



# Carta Macro Mensal

J u l h o 2 0 2 5



## 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?**

### Maior

**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

**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: desfecho no xadrez do comércio mundial

Em meio às incertezas elevadas e crescente divergência nas trajetórias de política econômica, a economia global caminha para um cenário de crescimento mais moderado e maior volatilidade nos fluxos financeiros. Tensões comerciais, déficits fiscais persistentes e sinais mistos da atividade econômica contribuem para esse ambiente desafiador. Nos Estados Unidos, o Federal Reserve manteve os juros inalterados em junho e reforçou sua postura cautelosa diante dos efeitos ainda latentes do “tarifaço”, que devem começar a pressionar os preços entre junho e setembro. Na Europa, com a inflação ao redor da meta e o crescimento ainda fraco, o BCE prossegue no ciclo de cortes. Na China, apesar da manutenção das pressões deflacionárias, o governo adota postura de espera frente à limitada margem para estímulos adicionais. Esse contexto indica uma provável desaceleração do crescimento no segundo semestre. Em julho, **um provável desfecho no xadrez das negociações comerciais será crucial para a definição do novo equilíbrio global entre política monetária, atividade e inflação — na nossa opinião, com implicações relevantes para os fluxos de capital em direção às economias emergentes.**

## Estados Unidos: cautela, cautela e cautela

Adotando postura cautelosa, o **Federal Reserve manteve os juros inalterados em junho, reiterando a estratégia de *wait and see*, à espera de sinais mais claros de desinflação antes de iniciar cortes.** O FOMC reconhece a recente desaceleração dos núcleos de inflação, mas atribui parte desse alívio à defasagem nos efeitos das novas tarifas comerciais, que devem começar a pressionar os preços nos próximos meses. As projeções atualizadas do *Summary of Economic Projections* indicam um quadro menos favorável: o crescimento do PIB em 2025 foi revisto para baixo, de 1,7% para 1,4%, e a inflação (PCE) para cima, de 2,7% para 3,0%. Já o lado real da economia segue com sinais mistos: o mercado de trabalho começou a mostrar leve enfraquecimento, enquanto o setor industrial segue resiliente, apoiado por novos pedidos e produção firme.

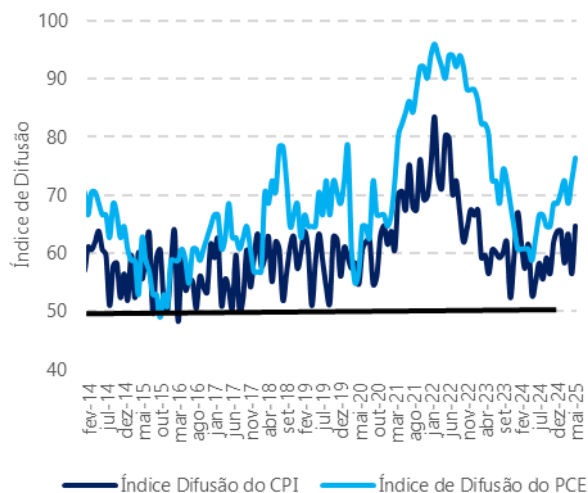
No campo fiscal, **a aprovação do *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA) no Congresso tende a ampliar o déficit primário e elevar o endividamento federal em US\$ 2,8 trilhões até 2034, segundo o *Congressional Budget Office* (CBO).** Seguimos avaliando que a ausência de um compromisso efetivo com a consolidação fiscal aumenta a vulnerabilidade macroeconômica dos EUA. No front comercial, **julho marca o prazo final para importantes negociações tarifárias, o que deve trazer maior clareza sobre seus impactos na economia global e doméstica.** Projetamos que os efeitos mais significativos dessas tarifas se concentrem entre junho e setembro, abrindo espaço para o início do ciclo de cortes de juros apenas no quarto trimestre. **Mantemos a expectativa de dois cortes este ano, levando a taxa dos *Fed Funds* a 4%.** Por fim, será crucial acompanhar os desdobramentos em torno da sucessão no comando do Fed, prevista para 2026, especialmente diante da possível antecipação da escolha. A lista de nomes ventilados por Trump inclui Kevin Warsh, ex-governador do Fed (2006–2011), atualmente *fellow* da *Hoover Institution* e conselheiro corporativo; Scott Bessent, ex-executivo da Soros Fund, fundou o *Key Square Group* e atual Secretário do Tesouro dos EUA; Kevin Hassett, PhD por UPenn, atual diretor do *National Economic Council* de Trump - todos com perfil menos ortodoxo.

