



The Weekly Globe

A inflação nos EUA está mais contida? O que isso significa para os investimentos em títulos públicos americanos?



17/Jun/26



Tempo de leitura: 8 min



The Weekly Globe

**Alejandro Estevez-Breton**Chief Fixed Income & Crypto Strategist
Banco Itaú International

Resumo

Embora as leituras mais recentes da inflação dos EUA sugiram que a pressão sobre os preços possa estar se estabilizando, uma análise mais detalhada mostra que partes importantes ainda seguem em elevação. Ao mesmo tempo, diversas forças em formação podem voltar a pressionar a inflação nos próximos meses, o que cria um cenário desafiador para os mercados de renda fixa.

Neste artigo, analisamos a inflação dos EUA no detalhe, indicamos quais fatores podem pressionar os preços nos EUA nos próximos meses e explicamos como isso se relaciona com a nossa visão para a renda fixa, em especial as Treasuries americanas.

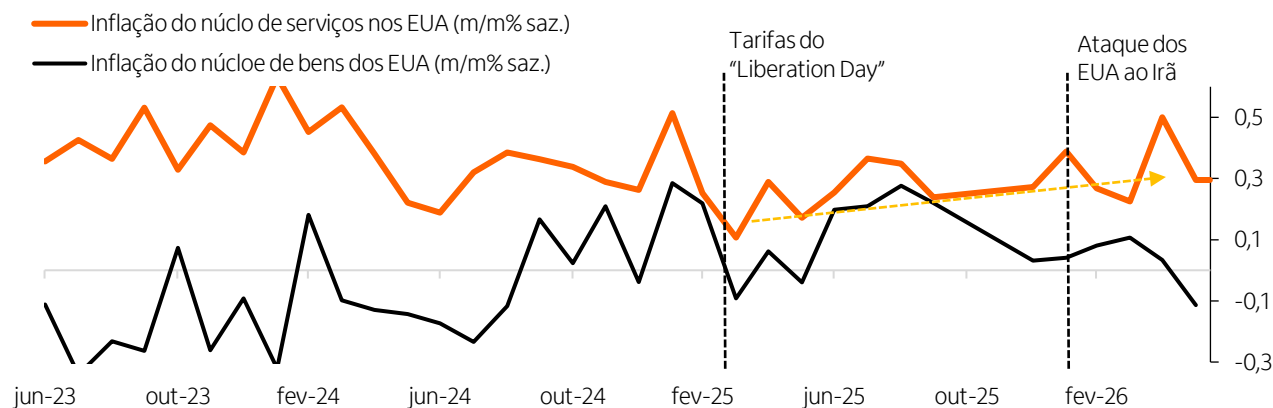
Inflação de maio mais benigna que a de abril, mas inflação do núcleo de serviços em tendência de alta

Após os dados de inflação de abril nos EUA terem vindo acima do esperado (tanto o CPI, que é a inflação ao consumidor, quanto o PPI, que é a inflação ao produtor superaram o consenso) e tendo gerado preocupações sobre o cenário, os números de maio vieram mais alinhados com as expectativas. A leitura mensal do CPI de maio ficou ligeiramente abaixo da de abril, tanto no índice cheio quanto no núcleo, que exclui alimentos e energia, e em linha com o consenso de mercado, sugerindo, em um primeiro olhar, um cenário de inflação mais contida.

A inflação mais benigna de maio ajudou a estabilizar os *yields* dos Treasuries dos EUA (UST), logo após o *yield* de 10 anos ter subido cerca de 25 pontos-base em apenas alguns dias após a divulgação de abril. Com uma inflação de maio mais moderada e *yields* mais estáveis, buscamos responder a duas perguntas principais: (1) a inflação nos EUA está mais contida agora?; e (2) o que isso significa para os investidores em renda fixa?

