



Carta Macro Mensal

Novembro 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 = -25bps, Fed funds no intervalo entre 3,75% e 4,00%.

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 = manutenção dos juros no intervalo entre 3,75% e 4,00%.**
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: resiliência da atividade

Melhora da atividade global acompanhada do desafio para a desinflação, esse é o momento da economia mundial. A moderação gradual do crescimento, desde o aumento das tarifas de importação dos EUA, reduziu a percepção de risco de recessão e levou a revisões positivas para o PIB em diversas regiões. No entanto, essa resiliência ocorre com a inflação subjacente estabilizada em torno de 3% (gráfico 1), acima das metas dos principais bancos centrais. A lenta desaceleração da atividade decorreu, em parte, da ausência de retaliações amplas à nova estratégia comercial dos EUA e dos ciclos de corte de juros em economias avançadas, que contribuíram para sustentar a demanda. Ocorre que essa resiliência no crescimento limita o ritmo de queda da inflação, exigindo juros reais superiores à média histórica dos últimos 20 anos (gráfico 2), o que resulta em condições financeiras restritivas e, por isso, demanda maior rigor na alocação de capital.

Nos mercados emergentes, o cenário segue heterogêneo. Economias mais integradas às cadeias asiáticas se beneficiam da realocação de comércio em meio às tensões tarifárias entre EUA e China, enquanto outras ainda enfrentam restrições inflacionárias e pouco espaço para afrouxamento monetário. A manutenção de juros elevados nas economias desenvolvidas reforça a necessidade de prudência fiscal e monetária para preservar a atratividade de ativos locais e evitar desequilíbrios externos.

Gráfico 1: Mediana das inflações (a/a)

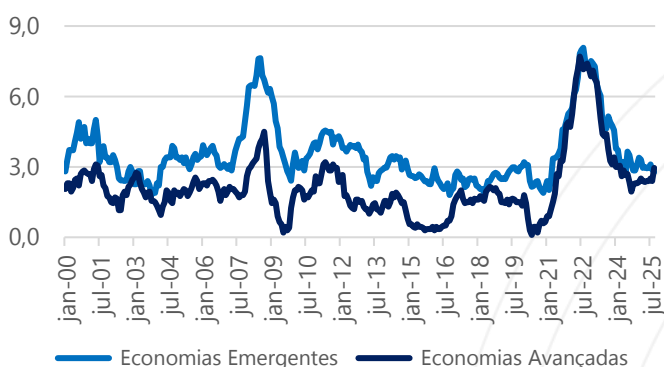
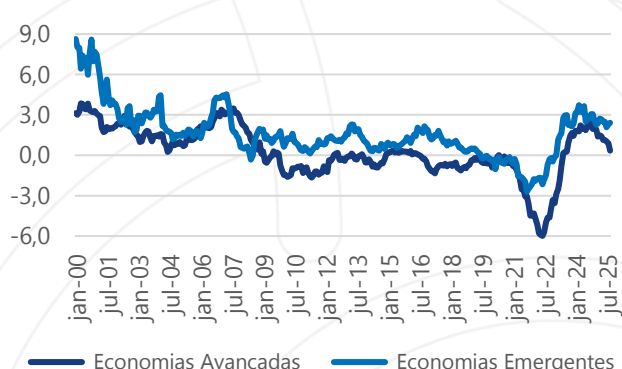


Gráfico 2: Mediana dos juros reais (a.a)



Fonte: Bloomberg. Estimativas e Elaboração: Galapagos Capital.