**Para monitorar:** evolução das negociações comerciais, *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA), dados de atividade e comunicação do Fed.

**Tabela 1: Summary of Economic Projections**

| Percentual                      | Mediana |      |      |             |
|---------------------------------|---------|------|------|-------------|
| Variável                        | 2025    | 2026 | 2027 | Longo Prazo |
| Taxa Real de Crescimento do PIB | 1,4     | 1,6  | 1,8  | 1,8         |
| Projeção de março               | 1,7     | 1,8  | 1,8  | 1,8         |
| Taxa de Desemprego              | 4,5     | 4,5  | 4,4  | 4,2         |
| Projeção de março               | 4,4     | 4,3  | 4,3  | 4,2         |
| PCE                             | 3,0     | 2,4  | 2,1  | 2,0         |
| Projeção de março               | 2,7     | 2,2  | 2,0  | 2,0         |
| Núcleo do PCE                   | 3,1     | 2,4  | 2,1  | -           |
| Projeção de março               | 2,8     | 2,2  | 2,0  | -           |
| Fed Funds                       | 3,9     | 3,6  | 3,4  | 3,0         |
| Projeção de março               | 3,9     | 3,4  | 3,1  | 3,0         |

**Gráfico 1: Índice de Difusão (produtos com alta de preços frente ao total de produtos)**



Fonte: Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis e Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

## Zona do Euro: mais espaço para corte de juros?

**Segundo a presidente do BCE, Christine Lagarde, a missão ainda não está cumprida, mas a meta foi alcançada,** e a autoridade monetária tem a perspectiva de convergência sustentada da inflação para a meta de 2% ao longo desse verão. A prévia da inflação ao consumidor em junho ficou em 2,0% a/a, em linha com a meta pelo segundo mês consecutivo, confirmando a avaliação de Lagarde.

Acreditamos que **a atividade econômica em recuperação não compromete a manutenção da inflação na meta por ser bastante gradual.** Projetamos crescimento de 0,9% em 2025 e em torno de 1,1% em 2026. O pacote fiscal alemão de aumento de gastos é um divisor de águas na dinâmica de crescimento, mas seus efeitos só devem aparecer de forma mais concreta a partir de 2027.

Além disso, as negociações comerciais entre EUA e a União Europeia seguem sendo uma fonte de preocupação, visto a proximidade do final do prazo de 90 dias imposto pelo governo de Donald Trump em 9 de julho e ainda não há um acordo para uma redução das barreiras.

**Dessa forma, nossa avaliação é que a atividade fraca, a inflação na meta e uma possível tensão comercial entre União Europeia e EUA devem abrir espaço para mais um corte de 25bps na reunião de 24 de julho.**

**Para monitorar:** 9 de julho (prazo-limite para as negociações comerciais entre Europa e EUA), inflação de serviços, decisão do BCE em julho e seus sinais de fim de ciclo de juros.