Embora os dados recentes pareçam tranquilizadores à primeira vista, uma análise mais aprofundada revela uma dinâmica diferente: **a inflação ainda não parece estar contida**. A inflação do núcleo de serviços, que exclui energia, métrica acompanhada de perto pelo Federal Reserve (Fed, o banco central dos EUA), tem apresentado uma clara tendência de alta desde março de 2025. As tarifas anunciadas no “Liberation Day” em abril de 2025 levaram a uma aceleração tanto da inflação do núcleo de bens, que exclui energia e alimentos, quanto da inflação do núcleo de serviços. Embora a inflação do núcleo de bens tenha acelerado após as tarifas, ela perdeu força em agosto de 2025 e retornou ao território negativo, assim como antes das tarifas. Em contraste, a inflação do núcleo de serviços – uma medida mais relevante para o Fed (mais sensível à política monetária) – permanece em trajetória de alta desde o “Liberation Day”.

Inflação do núcleo de serviços e de bens (% mês contra mês)



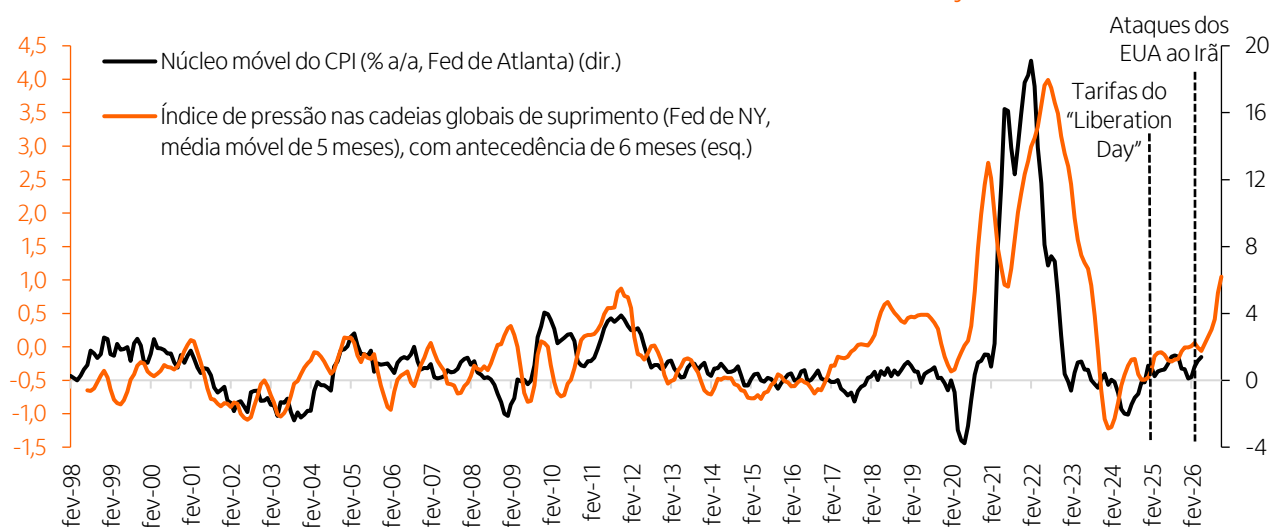
A aceleração nas métricas do núcleo de serviços é uma das razões pelas quais muitos membros do Comitê Federal de Mercado Aberto (Fomc, na sigla em inglês) do Fed têm expressado desconforto com o nível persistentemente elevado da inflação, que tem excedido a meta de 2% por cinco anos consecutivos (entrando agora no sexto).

Guerra do Irã interrompendo cadeias de suprimento

Embora a pressão das tarifas impostas pelos EUA sobre o núcleo de bens tenha começado a desacelerar no final de 2025, o choque energético provocado pela Guerra do Irã está gerando novas pressões, principalmente nas commodities energéticas (gasolina e óleo combustível). O fechamento do Estreito de Ormuz reduziu drasticamente o transporte de petróleo e gás natural provenientes do Golfo Pérsico, ao mesmo tempo em que interrompeu o envio de produtos refinados, petroquímicos, alumínio, fertilizantes, hélio e enxofre.