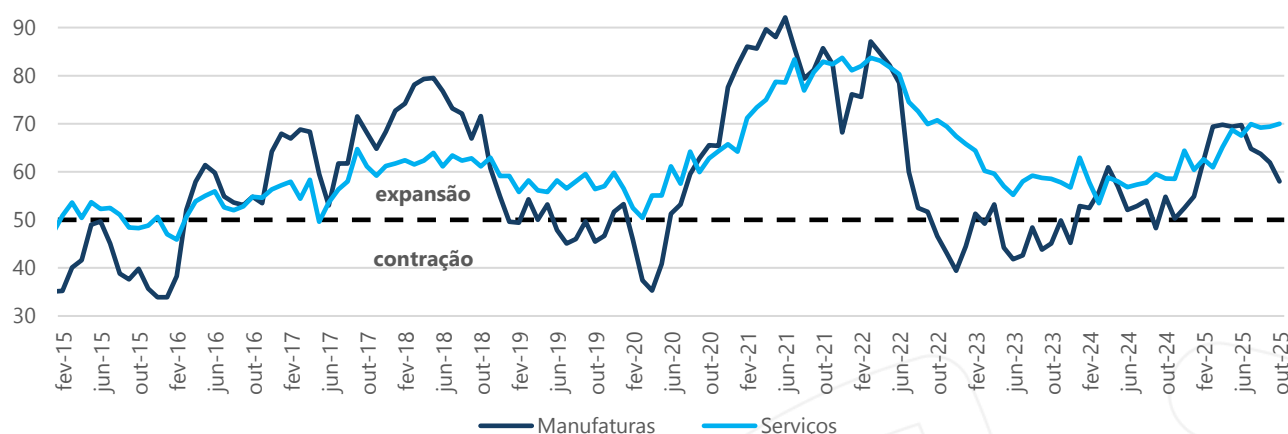
Estados Unidos: pausa em dezembro?

A economia dos Estados Unidos continua em expansão, mas com sinais claros de moderação típica de fim de ciclo. O crescimento segue sustentado por um consumo resiliente, pela robustez da renda do trabalho e pela melhora dos salários reais. O arrefecimento do mercado de trabalho resulta da desaceleração nas contratações, e não do aumento nas demissões — sugerindo um processo de normalização, e não de contração.

Já com relação à inflação, até setembro, tanto o índice cheio quanto o núcleo do CPI ficaram em torno de 3%, acima da meta de 2% do Federal Reserve, indicando que o processo de desinflação ainda não está completo.

Apesar de até setembro o repasse das tarifas de importação aos preços ter sido mais brando do que o esperado pelo consenso, o avanço das tarifas sobre bens importados elevou custos de insumos e, ainda, pode resultar em novos aumentos de preços nos próximos meses. Pesquisas com executivos financeiros indicam pressão de custos (gráfico 3) e, com isso, mantém alta as chances de parcela significativa desses custos ainda ser repassada ao consumidor, sustentando a inflação acima da meta por mais tempo. O objetivo da autoridade monetária é que essa pressão de custos não gere uma segunda rodada de elevação de preços.

Gráfico 3: ISM de Preços Pagos (em pontos)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

Diante desse quadro, **mantém-se o dilema do Federal Reserve**: de um lado, a perda de tração no mercado de trabalho sugere espaço para cortes de juros; de outro, a persistência inflacionária limita a magnitude e a velocidade desse processo. O resultado mais provável é um ciclo de afrouxamento gradual, dependente de dados, e calibrado para evitar reaceleração inflacionária. **Nossa expectativa é de pausa no ciclo de corte de juros na decisão de dezembro.**

Na decisão de outubro, o Fed reduziu a taxa dos *fed funds* em 25 pontos-base, com dois votos dissidentes: o governador Stephen Miran defendeu um corte de 50 pontos-base, enquanto o presidente do Fed de Kansas City, Jeffrey Schmid, preferiu manter as taxas inalteradas. O comunicado foi bastante semelhante ao da decisão anterior, mas o contraste entre **os votos dissidentes e a coletiva de imprensa do presidente Jerome Powell, em que minimizou as chances de um novo corte em dezembro, levaram os mercados a interpretarem o anúncio como mais hawkish do que o esperado.**

O *shutdown* do governo federal já é o mais longo da história e o consequente apagão de dados oficiais continuam sem perspectiva de resolução. Até o momento, a paralisação já dura 37 dias, superando o recorde anterior de 35 dias no final de 2018. **A falta de informações atualizadas também preocupa do Federal Reserve e suporta a nossa expectativa de pausa no ciclo de corte de juros em dezembro.**

No campo do comércio exterior, **vemos como temporária a trégua entre Estados Unidos e China** decorrente do acordo parcial recente — que envolveu a redução das tarifas aplicadas por Washington sobre produtos chineses de 57% para 47% e a suspensão, por Pequim, dos controles de exportação para embarques aos EUA, além da retomada das compras de soja. Em nossa avaliação, essa trégua não altera o pano de fundo estratégico: as duas

economias seguem em um processo de endurecimento mútuo e desacoplamento gradual nas frentes comercial e tecnológica.

