



# Carta Macro Mensal

Agosto 2025



## Eventos Relevantes de 2025

### Janeiro

20/01 Posse de Donald Trump  
29/01 Reunião do Copom para decisão de juros.  
Expectativa = + 100pbs  
29/01 Manutenção de juros do Fed

### Fevereiro

01/02 Eleição dos presidentes da Câmara dos Deputados e do Senado (Brasil)  
23/02 Eleições na Alemanha

### Março

05/03 *National People's Congress* (NPC) dará início à 3ª sessão anual na China.  
07/03 PIB do 4º Trimestre de 2024 (Brasil).  
19/03 Reunião do Copom para decisão de juros.  
Expectativa = + 100pbs.  
20/03 1º Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (Brasil);  
**Aprovação do Orçamento de 2025 (Brasil);**  
**Orçamento chinês para 2025;**  
**Negociações salariais do Shunto japonês;**  
**Prazo final para o projeto de lei de dotações nos EUA;**  
**Reforma Ministerial (Brasil).**

### Abril

02/04 Entrega de estudos sobre comércio exterior pelo governo de Donald Trump (EUA).  
15/04 Envio da Lei de Diretrizes Orçamentárias 2026 para o Congresso e das Metas Primárias (Brasil).  
**Mudança no governo francês?**

### Maio

07/05 Reunião do FOMC, manutenção dos juros em 4,5%. Reunião do Copom para decisão de juros.  
Expectativa = + 50pbs.  
20/05 2º Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (Brasil).  
30/05 PIB do 1º Trimestre de 2025 (Brasil).

### Junho

01/06 Eleição extraordinária do poder judiciário do México.  
05/06 ECB encerra o ciclo de cortes de juros com taxa de 2,00% a/a.  
18/06 Reunião do Copom para decisão de juros.  
Expectativa = alta da Selic para 15,00% a.a.

### Julho

15/07 – 31/07 **Recesso Parlamentar no Brasil.**  
21/07 3º Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (Brasil).  
30/07 **Reunião do Copom para decisão de juros.**  
Expectativa = **manutenção da Selic em 15,00% a.a.**  
30/07 **FOMC manutenção dos juros em 4,5%.**

### Agosto

06/08 Início das tarifas de 50% sobre produtos brasileiros.  
31/08 Envio do Orçamento 2026 para o Congresso.  
**Prazo limite para definir a extensão do Teto da Dívida - EUA.**

### Setembro

02/09 PIB do 2º Trimestre de 2025 (Brasil).  
17/09 **Reunião do Copom para decisão de juros.**  
Expectativa = **manutenção da Selic em 15,00% a.a.**  
17/09 **FOMC manutenção dos juros em 4,5%.**  
23/09 4º Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (Brasil).

### Outubro

26/10 **Eleição legislativa da Argentina.**  
29/10 **Decisão de juros FOMC. Expectativa = - 25bps.**

### Novembro

05/11 **Decisão de juros COPOM. Expectativa = manutenção da Selic em 15%.**  
25/11 5º Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (Brasil);  
**Primeiro turno das eleições chilenas.**

### Dezembro

04/12 PIB do 3º Trimestre de 2025 (Brasil).  
10/12 **Decisão de juros COPOM. Expectativa = -50pbs.**  
10/12 **Decisão de juros FOMC. Expectativa = -25bps.**  
10/12 Limite para aprovação do Orçamento 2026 (Brasil);  
**2ª quinzena Recesso Parlamentar (Brasil).**  
31/12 A Lei de Cortes de Impostos e Emprego de 2017 expira (prazo para acordo orçamentário) nos EUA.

## Global: o xadrez do comércio mundial

Em conjunto, **o cenário global combina resiliência heterogênea entre as principais economias, moderação nas pressões inflacionárias (exceto nos EUA) e crescente dependência de dados na condução da política monetária — o que tende a manter a volatilidade elevada nos mercados no curto prazo.** A economia global segue em transição para um novo equilíbrio, moldada pela recomposição das cadeias de produção, realinhamentos geopolíticos e normalização das condições financeiras. Nos EUA, o recente aumento de tarifas tem reforçado pressões inflacionárias de curto prazo, adiando o início do ciclo de cortes pelo Federal Reserve. Na Europa, com a inflação já ancorada na meta e menor pressão de custos, cresce o espaço para flexibilização monetária adicional, especialmente diante do potencial efeito desinflacionário do choque de oferta provocado pelas novas tarifas nos EUA. Enquanto a China, desafiando todos os prognósticos de crescimento para esse ano, registra crescimento robusto no primeiro semestre (impulsionado por consumo e investimento) e adota postura cautelosa quanto a novos estímulos, aguardando sinais mais claros de desaceleração.