A variedade de produtos afetados pela guerra já está levando a uma disrupção global de oferta semelhante à observada durante a pandemia de Covid-19, comparável em complexidade, mas provavelmente mais moderada em intensidade.

Índice de pressões nas cadeias globais de suprimento e núcleo de inflação flexível do CPI (% YoY)



Fonte: Bloomberg e Itaú Private Bank

A nova disrupção decorrente da guerra está se somando às distorções criadas pelas tarifas, que já começam a se refletir no Índice de Pressão nas Cadeias Globais de Suprimento do Fed de Nova York (NY FED). A métrica de cadeias de suprimento do NY FED historicamente antecede, em aproximadamente seis meses, a métrica do núcleo de inflação flexível do CPI do Fed de Atlanta (que exclui alimentos e energia, mas inclui itens com preços que variam com frequência).

Apesar do recente acordo preliminar entre os EUA e o Irã para estender o cessar-fogo por 60 dias e buscar a reabertura do Estreito de Ormuz, a disrupção já está configurada para gerar pressão sobre o núcleo de inflação flexível ao longo do restante de 2027, o que também serve como um alerta para a medida mais ampla e relevante do núcleo de inflação do CPI acompanhado pelo Fed.

Em termos práticos, o choque nos preços de energia decorrente da Guerra do Irã representa apenas a primeira etapa de um processo em múltiplas fases de pressão sobre os preços.

A mecânica da disrupção nas cadeias de suprimento

Existem diversos mecanismos de transmissão que podem pressionar a inflação para cima nos próximos meses, mas **três produtos críticos devem ter um impacto mais relevante e disruptivo: (1) fertilizantes; (2) produtos refinados; e (3) petroquímicos**. Espera-se que os fertilizantes impactem a inflação de alimentos com defasagem (determinada pelas diferentes sazonalidades de plantio entre culturas e regiões), mas o efeito esperado deve ser significativo devido ao peso elevado dos alimentos no índice CPI (~13,5%).

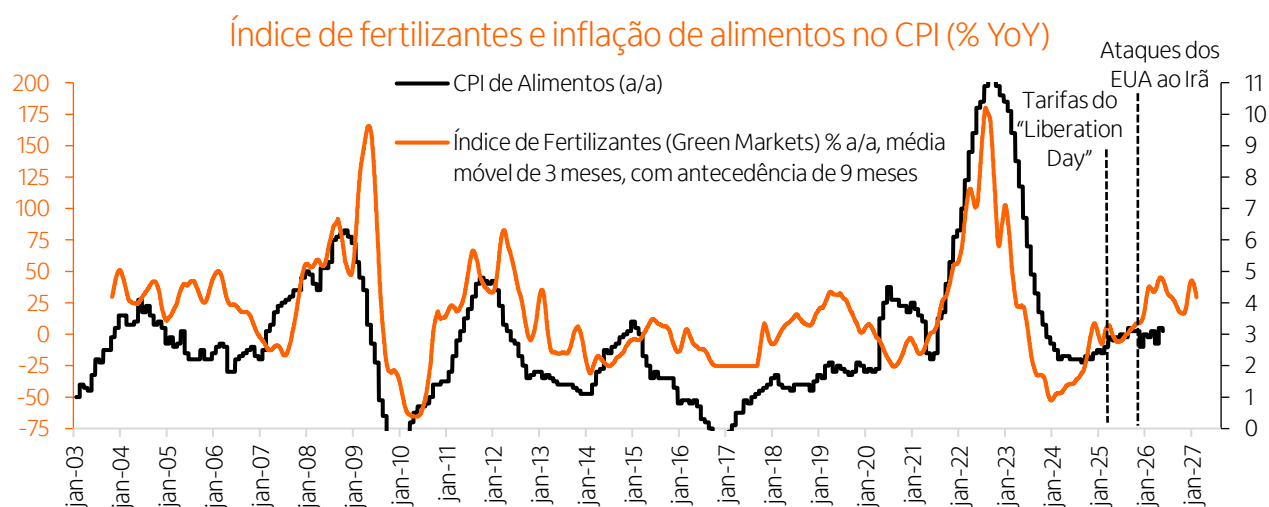
Os produtos refinados, incluindo gasolina e combustível de aviação, por sua vez, são insumos fundamentais para o transporte de mercadorias e a prestação de diversos serviços (como passagens aéreas e fretes), o que já vem gerando impactos mensuráveis. O impacto futuro sobre os produtos refinados é altamente sensível à reabertura do Estreito de Ormuz, dada a redução agressiva dos estoques estratégicos de petróleo. A região do Golfo responde por cerca de 14% da produção global de nafta e 25% do fornecimento global de GLP, dois pilares essenciais do ecossistema petroquímico global, que produz insumos críticos para praticamente todos os processos industriais no mundo. A atual disrupção no setor petroquímico é altamente incomum sob padrões históricos, o que sinaliza um impacto inflacionário iminente sobre os preços de bens nos EUA nos próximos meses, mesmo que o Estreito seja reaberto em breve.

