



# Carta Macro Mensal

Setembro 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. Expectativa = -25pbs.**  
**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 = manutenção dos juros no intervalo entre 4,00% e 4,25%.**

### 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 = -25pbs.**  
**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: efeitos do tarifaço

Apesar de crescer abaixo da tendência de longo prazo, a economia global mostra resiliência no terceiro trimestre e deve crescer 1,7% (anualizado). Esse resultado reflete a implementação mais lenta das tarifas de importação pelos EUA e surpresas positivas na Europa e na Ásia. Observa-se, contudo, uma rotação inflacionária: enquanto o núcleo da inflação acelera nos EUA, outras regiões, em especial a Europa, registram arrefecimento, favorecidas pela queda nos preços de serviços. Assim, a economia global segue em transição para um novo equilíbrio, moldada pela recomposição das cadeias de produção, pelos realinhamentos geopolíticos e pela normalização das condições financeiras. Nos EUA, a atuação da administração atual em múltiplas frentes (comercial, geopolítica, imigratória, fiscal e monetária) tem elevado a percepção de risco dos investidores, refletida na maior inclinação da curva de juros. Avaliamos que tanto a tendência estrutural de depreciação do dólar quanto o aumento do prêmio de prazo devem permanecer como elementos centrais do cenário-base nos próximos trimestres. No curto prazo, a fraqueza do dólar tende a beneficiar as economias emergentes ao facilitar a condução da política monetária. Contudo, a elevação das taxas longas pode encarecer o financiamento e limitar o investimento nos países emergentes ao longo do tempo, exigindo monitoramento cuidadoso.

## Estados Unidos: enfraquecimento do mercado de trabalho

O Federal Reserve caminha para inaugurar um ciclo de afrouxamento monetário já em setembro, com uma redução inicial de 25 pontos-base na taxa básica. A decisão reflete o reconhecimento de que os riscos associados ao mercado de trabalho tornaram-se mais evidentes, ainda que a inflação permaneça desconfortavelmente elevada. No simpósio de Jackson Hole, no fim de agosto, o presidente Jerome Powell endossou a precificação já incorporada nos mercados de juros, que sinalizava corte da Fed Funds em setembro. A deterioração do mercado de trabalho foi confirmada por dois relatórios consecutivos: o de julho mostrou a criação líquida de vagas, na média móvel trimestral, caindo de 150 mil para apenas 28 mil; e o de agosto reforçou essa tendência ao apontar ritmo de apenas 29 mil vagas. Esse quadro desloca o balanço de riscos da política monetária: a prioridade deixou de ser exclusivamente a estabilidade de preços e passou a incluir de forma mais explícita a preservação da robustez do emprego.

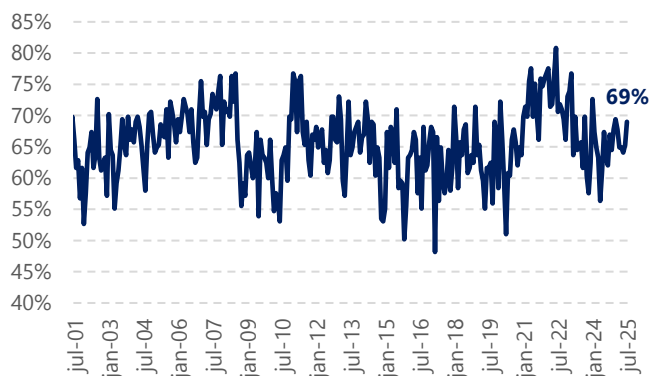
**Diante desse cenário, projetamos que o FOMC promoverá dois cortes de juros no segundo semestre de 2025: uma redução de 25 pontos-base em setembro, seguida por pausa em outubro; e novo corte de 25 pontos-base em dezembro.** O dilema do Comitê é claro: de um lado, indicadores do mercado de trabalho sinalizam enfraquecimento; de outro, os dados de atividade continuam resilientes. Os índices de gerentes de compras (PMIs) sugerem crescimento acima da média, com pressões de custos e maior propensão a repasses de preços, enquanto o núcleo do PCE acumula alta de 2,9% em 12 meses até julho, pressionado sobretudo por serviços e pelos efeitos ainda em curso das tarifas de importação sobre os preços.