## Estados Unidos: choque tarifário adiando o corte de juros

Com o fim do prazo para negociações recíprocas, os Estados Unidos anunciaram a imposição de novas tarifas a partir de 7 de agosto, afetando importações de 66 países. Na ausência de novos acordos bilaterais, **a tarifa efetiva total nos EUA já está em 15% — abaixo do pico observado em abril (após a retaliação da China), porém, acima do patamar entre 1% e 2% registrados até o ano passado.**

As novas alíquotas variam entre 15% e 50%: a Zona do Euro e a maioria dos países foram enquadrados na faixa mínima (15%); enquanto Canadá, México e Brasil enfrentam tarifas mais elevadas — 35% para os dois primeiros e 50% no caso brasileiro. No entanto, nos casos canadense e mexicano, as tarifas incidem apenas sobre produtos fora do escopo dos respectivos acordos de livre comércio. Já o Brasil teve mais de 600 produtos excluídos da nova taxa, o que suaviza parcialmente o impacto agregado. Esse choque tarifário atua como um choque de oferta negativo, com repasses já perceptíveis nos índices de preços. **Projetamos que o núcleo do PCE suba, em média, 0,4% m/m entre julho e agosto**, acima da média de 0% m/m registrada até maio.

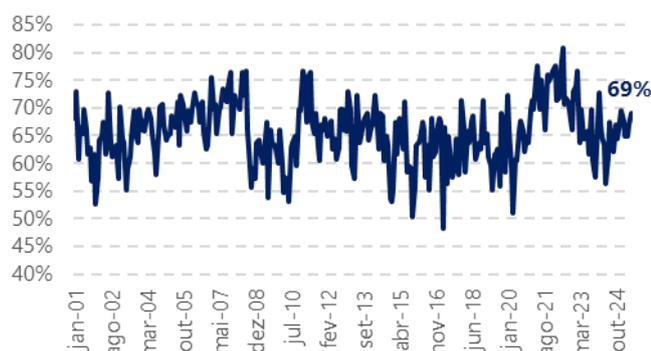
Em junho, o núcleo avançou 0,26% m/m e 2,8% a/a, com destaque para bens duráveis, cuja variação saltou de 0,02% m/m em maio para 0,47% m/m, refletindo os efeitos iniciais das tarifas. Além disso, nossa estimativa própria de difusão — que mede a proporção de itens com alta de preços — subiu para 69%, reforçando o caráter disseminado das pressões inflacionárias (gráfico 1). Por outro lado, o mercado de trabalho deu os primeiros sinais de desaceleração. Em julho, foram criados apenas 73 mil postos de trabalho, abaixo do consenso de 110 mil. Com revisões negativas de 258 mil vagas entre abril e maio, a média trimestral em julho caiu para 35 mil (gráfico 2) — muito aquém da estimativa de equilíbrio (cerca de 100 mil) necessária para manter a taxa de desemprego estável. Como resultado, a taxa de desemprego subiu de 4,1% para 4,2%.

Na nossa avaliação, diante da natureza direta e imediata do choque tarifário sobre os preços, o FOMC manterá o foco no combate à inflação. Na reunião de julho, o comitê manteve a taxa básica entre 4,25% e 4,50%, apesar do dissenso de dois membros favoráveis a um corte de 25bps. A sinalização oficial reforçou a dependência de dados e a necessidade de maior clareza sobre a trajetória inflacionária. Seguimos projetando uma postura de cautela por parte do Fed e cortes apenas no quarto trimestre. **A antecipação de um corte para setembro dependerá do**

**comportamento da inflação de julho e agosto — que será divulgado antes da próxima reunião. Por ora, mantemos a projeção de dois cortes no quarto trimestre, encerrando o ano com a taxa de juros em 4%.**

**Para monitorar:** evolução da inflação em julho e agosto, dados de atividade, comunicação do Fed e o Simpósio de Jackson Hole.

**Gráfico 1: Índice de Difusão do PCE (% do total)**



**Gráfico 2: Criação Líquida de Vagas de Trabalho (mil)**



Fonte: Bureau of Economic Analysis e U.S. Bureau of Labor Statistics. Elaboração: Galapagos Capital.