A sequência do impacto sobre os preços também é um aspecto relevante a ser observado, já que esperamos um efeito escalonado sobre a inflação ao longo de diferentes períodos e produtos. Esperamos três estágios distintos, impulsionados por setores-chave, cada um gerando pressões inflacionárias em diferentes horizontes temporais: (1) energia (petróleo e derivados), que já enfrenta impacto imediato de semanas; (2) transporte e manufatura, que provavelmente sentirão os efeitos ao longo de meses; e (3) preços de alimentos, que devem ser impactados por último, potencialmente ao longo de trimestres, devido aos diferentes prazos envolvidos na compra de fertilizantes e colheitas, com possíveis influências adicionais de condições climáticas imprevisíveis.

Os preços do petróleo e dos produtos refinados constituem a primeira onda, que já está se materializando. A segunda onda deve ocorrer mais adiante neste verão do hemisfério norte, no pico da temporada de viagens, à medida que aumentam as pressões sobre passagens aéreas e outros custos de transporte (pré-pagamentos, contratos, decisões de preços baseadas em expectativas e margens). Outros componentes dessa segunda onda podem surgir no outono, à medida que a escassez de petroquímicos se propaga gradualmente para produtos manufaturados, como automóveis, eletrodomésticos, embalagens e vestuário. Alguns especialistas e autoridades do governo da Coreia do Sul argumentam que a disrupção no setor petroquímico pode ser mais severa do que durante a Covid-19, devido à perda de oferta e à destruição de infraestrutura.

Uma terceira onda pode levar trimestres à medida que a escassez de fertilizantes resulta em menores rendimentos das colheitas e, por fim, em preços mais elevados de alimentos. O impacto mais tardio, mas potencialmente o mais relevante, é o esperado sobre a inflação de alimentos, incluindo as categorias de “alimentação fora do domicílio” e “alimentação no domicílio” no CPI, o que pode levar até um ano.

Os preços dos alimentos são sensíveis ao aumento dos custos de transporte e aos fertilizantes, que atualmente não estão sendo exportados do Golfo Pérsico devido à guerra, além de enfrentarem restrições de exportação na China e na Rússia. As limitações sobre praticamente toda a produção de fertilizantes do Golfo Pérsico, equivalente a cerca de um terço da oferta global, já têm provocado impacto significativo sobre os preços. O índice de preços de fertilizantes do Banco Mundial está cerca de 40% mais elevado devido à Guerra do Irã. Os preços de fertilizantes nos EUA também subiram com o conflito, mas recentemente se estabilizaram em função de compras antecipadas por parte dos agricultores locais (antes do pico de impacto da guerra) e da ampla disponibilidade de gás natural doméstico (insumo-chave para a produção de fertilizantes nitrogenados).