O balanço institucional também recomenda cautela. O dólar segue em trajetória de enfraquecimento frente às principais moedas, enquanto a inclinação mais acentuada da curva de juros – com os longos abrindo em relação ao curto prazo – sinaliza aumento do prêmio de risco exigido pelos investidores. Essa dinâmica é reflexo de incertezas ligadas à atuação da administração atual em múltiplas frentes: comercial, geopolítica, imigratória, fiscal e monetária. Em nossa avaliação, tanto a tendência estrutural de depreciação do dólar quanto o maior grau de inclinação da curva devem permanecer como elementos centrais do cenário-base para os próximos trimestres.

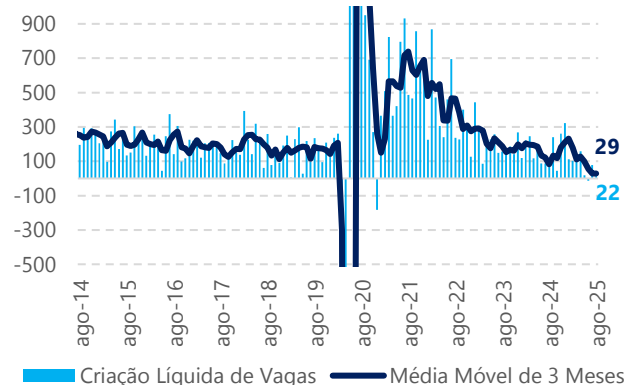


**Para monitorar:** evolução da inflação (com foco na inflação de bens) e dos indicadores do mercado de trabalho, decisão monetária de setembro e as novas projeções dos membros do FOMC para inflação, emprego, crescimento do PIB e taxa de juros.

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



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



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

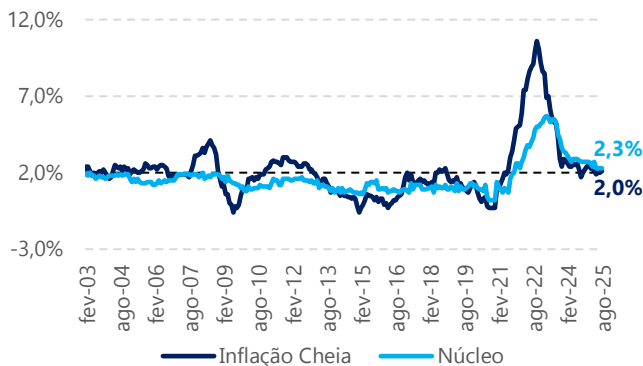
## Zona do Euro: estabilidade monetária no curto prazo

Com crescimento moderado, mercado de trabalho ainda aquecido e inflação em trajetória de convergência à meta, o BCE sinaliza que está confortável em manter juros em 2% a.a., aguardando sinais mais nítidos de desaceleração inflacionária para avaliar cortes em 2026. **Em nossa avaliação, o cenário aponta para estabilidade monetária no curto prazo, com a economia demonstrando maior resiliência frente às incertezas globais. Nesse sentido, revisamos nossa projeção e agora esperamos o início do ciclo de flexibilização apenas no primeiro semestre de 2026, substituindo a expectativa de corte adicional ainda este ano.** A prévia de agosto confirma essa leitura: a inflação avançou levemente para 2,1% a/a, enquanto o núcleo permaneceu em 2,3% a/a pelo quarto mês consecutivo. A alta de 0,1p.p. na inflação refletiu sobretudo a menor queda nos preços de energia (-1,9% a/a versus -2,4%), compensando a desaceleração em alimentos (3,2% a/a ante 3,3%).

