



Relatório Macroeconômico

3º Trimestre 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?

Maiο

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 = -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: transição para novo equilíbrio e fim da expansão

A economia global manteve-se resiliente ao longo do terceiro trimestre, ainda que abaixo da tendência de longo prazo, com crescimento anualizado estimado em 1,7%. O cenário foi marcado por uma transição para um novo equilíbrio, moldado pela recomposição das cadeias produtivas, realinhamentos geopolíticos e normalização das condições financeiras. A inflação apresentou comportamento heterogêneo: enquanto o núcleo inflacionário acelerou nos EUA, refletindo os efeitos das tarifas e da inflação de serviços, outras regiões, como a Europa, registraram arrefecimento, favorecidas pela queda nos preços de serviços. A crescente dependência de dados na condução da política monetária contribuiu para a manutenção da volatilidade nos mercados.

Estados Unidos: Choque Tarifário, Inflação e Dilema Monetário

Durante o terceiro trimestre de 2025, a economia norte-americana enfrentou uma combinação complexa de desafios, marcada por pressões inflacionárias persistentes, deterioração do mercado de trabalho e incertezas políticas e institucionais.

O trimestre começou com a imposição de novas tarifas sobre importações de 66 países, elevando a tarifa efetiva nos EUA para mais de 15% em julho e superando 16% em setembro. O Brasil foi particularmente afetado, com alíquotas de até 50%, embora mais de 600 produtos tenham sido excluídos, suavizando o impacto. Esse choque tarifário funcionou como um choque de oferta negativo, com repasses já visíveis nos índices de preços, especialmente em bens duráveis e serviços. O núcleo do PCE acumulou alta de 2,9% em 12 meses até julho, e os índices de difusão indicaram pressões inflacionárias disseminadas.

Ao longo do trimestre, o mercado de trabalho deu sinais claros de enfraquecimento. A criação média de vagas caiu drasticamente, com demissões líquidas registradas em setembro. A taxa de desemprego subiu de 4,1% em julho para 4,3% em setembro. Revisões nos dados históricos retiraram mais de 900 mil empregos do balanço até março, evidenciando uma desaceleração mais profunda do que inicialmente estimada.

Apesar da fragilidade no emprego, os dados de atividade mostraram resiliência. O PIB cresceu 3,8% no segundo trimestre, impulsionado pelo consumo, e os PMIs indicaram expansão. No entanto, os sinais de alta frequência foram mistos, com divergências entre os dados de habitação e emprego.

Diante da inflação elevada e do enfraquecimento do mercado de trabalho, o Federal Reserve iniciou um ciclo de afrouxamento monetário com um corte de 25 pontos-base em setembro. O mercado projeta mais um corte na reunião de outubro ou dezembro. O dilema do Fed é claro: equilibrar o combate à inflação com a necessidade de preservar a robustez do emprego.

O trimestre também foi marcado por incertezas institucionais. O dólar seguiu em trajetória de enfraquecimento frente às principais moedas, refletindo preocupações com a atuação da administração atual em temas como comércio, imigração (com novas taxas e exigências para vistos H-1B), política fiscal e geopolítica. Um possível shutdown prolongado do governo representa risco adicional, podendo atrasar a divulgação de dados econômicos e afetar o crescimento.

Zona do Euro: Estabilidade Monetária e Crescimento Moderado

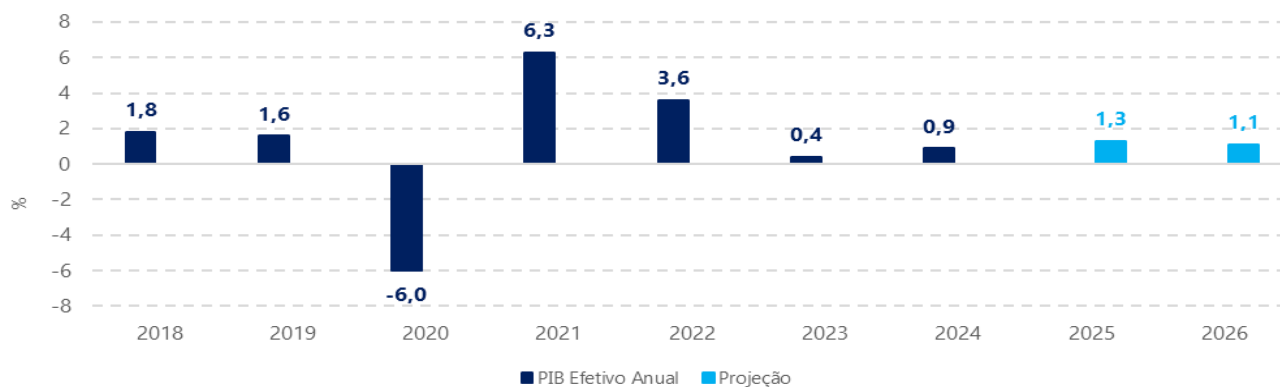
Durante o terceiro trimestre de 2025, a Zona do Euro apresentou sinais de resiliência econômica, com inflação convergindo à meta, crescimento moderado e estabilidade na política monetária, mesmo diante de incertezas globais e desafios estruturais.