Outros fatores potenciais que podem afetar a inflação

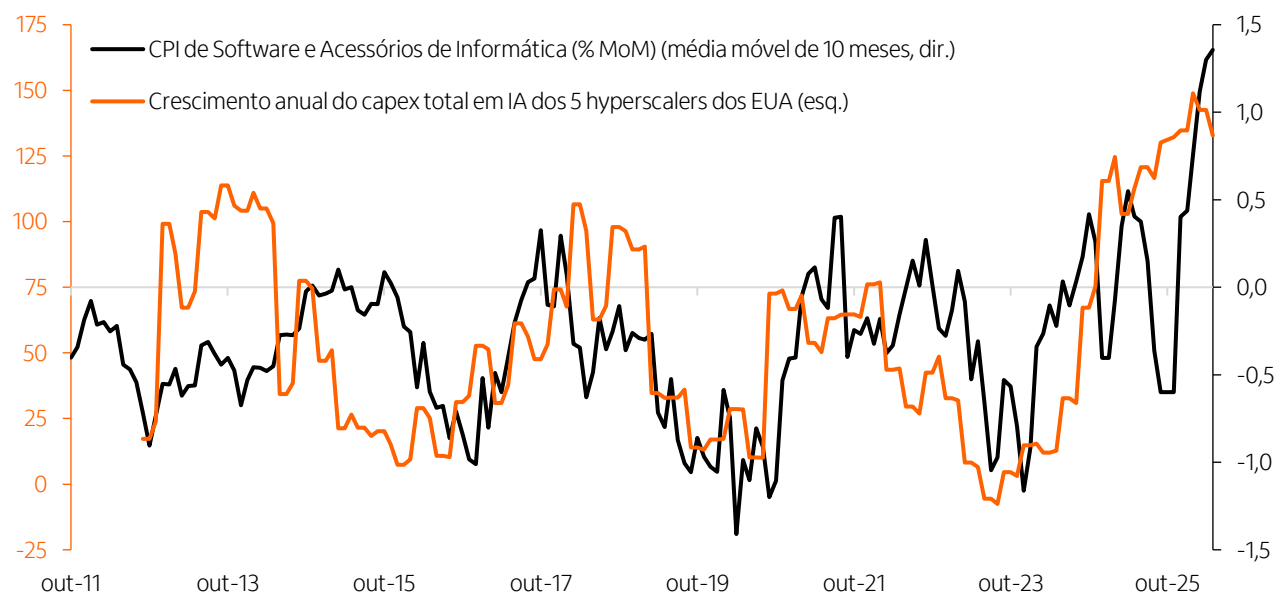
Os fatores discutidos acima estão majoritariamente relacionados a choques de oferta (redução da oferta) decorrentes de tarifas ou da Guerra do Irã, mas há evidências crescentes de pressões inflacionárias do lado da demanda (aumento da demanda). Após a recente publicação de um relatório do nosso estrategista-chefe, Thomas Wu, [sobre as implicações macroeconômicas e de investimento do superciclo de capex em IA](#), ampliamos agora a análise sobre como a IA pode estar influenciando o cenário inflacionário nos EUA.

Há evidências sugerindo que o aumento dos investimentos em IA, impulsionado pelas cinco grandes empresas hyperscalers (Amazon, Microsoft, Google, Meta e Oracle), está levando a uma inflação mais acelerada na categoria de softwares e acessórios de informática. Isso eleva o risco de que parte da inflação seja estrutural, e não apenas temporária.

A intensa competição entre os AI Labs está provocando a rápida implementação de modelos avançados de linguagem (Large Language Models – LLMs), o que, por sua vez, está elevando significativamente o consumo de tokens (a unidade básica do ecossistema de IA, que define como os modelos leem, escrevem e processam informações). Essa demanda crescente não pode ser atendida por uma oferta limitada de semicondutores e data centers.

Esse desequilíbrio entre o desenvolvimento acelerado do software, ou “bits” (LLMs), e uma infraestrutura mais lenta de ajustar, ou “átomos” (microchips e data centers), está resultando em pressões de alta nos preços.