Para monitorar: negociações sobre o teto da dívida pública (fim do shutdown), evolução da inflação (com foco na inflação de bens) e dos indicadores do mercado de trabalho e decisão monetária de dezembro.

Zona do Euro: crescimento acima do potencial!

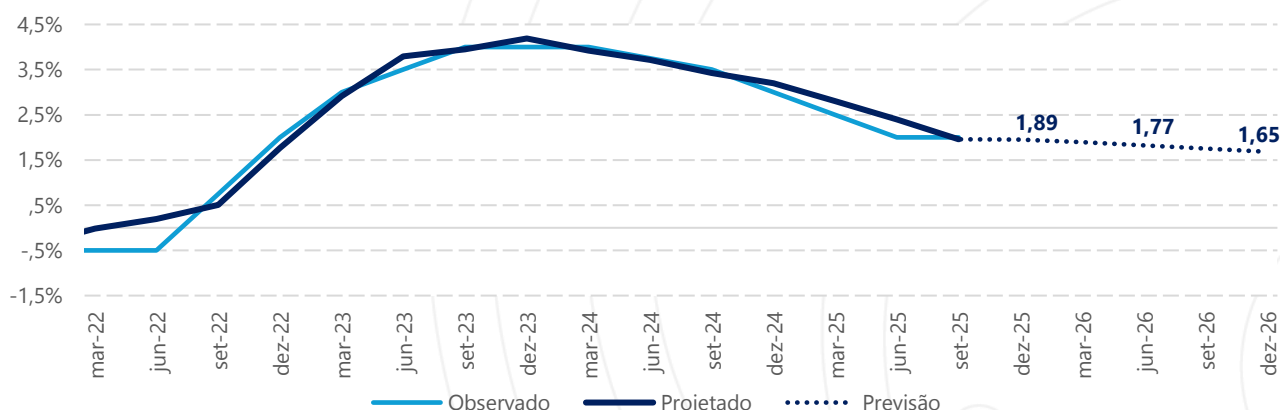
A economia da área do euro permanece resiliente, com o PIB do terceiro trimestre registrando alta de 0,2% na comparação trimestral e de 1,3% na comparação anual – superando as estimativas do consenso e a nossa estimativa de crescimento potencial (+1%). A expansão segue impulsionada pelo setor de serviços, apoiada pelo aumento dos salários reais e a resiliência do mercado de trabalho com taxa de desemprego de 6,3%, próxima das mínimas históricas.

Como resultado, o BCE manteve a taxa básica de juros inalterada em 2% na reunião de outubro, reiterando sua abordagem dependente de dados, sem assumir compromissos prévios sobre os próximos passos. A inflação ainda ligeiramente acima da meta e o período de inverno reforçam a necessidade de cautela. A presidente Christine Lagarde afirmou que a Europa está “em uma boa posição” em relação ao atual patamar de juros. **Nossa expectativa é de manutenção da taxa de juros nas próximas decisões, com o início do ciclo de cortes apenas no primeiro semestre de 2026, à medida que o processo de desinflação se consolide.**

No campo fiscal e político, a França continua sendo a principal fonte de incerteza na região. O país enfrenta uma crise institucional em andamento, apesar da continuidade do primeiro-ministro Sébastien Lecornu ter proporcionado estabilidade administrativa no curto prazo e poder contribuir para destravar as negociações do orçamento de 2026.

Para monitorar: decisão do BCE em dezembro, evolução dos preços de energia e da atividade.