## Zona do Euro: ainda há espaço para corte de juros?

**O Banco Central Europeu (BCE) manteve, por unanimidade, as taxas de juros em 2% a.a.**, destacando que a inflação atingiu a meta e que as pressões domésticas vêm cedendo, apesar do cenário global ainda incerto. O comitê reforçou sua abordagem dependente de dados, avaliando a cada reunião a dinâmica da inflação, os riscos e a eficácia da transmissão.

A presidente do BCE, Christine Lagarde, ressaltou a resiliência da economia da zona do euro, com surpresa positiva no primeiro trimestre, puxada por exportações antecipadas, consumo firme e investimentos robustos. Apesar do crescimento modesto nos setores industrial e de serviços, a valorização do euro, tarifas e incertezas geopolíticas ainda afetam a confiança empresarial. O mercado de trabalho segue aquecido, com desemprego historicamente baixo e renda real em alta, sustentando o consumo. Lagarde defendeu reformas estruturais, integração financeira e a criação de um marco legal para viabilizar a implementação do euro digital. Com relação à inflação, na nossa opinião, **Lagarde indicou que o trabalho está feito ao afirmar que o BCE está em boa posição com a inflação em 2% e que o choque inflacionário dos últimos anos já passou.**

Mantemos a projeção de novos cortes de juros, considerando o impacto do aumento tarifário dos EUA, que deve reduzir a demanda externa e aumentar a oferta interna, pressionando preços para baixo. Além disso, o acordo firmado em 27 de julho entre EUA e União Europeia — com redução da tarifa para 15%, investimento de US\$600 bilhões da UE nos EUA, compra por parte dos europeus de energia e equipamentos militares dos EUA e tarifa zero em itens classificados como estratégicos — reforça **nosso cenário de um corte de 25bps na reunião de 11 de setembro, levando a taxa básica de juros para 1,75% a.a.**

**Para monitorar:** decisão do BCE em setembro e seus sinais de fim de ciclo de corte de juros.

Gráfico 3: PIB (t/t)



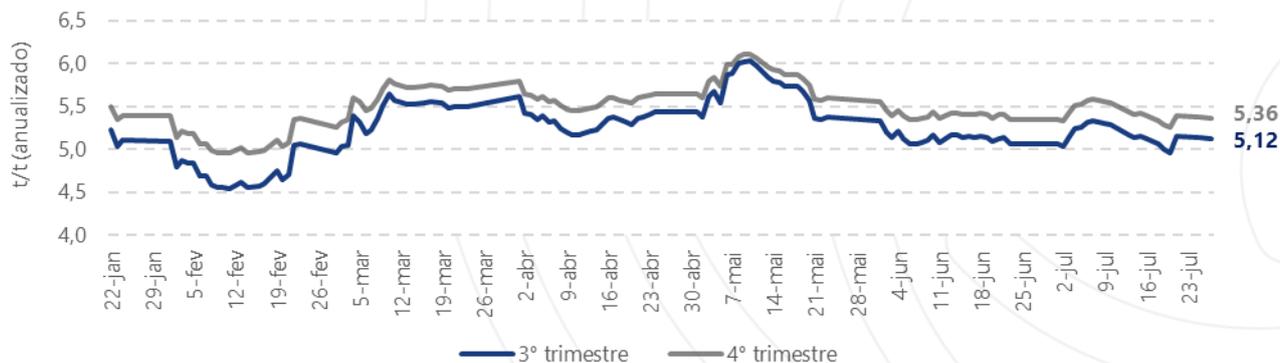
Fonte: Eurostat. Elaboração: Galapagos Capital.

## China: solidez econômica

Apesar de um ambiente externo desafiador, a economia chinesa segue mostrando resiliência. Como esperávamos, **o PIB cresceu 5,2% em termos anuais no segundo trimestre**, superando o consenso de mercado e permanecendo alinhado à meta de crescimento definida pelo Partido Comunista para 2025. O desempenho foi **sustentado principalmente pelo consumo das famílias (+2,7%) e pelos investimentos (+1,3%)**. Ainda que o fim do movimento de antecipação de importações pelos Estados Unidos tenha limitado o avanço das exportações líquidas, o setor externo contribuiu positivamente, com alta de 1,2% no período. Diante desse crescimento robusto, a mais recente **reunião do Politburo não trouxe novos estímulos à demanda doméstica**. Em nossa visão, o governo manterá a postura de "esperar e ver", preservando munição para eventuais sinais de desaceleração mais adiante. Por ora, o **modelo de nowcasting aponta para uma expansão de 5,1% a/a no terceiro trimestre**, mantendo a economia chinesa em trajetória compatível com a meta anual e contribuindo positivamente para o crescimento global.