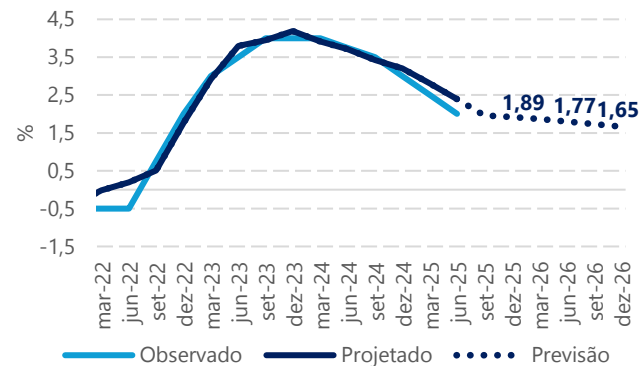
No campo político, a França pode adicionar algum ruído com a provável derrota do premiê Bayrou em voto de confiança em setembro. Entretanto, mesmo em cenário de eleições antecipadas, não esperamos mudanças relevantes na trajetória fiscal, já que os principais partidos mantêm compromisso explícito com as regras europeias. Assim, o balanço de riscos segue relativamente controlado: inflação convergindo de forma lenta, atividade resiliente e instituições fiscais sólidas. Esse conjunto sustenta a atual postura cautelosa do BCE, com cortes de juros deslocados para 2026.

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

**Gráfico 3: Inflação (a/a)**



**Gráfico 4: Projeção da Deposit Facility Rate (%)**



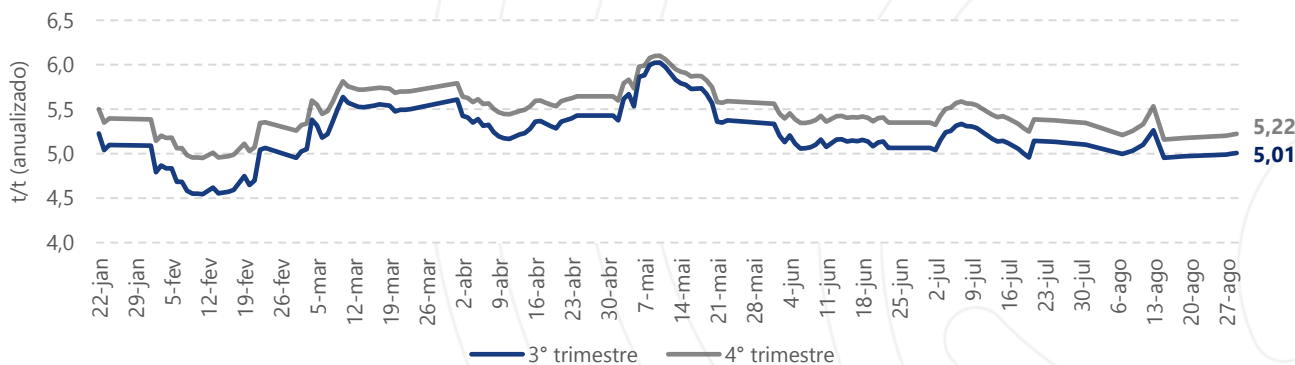
Fontes: Bloomberg e Eurostat. Elaboração: Galapagos Capital.

## China: deflação pode ser fonte de desaceleração econômica à frente

Após um primeiro semestre marcado por forte contribuição das exportações e do consumo interno, a perspectiva para o segundo semestre é de desaceleração econômica. As exportações caíram em julho (-1,9% m/m), mas os dados de alta frequência sugerem recuperação parcial em agosto, apoiada principalmente pela demanda fora dos Estados Unidos. Do lado interno, setores de mineração (carvão, petróleo, gás, metais) seguem pressionados, enquanto os setores apoiados por políticas públicas (alta tecnologia, semicondutores, biotecnologia, aeroespacial) apresentaram melhor desempenho. A maior preocupação na nossa avaliação é a deflação. O excesso de capacidade em setores como siderurgia, carvão e energia mantém a dinâmica de preços em queda. As medidas voltadas ao controle do sobre-investimento e da capacidade instalada devem ser graduais, mas devem restringir a expansão de produção e novos investimentos. **Com isso, estimamos que a deflação pode custar 1% do PIB esse ano, desencadeando menor crescimento para os próximos anos.**

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

**Gráfico 5: Nowcast do PIB**



Fonte: CEIC. Elaboração: Galapagos Capital.