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



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

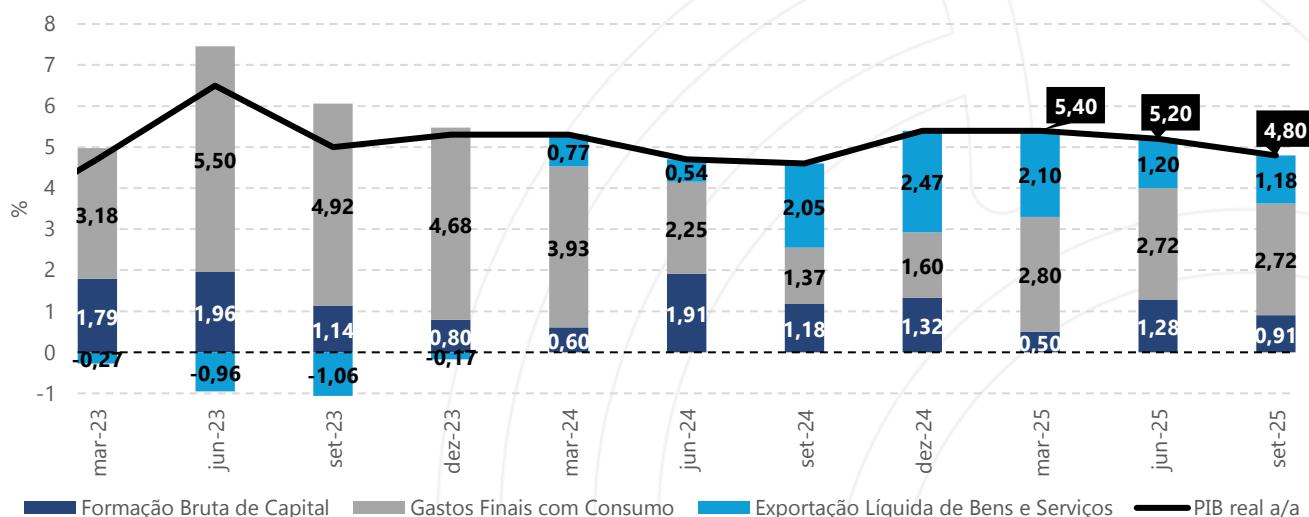
China: política *anti-involution*

A economia chinesa está em transição para um modelo de crescimento menos baseado em investimento e expansão de capacidade e mais orientado à eficiência e produtividade. Mas essa transição ocorre em um ambiente marcado por excesso de capacidade produtiva, acúmulo de estoques e fragilidade persistente no setor imobiliário. Com isso, **acreditamos que o efeito no curto prazo é de aumento da dependência de estímulos fiscais e de crédito juntamente com desaceleração do crescimento econômico.**

A política de “*anti-involution*” busca reduzir competição excessiva em setores com baixa rentabilidade e forte redundância produtiva por meio de um conjunto de **ações regulatórias e administrativas do Estado para coordenação regulatória, consolidação industrial, direcionamento de investimento para setores estratégicos e reversão da deflação.**

No **terceiro trimestre, o PIB desacelerou** para 4,8% em relação ao crescimento de 5,2% no segundo trimestre e, para mitigar essa desaceleração, Pequim anunciou um pacote fiscal de RMB 1 trilhão (0,7% do PIB), voltado à reestruturação das dívidas de governos locais e a gastos direcionados, com efeitos que devem se estender ao início de 2026. **Contudo, as pressões deflacionárias persistem:** o deflator do PIB apresentou contração pelo décimo trimestre consecutivo (-1,0% na comparação anual), e o processo de desinflação generalizada deve continuar por mais algum tempo.

Gráfico 4: PIB a/a e Contribuições



Fonte: CEIC. Elaboração: Galapagos Capital.

O **Quarto Plenário do Comitê Central do Partido Comunista Chinês** (realizado de 20 a 23 de outubro) reafirmou a **mudança estratégica em direção a um modelo de “desenvolvimento de alta qualidade” e de “autossuficiência tecnológica”**, pilares do próximo 15º Plano Quinquenal. A liderança também reiterou sua **intenção de manter o apoio macroeconômico**, incluindo a aceleração da implementação da linha de crédito de RMB 500 bilhões, dos quais RMB 300 bilhões já haviam sido aprovados até 20 de outubro.

Para monitorar: continuação da negociação comercial com os EUA, sinais de realocação de cadeias produtivas, novos anúncios de estímulos pelo governo e desempenho das exportações para mundo ex-EUA.