**Para monitorar:** negociação comercial com os EUA, sinais de realocação de cadeias produtivas, novos anúncios de estímulos pelo governo e desempenho das exportações.

Gráfico 4: Nowcast do PIB



Fonte: CEIC. Elaboração: Galapagos Capital.

## Brasil: fim do ciclo de alta de juros

**Sinais de moderação seguem concentrados nos setores mais cíclicos**, como indústria de transformação e construção civil (gráfico5). A produção industrial cresceu apenas 0,1% no segundo trimestre, refletindo os efeitos defasados da política monetária. Como esperado, o Banco Central manteve a Selic em 15% a.a., interrompendo o ciclo de alta. O comunicado trouxe um tom mais duro, reforçando que o comitê “não hesitará em retomar o ciclo de ajuste”, caso julgue necessário. Com expectativas de inflação desancoradas e mercado de trabalho resiliente, o BC mantém viés de cautela. **Esperamos que os efeitos do aperto monetário ganhem tração no segundo semestre, favorecendo o recuo da inflação e a reancoragem das expectativas (veja nosso estudo Pressão da Demanda e Alta de Juros: O Xadrez da Inflação no Brasil)**. Mantemos nossa expectativa de início do ciclo de corte em dezembro de 2025, com um ajuste inicial de 50 pontos-base. Projetamos uma trajetória gradual e cautelosa, com a Selic alcançando 10,5% até julho de 2026.

**Gráfico 5: Tendência do setor de Construção Civil**



Fonte: IBGE. Estimativa e Elaboração: Galapagos Capital.

No front tributário, a decisão do ministro Alexandre de Moraes restabeleceu parcialmente o decreto do governo que elevava o IOF em algumas operações. Com isso, passaram a incidir alíquotas maiores de IOF sobre operações de câmbio, aportes em VGBL acima de R\$ 300 mil em 2025 e de R\$ 600 mil em 2026, e crédito corporativo. Somente a tributação sobre operações de *risco sacado* foi considerada inconstitucional e permanece isenta. Nossa expectativa é de que o plenário do STF (Supremo Tribunal Federal) confirme a decisão monocrática do ministro.

Em relação às tarifas impostas recentemente pelos Estados Unidos ao Brasil, avaliamos que o impacto macroeconômico agregado tende a ser limitado, dada a baixa abertura comercial da economia brasileira – as exportações somam apenas 16% do PIB, sendo que as exportações para os EUA são apenas de 2% do PIB. Ainda assim, o choque poderá ser relevante em segmentos específicos da indústria. Efeitos setoriais são prováveis, mas boa parte das commodities afetadas tende a ser redirecionada para outros mercados ou absorvida internamente, o que pode ajudar a conter a inflação no curto prazo.

No front fiscal, o segundo relatório bimestral de receitas e despesas eliminou o bloqueio de R\$ 20,7 bilhões após revisão de alta nas receitas líquidas (+R\$ 27,1 bilhões), puxadas por R\$ 16,5 bilhões com o leilão do pré-sal e

pela atualização do PIB (2,54%). Avaliamos que o alívio é frágil, sustentado por receitas não recorrentes e compressão de despesas discricionárias, o que reforça a dependência estrutural do ajuste fiscal de medidas extraordinárias e a redução de despesas discricionário.

**Para monitorar:** volta dos recessos legislativo e do judiciário.

## América Latina

**CHILE:** em 29 de julho, o Banco Central do Chile (BCCH) reduziu a taxa de juros em 25 bps, de 5% para 4,75%, em decisão unânime, dando ênfase à incerteza externa — as tensões comerciais e as tarifas impostas pelos EUA aos produtos brasileiros e ao cobre. No entanto, o governo Trump anunciou, em 30 de julho, exceções à tarifa de 50% sobre importações de cobre, poupando os produtos chilenos exportados aos EUA. Apesar desse alívio, ainda assim acreditamos que se a inflação continuar desacelerando, o BCCH terá espaço para reduzir em 25bps a taxa de juros na reunião de 9 de setembro, para 4,5% a.a..