Capex de IA dos hyperscalers (% YoY) e CPI de software e acessórios de informática (% MoM)



Fonte: Bloomberg e Itaú Private Bank

Outra fonte potencial de pressão inflacionária é a crescente probabilidade de um El Niño mais intenso. O fenômeno, caracterizado pelo aquecimento das águas do Oceano Pacífico Equatorial, altera padrões de vento, temperatura e precipitação ao redor do mundo, gerando secas em algumas regiões e chuvas excessivas em outras. Esses efeitos tendem a afetar a produção agrícola e pressionar os preços de alimentos globalmente. Episódios particularmente intensos, por vezes chamados de “super El Niño”, ampliam essas disrupções e suas consequências. Segundo a NOAA (Administração Oceânica e Atmosférica Nacional dos EUA), a probabilidade de um evento muito forte (elevação acima de 2°C) no fim do ano já supera 60%.

Em um cenário de choque global de alimentos, a resposta dos bancos centrais varia com o mandato. Autoridades focadas no núcleo da inflação, como o Fed, tendem a reagir de forma mais gradual diante de choques percebidos como temporários. Já instituições que buscam meta de inflação cheia, como o Banco Central Europeu (BCE), respondem de forma mais incisiva, como evidenciado na última semana. Isso implica trajetórias distintas para juros reais entre países, ainda que, com a alta das expectativas de inflação, refletida nos breakevens, a pressão de alta sobre juros nominais ocorra de forma mais generalizada.

Investidores em Treasuries americanas devem se preocupar com um cenário inflacionário desafiador?

O mercado de Treasuries americanas (UST, na sigla em inglês) chegou a se comportar como um ativo de proteção por algumas semanas antes do ataque dos EUA ao Irã, mas o *yield* de 10 anos tem apresentado trajetória predominantemente ascendente desde o início do conflito. Os principais fatores por trás da alta dos *yields* foram um mercado de trabalho significativamente mais forte e o aumento das preocupações com a inflação (impulsionada pelo aumento dos preços do petróleo). Um fator adicional que sustenta a tendência de alta nos *yields* dos UST é a resiliência consistente da atividade econômica dos EUA, mesmo diante de riscos geopolíticos elevados e níveis historicamente baixos de confiança do consumidor. Historicamente, crescimento forte implica maior demanda por consumo e investimento, elevando o “preço do dinheiro”.

Houve dois catalisadores principais para o movimento relevante do *yield* dos USTs de 10 anos em maio. O primeiro foi [o relatório de empregos \(Payroll\)](#) mais forte do que o esperado, divulgado em 8 de maio (referente aos dados de abril), que mostrou que a economia dos EUA gerou quase o dobro de empregos previstos pelo consenso. O segundo foi [o CPI de abril](#), divulgado em 12 de maio, também acima do esperado, com forte leitura do núcleo de serviços. Um [novo dado forte de emprego](#) divulgado em 5 de junho também contribuiu para elevar o *yield* de 10 anos, mas esse movimento foi parcialmente compensado por maior estabilidade nos *yields* de títulos públicos de outras economias do G7 e pela [leitura mais benigna do CPI](#) divulgado em 10 de junho.

Na nossa visão, a complexidade das disrupções nas cadeias de suprimento decorrentes da Guerra do Irã e os riscos de alta para a inflação nos próximos meses não estão sendo devidamente precificados pelo mercado de USTs. Isso é particularmente relevante em um contexto de economia dos EUA resiliente e de uma transição desafiadora no Fed com o novo presidente, Kevin Warsh. **Iremos discutir a reunião do Fed mais adiante em outro relatório do The Weekly Globe.**

Acreditamos que existem riscos adicionais relacionados ao forte fenômeno climático El Niño e às pressões do lado da demanda decorrentes da aceleração do capex em IA, que ainda não estão refletidos nas métricas implícitas de inflação do mercado de títulos dos EUA.