Gráfico 2: PIB anual

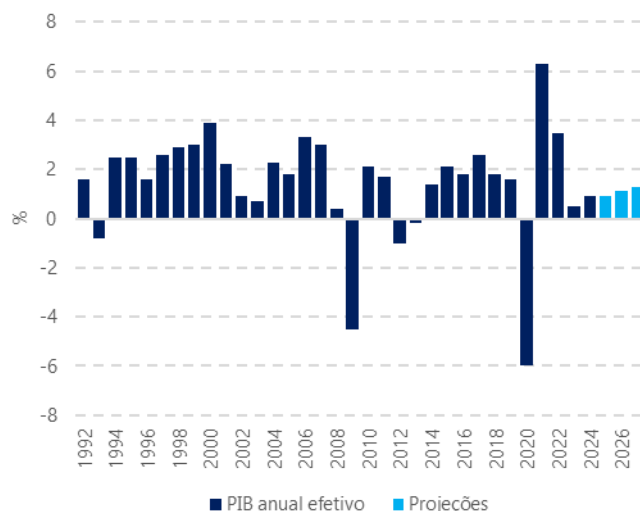
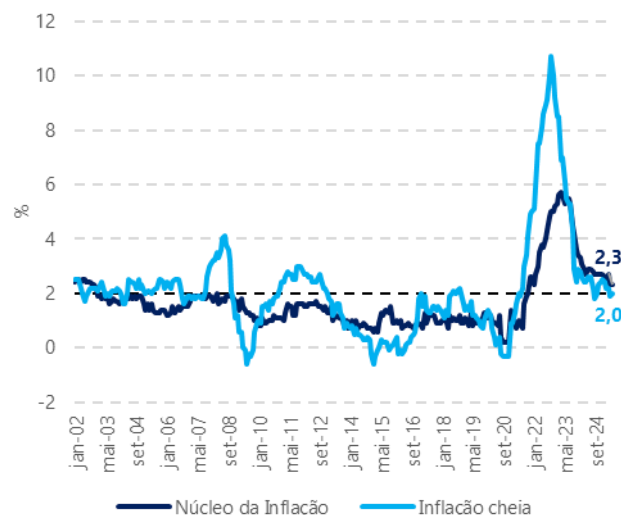


Gráfico 3: Taxa de Inflação (a/a)



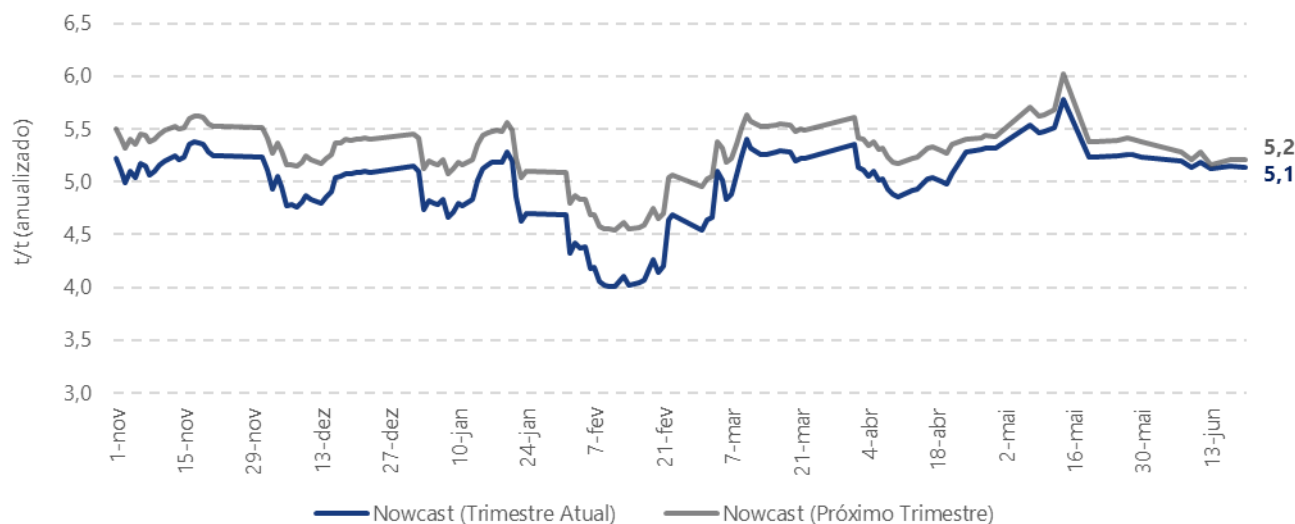
Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