**COLÔMBIA:** o Banco Central (Banrep) manteve a taxa de juros em 9,25%, com quatro votos a favor, dois por corte de 50bps e um por 25bps. A decisão refletiu a combinação de atividade econômica mais forte — com projeção de alta de 2,7% a/a no 2º tri, impulsionada pela demanda interna — e recuo da inflação de 5,1% para 4,8% a/a, puxado por alimentos e energia. Apesar da queda, as expectativas de inflação seguem acima da meta, o que motivou a posição conservadora da maioria. O cenário externo segue desafiador, com incertezas geopolíticas, disputas comerciais e atraso na flexibilização monetária nos EUA. Ainda assim, avaliamos que a desaceleração da inflação abre espaço para um corte de 25bps na reunião de setembro.

**MÉXICO:** tanto a inflação cheia como o núcleo da primeira metade de julho foram de 0,15%, abaixo do consenso. No acumulado de 12 meses, a inflação cheia ficou em 3,55%, e o núcleo, em 4,25%. O principal destaque foi a desaceleração do crescimento dos bens comercializáveis (+0,05%) com relação à quinzena anterior (+0,23%), ocasionada pela deflação de produtos não alimentícios. Por outro lado, na atividade, a prévia do PIB surpreendeu positivamente e mostrou crescimento trimestral em termos reais de 0,7%, com destaque para as atividades secundárias, com aumento de 0,8%. Dessa forma, com a inflação dando sinais de arrefecimento e a atividade se mostrando mais forte que o esperado, acreditamos que o Banxico irá reduzir a intensidade dos cortes, passando para um ritmo de 25 bps de corte na reunião de agosto.

**Tabela 1: Indicadores Financeiros (julho de 2025)**

Julho 2025										
Índice	S&P 500	Nasdaq	Bovespa	FTSE 100	Down Jones Industrial Average	Mexico IPC	Hang Seng	MSCI - Europa, Austrália & Extremo Oriente	Barclays Capital U.S. Corporate High Yield	Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index
Mês	6.339,39	23.218,12	44.130,98	24.773,33	9.132,81	133.071,05	57.397,93	1.243,23	2.818,35	2.271,05
% Perf.	2,17%	2,38%	0,08%	2,91%	4,24%	-4,17%	-0,09%	1,67%	0,45%	-0,26%
CURRENCY	Dólar Australiano	Real Brasileiro	Libra Esterlina	Dólar Canadense	Euro	Iene Japonês	Franco Suíço			
Mês	0,64	5,60	1,32	1,39	1,14	150,75	0,81			
% Perf.	-2,37%	3,10%	-3,82%	1,82%	-3,16%	4,67%	2,42%			
Taxa de Juros	LIBOR de 1 mês	SOFR	T-bill EUA 3 meses	Título do Tesouro EUA 10anos	Bond Alemão 10 anos	Taxa de juros do Brasil				
Mês	4,96	4,35	4,34	4,38	2,70	14,90				
% Perf.	0,00%	0,67%	1,07%	3,45%	3,38%	0,00%				
COMMODITIES	BCOM	Ouro	Petróleo	Ferro						
Mês	101,18	3289,93	69,26	784,50						
% Perf.	-0,82%	-0,40%	6,37%	9,26%						

Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

#### DISCLAIMER

A presente Nota Macroeconômica ("Nota") foi elaborada pelo economista-chefe da Galapagos Capital Investimentos e Participações ("Galapagos") e não se configura como um relatório de análise para fins de Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Neste sentido, a Galapagos destaca que a Nota reflete única e exclusivamente as opiniões do economista-chefe em relação ao conteúdo apresentado.

O objetivo meramente informativo da Nota não deverá ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários ou a venda de qualquer instrumento financeiro. Este material não leva em consideração os objetivos, planejamento estratégico, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular.

A Galapagos também destaca que as informações contidas na Nota foram obtidas por meio de fontes públicas consideradas seguras e confiáveis na data em que o material foi divulgado. Entretanto, apesar da diligência na obtenção das informações apresentadas, as projeções e estimativas contidas na Nota não devem ser interpretadas como garantia de performance futura pois estão sujeitas a riscos e incertezas que podem ou não se concretizar. Neste sentido, a Galapagos não apresenta nenhuma garantia acerca da confiabilidade, exatidão, integridade ou completude (expressas ou não) dessas mesmas informações abordadas.

A Galapagos não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar referidas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Ademais, ao acessar o presente material, o interessado compreende dos riscos relativos ao cenário macroeconômico abordado nesta Nota.

Por último, a Galapagos e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza por qualquer decisão do investidor que forem tomados com base nas informações aqui divulgadas, nem por ato praticado por profissionais por ele consultados e tampouco pela publicação acidental de informações incorretas. A Galapagos informa que potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários ou outros investimentos e estratégias discutidas