Existem alguns cenários em que os *yields* poderiam cair, mas estes representam cenários de baixa probabilidade. Um deles envolve queda dos *yields* dos UST impulsionada por enfraquecimento do crescimento econômico, decorrente de deterioração adicional da confiança, retração dos salários reais (inflação acima dos salários) ou um choque no mercado acionário. As ações poderiam sofrer correção, por exemplo, caso inovações rápidas em IA levem a disrupções significativas no mercado de trabalho, ou caso surjam dúvidas quanto à rentabilidade dos modelos de IA diante dos elevados investimentos em *data centers*. Nenhum desses cenários parece provável no curto prazo. Uma desaceleração acentuada da atividade tenderia a reduzir as pressões inflacionárias do lado da demanda (incluindo o ciclo de investimento em IA) e levar a expectativas de inflação mais baixas.

Outro cenário que poderia resultar em *yields* mais baixos dos USTs seria um fechamento prolongado do Estreito de Ormuz (por exemplo, até o final de 2026), o que prejudicaria o consumo e iniciaria um processo de desaceleração do mercado de trabalho. Esse cenário também parece pouco provável, considerando notícias recentes de que o presidente Donald Trump e o Irã buscam estender o cessar-fogo. Historicamente, choques de energia são inflacionários no início. Porém, se forem intensos e prolongados, passam a representar um risco negativo para a economia ao atuar como um imposto sobre os consumidores (reduzindo a confiança e a propensão a consumir e investir).

Em suma, acreditamos que o mercado de USTs está subestimando o risco de inflação persistente. Historicamente, o *yield* de 10 anos tende a subir por cerca de um ano após choques de energia, à medida que investidores incorporam informações adicionais sobre impactos inflacionários graduais em diferentes categorias. Esperamos um comportamento semelhante diante da magnitude da disrupção nas cadeias de suprimento, que deve ter efeitos prolongados sobre o cenário inflacionário. Diante disso, mantemos posição abaixo do neutro em títulos USTs, considerando os riscos de alta para a inflação e o crescimento resiliente, especialmente nos títulos com maturidade entre 7 e 10 anos.



Principais conclusões:

- Os dados recentes de inflação parecem mais moderados à primeira vista, mas as tendências subjacentes, especialmente em serviços, sugerem que a inflação permanece persistente.
- Novos choques de oferta, particularmente relacionados ao conflito no Oriente Médio e às disrupções em energia e materiais, devem pressionar a inflação para cima nos próximos meses.
- As pressões inflacionárias tendem a se disseminar gradualmente pela economia, começando por energia, passando por transporte, depois para bens manufaturados e, por fim, atingindo os preços de alimentos.
- Os elevados investimentos em inteligência artificial estão adicionando pressão do lado da demanda, aumentando o risco de que parte da inflação seja estrutural, e não temporária.
- Os mercados de renda fixa podem estar subestimando esses riscos, com os *yields* atuais ainda não refletindo plenamente a possibilidade de inflação sustentada.
- Como resultado, os *yields* das Treasuries americanas (USTs), especialmente no segmento de 7 a 10 anos, podem subir à medida que os mercados se ajustam a um ambiente de “mais alto por mais tempo”.
- Mantemos uma posição de abaixo do neutro em USTs, pois os riscos de alta para a inflação, combinados com a resiliência da atividade econômica, configuram um ambiente desfavorável para títulos.

Confira também



Mercados emergentes em transformação: a ascensão de **Taiwan e Coreia do Sul** e o impacto nas **decisões de investimento**

[Acessar relatório](#)



Como analisamos a **temporada de balanços** do 1º trimestre no Brasil?

[Acessar relatório](#)



Os **yields** dos títulos públicos devem **continuar subindo**?

[Acessar relatório](#)



Este e muitos outros conteúdos **você encontra em um só lugar**

[Private Insights](#)

O que achou deste conteúdo?





Disclaimer

O Itaú Unibanco Holding S.A., CNPJ nº 60.872.504/0001-23, empresa pertencente ao Conglomerado Itaú Unibanco, encontra-se autorizado pelo Banco Central do Brasil a funcionar como Banco Múltiplo, estando habilitado, nos termos da legislação em vigor, a praticar as operações permitidas no âmbito das carteiras das quais é detentor.

Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

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 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.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só, constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui a análise que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira tributária jurídica e/ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.