## China: 2º tri ainda forte, mas desaceleração econômica à vista

Persiste o descompasso entre oferta e demanda, mantendo vivas as pressões deflacionárias na economia chinesa. O índice de preços ao consumidor recuou -0,1% a/a e o índice ao produtor caiu -3,3% a/a, em meio a uma produção industrial ainda robusta e consumo enfraquecido. O desemprego permanece em 5%, com viés de alta no segundo semestre. O PIB cresceu 5,4% no primeiro trimestre, sustentado por estímulos passados e exportações antecipadas. **A continuidade do crescimento das exportações no segundo trimestre, embora em ritmo mais moderado, combinada à redução temporária de tarifas dos EUA, deve manter a atividade resiliente no curto prazo** — o *nowcast* para o segundo trimestre aponta alta de 5,1%, em linha com a meta anual. **No entanto, esperamos desaceleração mais expressiva no segundo semestre, com crescimento anual convergindo para 4,8%, levemente abaixo da meta oficial de 5%.** Diante desse cenário, a política econômica deve seguir cautelosa e reativa ao ambiente externo, especialmente às incertezas ligadas à política comercial dos EUA. O espaço para novos estímulos segue restrito, com déficit fiscal ampliado em 12,6% do PIB e dívida pública elevada. O foco recai sobre dois **eventos-chave: o fim das negociações comerciais com os EUA no início de julho e a reunião do Politburo, entre 15 e 18 de julho**, que definirá os rumos da política econômica para o segundo semestre.

**Para monitorar:** negociação comercial com os EUA, reunião do Politburo, entre 15 e 18 de julho, 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

**Em linha com a nossa expectativa, o Banco Central elevou a Selic para 15% ao ano**, encerrando o ciclo de alta iniciado em setembro, com um aperto total de 450bps. A decisão unânime foi acompanhada por uma comunicação firme, reiterando o compromisso com a convergência da inflação à meta e indicando manutenção da taxa em nível contracionista por período prolongado. A taxa real ex-ante de 9,5% reforça o caráter restritivo da política atual. **Em nossa opinião, este foi o último ajuste do ciclo e projetamos o início dos cortes de juros em dezembro de 2025, com a Selic em 14,5% e caminhando para 10,5% ao longo de 2026.**

O principal **risco ao nosso cenário-base é uma eventual frustração quanto à magnitude da desaceleração econômica**. A atividade segue resiliente: o IBC-Br (proxy do PIB estimada pelo Bacen) aponta para crescimento de 0,8% no segundo trimestre; o mercado de trabalho mostra desemprego em 6,2%, com geração de empregos formais e aumento real de salários. Apesar disso, mantemos nossa expectativa de que os efeitos defasados da política monetária se intensificarão no segundo semestre, afetando consumo e crédito e, consequentemente, provocando desinflação. Ajuda, nesse sentido de desaceleração do crédito, a inadimplência em alta e as concessões de crédito já recuando na margem.

A inflação corrente mostra sinais mistos. O IPCA-15 de junho veio abaixo do esperado (5,27% a/a), com queda na difusão e leve arrefecimento dos serviços subjacentes. Ainda assim, os núcleos seguem pressionados, evidenciando que o caminho para a meta de 3% permanece desafiador. Reforçando, assim, a necessidade de prudência na política monetária.

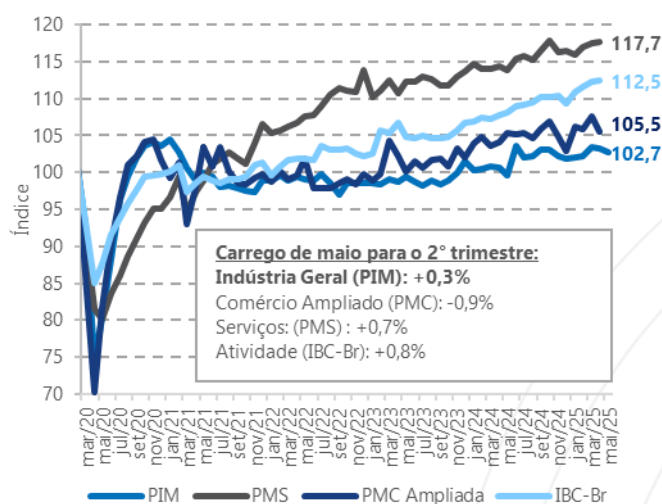
No campo fiscal, o resultado primário foi deficitário em R\$ 40,6 bi em maio, devido à antecipação do pagamento do 13º salário a beneficiários do INSS. Ainda assim, acumulamos superávit de R\$ 32,2 bi no ano até maio e **superávit de R\$ 24,1 bilhões (+0,2% do PIB) nos últimos 12 meses — o primeiro desde maio de 2023 —** devido ao bom desempenho das contas públicas no primeiro trimestre. **Contudo, esse resultado está longe de reverter o déficit**