O Banco Central Europeu (BCE) manteve a taxa básica de juros em 2% ao longo do trimestre, sinalizando que a política monetária está adequada para equilibrar os riscos de inflação e atividade. A inflação atingiu a meta em julho e permaneceu próxima disso nos meses seguintes. O BCE reforçou sua abordagem dependente de dados, indicando que cortes de juros só devem ocorrer a partir do primeiro semestre de 2026.

A inflação mostrou leve oscilação, com alta pontual em agosto (2,1% a/a), puxada por menor queda nos preços de energia. O mercado de trabalho permaneceu aquecido, com desemprego historicamente baixo e renda real em alta, sustentando o consumo. Esse cenário contribuiu para a manutenção da política monetária, com o BCE confortável em aguardar sinais mais claros de desaceleração inflacionária.

A economia da Zona do Euro deve crescer cerca de 1% no curto prazo, ritmo semelhante ao período pré-pandemia. A composição do crescimento é heterogênea: Alemanha mais fraca, enquanto Espanha e outros países apresentam desempenho mais robusto. A produtividade começou a avançar, compensando a desaceleração na força de trabalho, e o apoio fiscal alemão e a execução dos recursos do plano NextGenerationEU devem sustentar o investimento e o crescimento até 2026.

Gráfico 3: PIB (a/a)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Área econômica do grupo da i9.

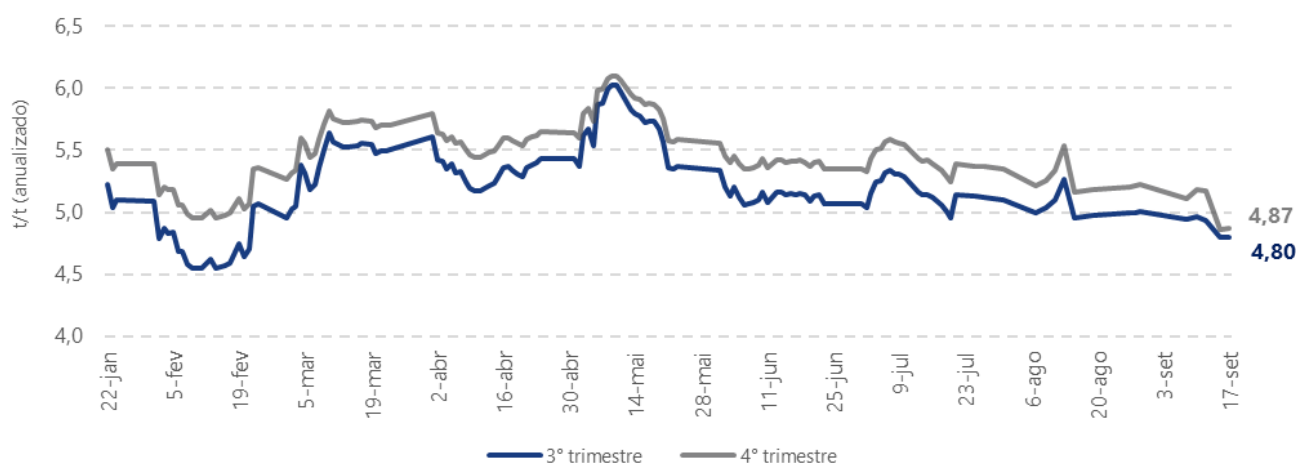
O principal desafio estrutural é demográfico: mesmo com alta imigração, a população em idade ativa tende a cair, exigindo ganhos sustentados de produtividade para manter o dinamismo econômico. No campo político, a possível derrota do premiê francês Bayrou em setembro pode gerar ruído, mas não deve alterar a trajetória fiscal, dada a adesão dos principais partidos às regras europeias.

China: Crescimento Resiliente com Sinais de Moderação e Deflação

Durante o terceiro trimestre de 2025, a economia chinesa manteve uma trajetória de crescimento sólido, mas com sinais crescentes de moderação no ritmo de expansão e preocupações com deflação, que podem impactar o desempenho nos próximos trimestres.

O PIB cresceu 5,2% no segundo trimestre, superando expectativas e mantendo-se em linha com a meta anual do governo. O crescimento foi sustentado por consumo das famílias e investimentos, com contribuição positiva do setor externo. No entanto, projeções para o segundo semestre indicam desaceleração, com estimativas de crescimento em torno de 4,8% nos terceiro e quarto trimestres, segundo modelos de nowcasting.