Brasil: autoridade monetária mantém tom duro

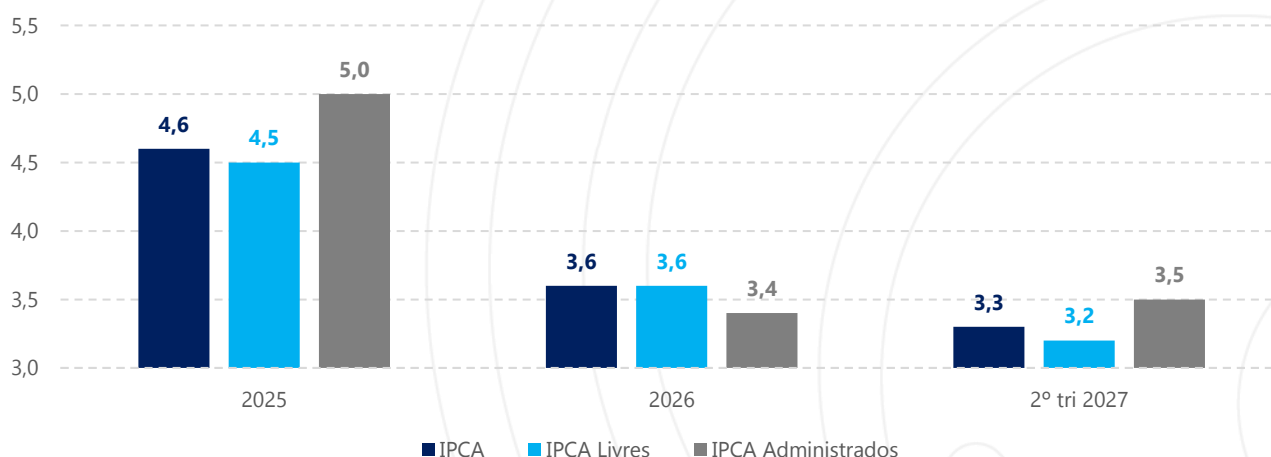
Na decisão de 5 de novembro, penúltima reunião do ano, o Banco Central do Brasil (BCB) manteve a Selic em 15% a.a. em decisão unânime. Em nossa opinião, a comunicação foi menos dura que a de setembro ao ponderar que: (i) o crescimento da atividade econômica está em trajetória de moderação, mesmo com o dinamismo do mercado de trabalho; (ii) a inflação cheia e as medidas subjacentes apresentam arrefecimento; e (iii) a projeção do cenário de referência para o horizonte relevante de política monetária está mais próxima da meta de 3%.

Ainda assim, a avaliação do Comitê que a desaceleração econômica observada é compatível com o esperado afasta a leitura de que o enfraquecimento da atividade abrirá espaço imediato para cortes de juros. Afora isso, a autoridade monetária também manteve a mensagem de que avalia a estratégia de manutenção do nível corrente da taxa de juros por período bastante prolongado como suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta.

Então, resta saber, até quando a estratégia continuará sendo suficiente, porém não necessária para garantir a convergência. Nesse sentido, vale destacar a taxa real ex-ante (swap DI 1 ano menos IPCA esperado em 12 meses) ao redor de 9,6%, bem acima da estimativa de juro neutro do próprio Banco Central (5%), que já resulta na trajetória de moderação do crescimento e na desinflação corrente.

Na nossa opinião, a revisão das projeções do cenário de referência para baixo com a desinflação da inflação dos preços livres, mais sensível a política monetária, alcançado no 2º trimestre em 3,2%, indica que estamos perto do momento que a Selic em 15% não será avaliada como necessária. Acreditamos que isso pode acontecer até a próxima decisão, em dezembro

Gráfico 5: Copom - Projeções de Inflação no Cenário de Referência



Fonte: IBGE. Estimativa e Elaboração: Galapagos Capital.

Mantemos a projeção de corte de 50 pontos-base em dezembro, levando a Selic a 14,5% e iniciando um ciclo gradual de flexibilização. Contudo, destacamos que tanto a ata e as falas dos membros do Comitê quanto os indicadores econômicos, em destaque o PIB do terceiro trimestre, serão cruciais para o início do ciclo de corte de juros na última reunião do ano.

No *front* fiscal, foi aprovado o Projeto de Lei que isenta do imposto de renda (IR) os salários até R\$ 5 mil/mês, com compensação via alíquota de 10% sobre rendimentos acima de R\$ 50 mil/mês. Essa isenção valerá a partir de 2026 e tende a ser neutra para o resultado primário do setor público, dada as medidas de compensação aprovadas em conjunto.

Para monitorar: pesquisa de opinião sobre a aprovação do governo, os dados de atividade econômica e de inflação.