**primário estrutural, que estimamos em -1,73% do PIB, e demonstra quão desafiadoras são as metas de déficit primário zero em 2025 e superávit de 0,25% do PIB em 2026.**

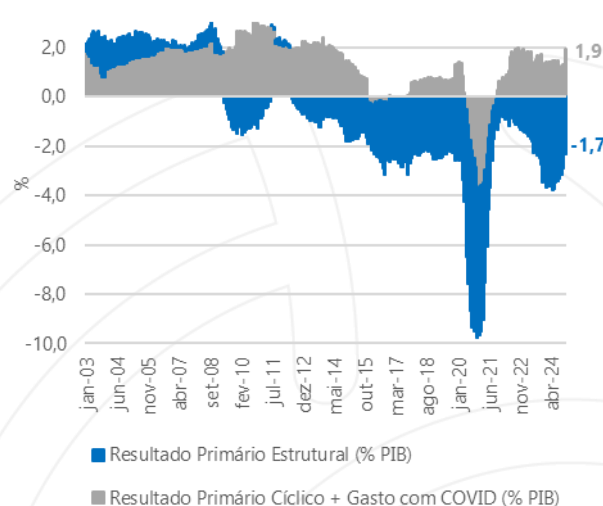
A suspensão do aumento do IOF representa um revés relevante, com impacto estimado de R\$ 10 bilhões na arrecadação desse ano. Para além da decisão do governo de recorrer ao Supremo Tribunal Federal para reverter a votação do Congresso, avaliamos que, no curto prazo, o governo deve aumentar o contingenciamento de gastos. Também é possível que o governo obtenha liminar no STF revertendo a decisão legislativa — o que restabeleceria, temporariamente, as alíquotas de IOF definidas no decreto até que o STF julgue a ação — mas não há prazo para esse julgamento acontecer. Acreditamos que o mais provável seja que a ação do governo aguarde o final do recesso (início de agosto) no STF para ser avaliada.

**Para monitorar:** decisões do STF durante o recesso de julho e a evolução das novas medidas fiscais enviadas para aprovação no Congresso antes do recesso parlamentar.

**Gráfico 5: Atividade Econômica (com ajuste sazonal)**



**Gráfico 6: Resultado Primário do Governo Central (% PIB)**



Fonte: IBGE e Tesouro Nacional. Elaboração: Galapagos Capital.

## América Latina

**CHILE:** Jeanette Jara, do Partido Comunista, venceu as primárias da coalizão de esquerda, mas apenas 9,2% da população compareceu para votar — bem abaixo dos 21% em 2021 — o que, em nossa visão, pode favorecer a direita nas eleições em novembro. Além disso, o Banco Central do Chile (BCCH) manteve, por unanimidade, a taxa de juros em 5% na reunião de junho. O comunicado destacou a incerteza global, com foco no conflito no Oriente Médio e tensões comerciais. No cenário doméstico, a atividade no 1º trimestre superou as expectativas, puxada por exportações. A inflação segue em queda, com indicador cheio em 4,4% a/a e subjacente em 3,6% a/a. O BCCH indicou que, mantidas essas condições, os cortes de juros podem ser retomados. Assim, com o tom mais brando do BCCH e a inflação em queda, projetamos novos cortes no 2º semestre, com taxa terminal de juros em 4,0% no final do ano.