## Brasil: sinais de enfraquecimento da demanda doméstica

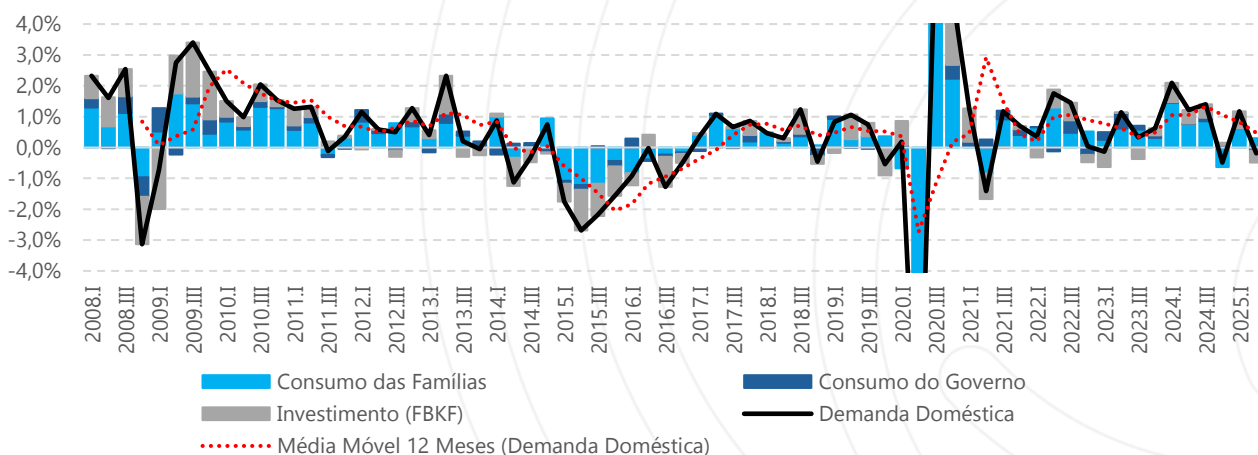
O governo enviou ao Congresso o Projeto de Lei Orçamentária (PLOA) de 2026, que traz as projeções preliminares para crescimento econômico, inflação, juros e câmbio, além de receitas e despesas do governo central (Tesouro, INSS e Banco Central). Os principais destaques foram: a manutenção da meta de superávit primário em 0,25% do PIB (R\$ 34,3 bilhões), a projeção de salário-mínimo de R\$ 1.631,00 (+7,4% sobre 2025), receitas crescendo 8,9% a/a com expectativa de aprovação de medidas de arrecadação e despesas avançando 7,5%, refletindo desaceleração dos gastos previdenciários. Em nossa avaliação, as receitas parecem otimistas e as despesas, subestimadas, um viés recorrente que deve ser ajustado no processo de votação no Congresso. A votação só deve avançar em novembro, quando as projeções serão atualizadas.

No lado da inflação, o IPCA-15 de agosto registrou deflação de -0,14% m/m, influenciada pelo crédito de Itaipu nas tarifas de energia elétrica. Apesar disso, alguns itens vieram mais pressionados do que o esperado: passagens aéreas (com deflação menor do que a projetada), serviços pessoais e educação (rematrículas escolares). Serviços como passagens aéreas e despesas pessoais são notoriamente voláteis, sem leitura estrutural sobre a demanda. Já a surpresa de alta em educação pode sinalizar a demanda mais resiliente. Contudo, a desaceleração do crescimento trimestral do PIB, de 1,3% no primeiro trimestre para 0,4% no segundo, reforça o diagnóstico de enfraquecimento da demanda. A demanda doméstica — composta por consumo das famílias, do governo e investimentos — recuou -0,2% após alta de 1,2% no trimestre anterior e média de 1,3% em 2024.

Em nossa avaliação, a persistente pressão da inflação de serviços justifica a sinalização do Banco Central de manter juros elevados por mais tempo. No entanto, a continuidade da perda de fôlego da atividade deve abrir espaço para cortes a partir do fim do ano. **Mantemos a projeção de início do ciclo em dezembro de 2025, com a Selic encerrando o ano em 14,50%, refletindo tanto o efeito contracionista dos juros reais próximos de 9% quanto a contribuição desinflacionária da apreciação cambial.**

**Para monitorar:** votação do projeto que isenta do IRPF quem recebe até R\$ 5mil/mês a partir de 2026, pesquisa de opinião sobre a aprovação do governo e os dados de atividade econômica.

