu)	437	592	656	480	444	<b>415</b>	430	<b>415</b>	400
Soja (Usd/bu)	1207	1290	1474	1311	984	<b>1000</b>	1000	<b>1000</b>	970
Trigo (Usd/bu)	604	790	757	619	548	<b>600</b>	600	<b>630</b>	630
Açúcar (Usd/lb)	15	19	20	22	20	<b>18</b>	18	<b>18</b>	18
Café (Usd/lb)	123	235	166	188	321	<b>250</b>	340	<b>260</b>	280

Fonte: BBG, Itau

## 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/analises-economicas>. 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.