**COLOMBIA:** o Banco Central (Banrep) manteve a taxa em 9,25% na reunião de junho, com quatro votos a favor, dois por corte de 50 bps e um, por corte de 25 bps. O comunicado destacou a leve queda da inflação anual entre abril e maio, passando de 5,2% a/a para 5,1% a/a. Entretanto, ponderou que as expectativas de inflação acima da meta, mostram que a convergência para a meta será mais lenta do que o esperado, e que o déficit fiscal elevado em 2025 também reduz o espaço para flexibilização da política monetária. Com relação ao cenário internacional, o comunicado indicou que as condições financeiras globais seguem restritivas, destacando as tensões geopolíticas e a incerteza relacionada a política tarifária dos EUA que, por mais que tenha reduzido, seguem elevadas. Assim, com as expectativas de inflação acima da meta e o cenário fiscal desafiador, acreditamos que a taxa de juros será mantida em 9,25% na reunião de julho.

**MÉXICO:** o Banco Central (Banxico) reduziu a taxa de juros em 50 bps na reunião de junho, com quatro votos a favor e um contra. O comunicado destacou os riscos de conflitos geopolíticos e tensões comerciais aumentando a incerteza. No cenário doméstico, a economia segue frágil, com crescimento moderado e sinais de ociosidade. A inflação cheia subiu de 3,93% para 4,51% a/a entre abril e a 1ª quinzena de junho, as expectativas para 2025 aumentaram e as de longo prazo seguem estáveis acima da meta. O balanço de riscos segue com viés de alta, embora o comunicado mantenha a convergência da inflação para o 3º trimestre de 2026. O Banxico indicou que seguirá avaliando cortes, considerando todos os determinantes da inflação. Dado o tom mais duro no comunicado, o cenário externo incerto e a inflação acima da meta, acreditamos que o Banxico irá reduzir a intensidade dos cortes, passando para um ritmo de 25 bps de corte na reunião de agosto.

**Tabela 2: Indicadores Financeiros (junho de 2025)**

| Junho 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           | 6.204,95          | 22.679,01       | 44.094,77          | 24.072,28                    | 8.760,96                      | 138.854,60              | 57.450,88    | 1.222,78                                   | 2.805,70                                   | 2.277,06                                   |
| % Perf.       | 4,96%             | 6,27%           | 4,32%              | 3,36%                        | -0,13%                        | 1,33%                   | -0,68%       | 5,65%                                      | 1,84%                                      | 1,54%                                      |
|               |                   |                 |                    |                              |                               |                         |              |                                            |                                            |                                            |
| CURRENCY      | Dólar Australiano | Real Brasileiro | Libra Esterlina    | Dólar Canadense              | Euro                          | Iene Japonês            | Franco Suíço |                                            |                                            |                                            |
| Mês           | 0,66              | 5,44            | 1,37               | 1,36                         | 1,18                          | 144,23                  | 0,79         |                                            |                                            |                                            |
| % Perf.       | 2,30%             | -4,83%          | 1,88%              | -0,95%                       | 3,64%                         | 0,23%                   | -3,41%       |                                            |                                            |                                            |
|               |                   |                 |                    |                              |                               |                         |              |                                            |                                            |                                            |
| 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              | 4,32            | 4,29               | 4,23                         | 2,61                          | 14,90                   |              |                                            |                                            |                                            |
| % Perf.       | 0,00%             | 0,00%           | -0,97%             | -3,93%                       | 4,28%                         | 1,71%                   |              |                                            |                                            |                                            |
|               |                   |                 |                    |                              |                               |                         |              |                                            |                                            |                                            |
| COMMODITIES   | BCOM              | Ouro            | Petróleo           | Ferro                        |                               |                         |              |                                            |                                            |                                            |
| Mês           | 102,02            | 3297,33         | 65,11              | 718,00                       |                               |                         |              |                                            |                                            |                                            |
| % Perf.       | 2.03%             | 0.12%           | 9.06%              | 2.06%                        |                               |                         |              |                                            |                                            |                                            |

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