Gráfico 6: Demanda Doméstica (t/t-1)



Fonte: IBGE. Estimativa e Elaboração: Galapagos Capital.

## América Latina

**CHILE:** em 21 de agosto, o ministro da Fazenda, Mario Marcel, renunciou ao cargo, e foi substituído por Nicolás Grau, ministro da Economia. A expectativa é de que Grau mantenha o compromisso com a meta fiscal de déficit estrutural de 1,1% do PIB para 2025. Com relação à economia doméstica, o PIB do segundo trimestre cresceu +0,4% t/t-1 (3,1% a/a), com destaque para a alta na formação bruta de capital fixo (+4,0% t/t-1) e do consumo de serviços (+4,8% t/t). Na inflação, o dado de julho surpreendeu para cima registrando 0,9% m/m (ante -0,4% m/m em junho). A alta se deu principalmente pela inflação em energia elétrica e alimentos. Acreditamos que a alta da inflação e a atividade forte devem deixar o Banco Central (BCCh) em alerta. **Assim, esperamos a manutenção dos juros em 4,75% na reunião de setembro.**

**COLÔMBIA:** o PIB do segundo trimestre cresceu 0,5% t/t-1 (2,1% a/a), abaixo das expectativas, porém ainda forte. O crescimento abaixo do esperado foi devido à queda na atividade mineradora (-10,2% a/a) e na construção (-3,5% a/a). Com relação à inflação, o dado de julho registrou 0,28% m/m, acima do consenso e dos 0,1% m/m do mês anterior. Em termos anuais, a inflação passou de 4,82% a/a para 4,9% a/a. Na abertura, os principais fatores de alta foram: a inflação de alimentos, habitação, utilidades, hotéis e restaurantes. Adicionalmente, a inflação de serviços permaneceu alta e persistente (6,5% a/a). Acreditamos que a alta da inflação em julho deve manter o Banco Central (Banrep) cauteloso. **Assim, esperamos a manutenção dos juros em 9,25% na reunião de setembro.**

**MÉXICO:** o crescimento trimestral do PIB do segundo trimestre veio em linha com o consenso, +0,6%, tendo como destaques: o setor secundário, +0,7%, e terciário, +0,8%, enquanto o primário recuou -2,4%. Além disso, a inflação da primeira quinzena de agosto surpreendeu ao registrar queda de -0,2% m/m, abaixo do consenso. A maior parte da queda ocorreu pelos itens não subjacentes (bens e serviços que a política monetária não tem grande impacto), que passaram de -0,08% m/m na segunda quinzena de julho para -0,41% m/m na primeira quinzena de agosto, com destaque para a queda em produtos agropecuários (frutas, verduras e carne). **Assim, a inflação abaixo do esperado e a atividade moderada reforçam nossa expectativa de corte de 25 pbs pelo Banco Central (Banxico) na reunião de setembro.**

Tabela 1: Indicadores Financeiros (agosto de 2025)

Agosto 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	6.460,26	23.415,42	45.544,88	25.077,62	9.187,34	141.422,26	58.708,86	1.258,44	2.853,57	2.298,22
% Perf.	1,91%	0,85%	3,20%	1,23%	0,60%	6,28%	2,28%	1,22%	1,25%	1,20%
CURRENCY	Dólar Australiano	Real Brasileiro	Libra Esterlina	Dólar Canadense	Euro	Iene Japonês	Franco Suíço			
Mês	0,65	5,43	1,35	1,37	1,17	147,05	0,80			
% Perf.	1,79%	-3,05%	2,25%	-0,83%	2,37%	-2,45%	-1,45%			
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	4,27	4,14	4,23	2,72	14,90				
% Perf.	0,00%	-1,81%	-4,57%	-3,34%	1,08%	0,00%				
COMMODITIES	BCOM	Ouro	Petróleo	Ferro						
Mês	102,79	3447,95	64,01	787,00						
% Perf.	1,58%	4,80%	-7,58%	3,48%						

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