América Latina

ARGENTINA: o partido *La Libertad Avanza*, de Javier Milei, venceu as eleições legislativas com 40,8% dos votos, superando a *Fuerza Patria* e seus aliados, que obtiveram 31,6%. Apesar da queda na participação eleitoral, o comparecimento superou o das eleições de Buenos Aires, refletindo mobilização da base governista e apoio reforçado por recursos vindos dos EUA. O resultado fortalece a posição de Milei, ampliando seu respaldo no Congresso para avançar com reformas e garantindo poder de veto presidencial. **Ainda assim, o cenário político segue volátil, e a consolidação desse novo ciclo dependerá de ajustes na equipe econômica e de avanços nas negociações com governadores e com o setor agropecuário.**

CHILE: o Banco Central do Chile (BCH) manteve a taxa de juros em 4,75%, em decisão unânime, em linha com a nossa expectativa. O comunicado destacou o corte de juros feito pelo Federal Reserve nos EUA e a incerteza externa, com foco nos conflitos comerciais. Do lado doméstico, com relação a inflação, o dado de setembro ficou em linha com as projeções do último Relatório de Política Monetária, com a inflação cheia em 4,4% a/a e o núcleo em 3,9% a/a. Entretanto, embora o cenário atual esteja em linha com o esperado, ainda apresenta riscos para a trajetória futura da inflação, o que justifica aguardar a obtenção de mais informações antes de prosseguir no processo de redução de juros. **Assim, devido a sinalização dura e a persistência da inflação acima da meta, projetamos a manutenção da taxa de juros em 4,75% na reunião de 16 de outubro**

COLÔMBIA: o senador Iván Cepeda venceu as primárias do Pacto Histórico – partido do presidente Gustavo Petro – com 65% dos votos, consolidando-se como principal candidato da coalizão governista na Colômbia. A participação de 2,5 milhões de eleitores superou expectativas e fortaleceu o partido no início do ciclo eleitoral de 2026, mesmo diante das recentes tensões com os EUA. No campo econômico, o Banco Central (Banrep) manteve a taxa de juros em 9,25%, destacando que a inflação subiu pelo terceiro mês seguido, alcançando 5,2%, e que as expectativas estão acima da meta de 3%. A atividade segue sólida, sustentada pelo consumo e pelo investimento, enquanto o déficit comercial se amplia com importações elevadas e exportações estagnadas. **Diante disso, avaliamos que as pressões inflacionárias, a resiliência da atividade e a piora das contas externas levarão o Banrep a manter os juros inalterados na reunião de 31 de outubro.**

MÉXICO: a inflação da primeira quinzena de outubro foi de 0,28% m/m, ante 0,18% em setembro, acumulando 3,63% a/a — abaixo de 4% desde abril. O núcleo avançou 0,18% m/m, com alta de 0,09% em bens

comercializáveis. Já o segmento de serviços teve avanço de 0,26% m/m (ante 0,11% m/m). O componente não subjacente subiu 0,64%, refletindo o reajuste das tarifas de energia elétrica e o aumento nos preços de energia. Do lado da atividade, a prévia do PIB recuou 0,2% a/a, com queda de 2,9% na indústria e avanços de 3,6% nas atividades primárias e 1,0% nos serviços. **Assim, mesmo com a inflação mostrando leve aceleração, esperamos que a desaceleração econômica leve o Banxico a cortar a taxa básica em 25 pontos-base na reunião de dezembro.**

Tabela 1: Indicadores Financeiros (outubro de 2025)

Outubro 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	6.840,20	25.858,13	47.562,87	25.906,65	9.717,25	149.540,43	62.769,18	1.401,55	2.881,38	2.337,80
% Perf.	2,27%	4,77%	2,51%	-3,53%	3,92%	2,26%	-0,23%	4,12%	0,16%	0,62%
CURRENCY	Dólar Australiano	Real Brasileiro	Libra Esterlina	Dólar Canadense	Euro	Iene Japonês	Franco Suíço			
Mês	0,65	5,38	1,32	1,40	1,15	153,99	0,80			
% Perf.	-1,03%	1,03%	-2,19%	0,65%	-1,68%	4,12%	1,03%			
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	4,00	3,80	4,08	2,63	14,90				
% Perf.	0,00%	-3,14%	-3,35%	-1,76%	-2,88%	0,00%				
COMMODITIES	BCOM	Ouro	Petróleo	Ferro						
Mês	107,30	4002,92	60,98	797,00						
% Perf.	2,56%	3,73%	-2,23%	1,79%						

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