Gráfico 4: Nowcast do PIB



Fonte: CEIC. Elaboração: Área econômica do grupo da i9.

A deflação emergiu como o principal risco de curto prazo. Em agosto, os índices de preços ao consumidor (-0,4% a/a) e ao produtor (-2,9% a/a) mostraram quedas significativas. Embora isso alivie custos, também comprime margens, reduz renda real e desestimula investimentos. Estima-se que a deflação possa reduzir o crescimento do PIB entre 0,5% e 1,0% neste ano.

Enquanto setores ligados à mineração enfrentam pressão, os segmentos apoiados por políticas públicas apresentaram desempenho mais robusto. As exportações mantiveram crescimento anual em agosto, com destaque para mercados fora dos EUA, como Europa e Ásia emergente.

O Banco Central Chinês manteve as taxas de juros básicas (3,0% para 1 ano e 3,5% para 5 anos), optando por medidas seletivas em vez de estímulos amplos. Entre elas, destacam-se ações contra competição predatória ("anti-involution") e antecipação parcial da cota de títulos locais de 2026 para ativar o consumo. Essas medidas visam sustentar o crescimento em torno de 5% até 2026.

Apesar de lucros industriais ainda negativos em termos anuais, houve melhora em relação ao início do verão, sugerindo recomposição gradual de margens. Isso pode indicar uma estabilização parcial da atividade empresarial, mesmo diante de desafios estruturais.

Brasil: Fim do Ciclo de Alta, Demanda Fraca e Política Monetária Rígida

Durante o terceiro trimestre de 2025, o Brasil entrou em uma fase de transição monetária, com o fim do ciclo de alta da Selic, mas ainda sob uma postura contracionista do Banco Central. A atividade econômica mostrou sinais de desaceleração, especialmente na demanda doméstica, enquanto o cenário fiscal e inflacionário exigiu cautela das autoridades.

O Banco Central manteve a Selic em 15% a.a. ao longo do trimestre, encerrando o ciclo de alta. No entanto, adotou um tom duro, indicando que os juros permanecerão elevados por um período prolongado e que está pronto para retomar o aperto se necessário. A taxa real ex-ante próxima de 9,5% está bem acima do juro neutro estimado, favorecendo o processo de desinflação.

Apesar da deflação pontual registrada no IPCA-15 de agosto (-0,14% m/m), influenciada por fatores temporários como o crédito de Itaípu, a inflação de serviços permaneceu pressionada. A desaceleração da atividade foi evidente: o crescimento do PIB caiu de 1,3% no primeiro trimestre para 0,4% no segundo. Setores como comércio varejista, indústria de transformação e construção civil foram os mais afetados.

O Banco Central manteve suas projeções de inflação praticamente inalteradas, com IPCA estimado em 4,8% para 2025 e convergência gradual à meta de 3% até 2028. A expectativa é de início do ciclo de cortes entre o final de 2025 e começo de 2026, com redução de 50 pontos-base, levando a Selic a 14,5%.

O governo apresentou o Projeto de Lei Orçamentária de 2026, com meta de superávit primário de 0,25% do PIB. As receitas foram consideradas otimistas e as despesas subestimadas pelo mercado. Em setembro, o governo elevou bloqueios de despesas para R\$ 12,1 bilhões, sem contingenciamento formal, mas com risco de revisão em novembro. A proposta de isenção de IR até R\$ 5 mil/mês, compensada por alíquota de 10% sobre rendimentos acima de R\$ 50 mil/mês, tende a ser neutra para os mercados.

As tarifas impostas pelos EUA ao Brasil devem ter impacto macroeconômico limitado, dada a baixa abertura comercial do país. No entanto, efeitos setoriais são esperados, com possibilidade de redirecionamento de commodities para outros mercados ou absorção interna, o que pode ajudar a conter a inflação no curto prazo.

América Latina

CHILE: O Banco Central do Chile iniciou o trimestre com um corte de juros, mas manteve a taxa em 4,75% nas reuniões seguintes, diante da persistência da inflação, especialmente no núcleo, e da incerteza externa causada pelas tarifas dos EUA. A atividade econômica mostrou resiliência, com crescimento de 3,1% a/a no segundo trimestre, impulsionada por investimentos e consumo de serviços. A troca do ministro da Fazenda, com a saída de Mario Marcel e entrada de Nicolás Grau, gerou atenção política, mas a expectativa é de continuidade na política fiscal. O BCCH adotou postura cautelosa, aguardando mais dados antes de retomar os cortes.

COLÔMBIA: O Banco Central da Colômbia manteve a taxa de juros em 9,25% ao longo do trimestre, refletindo preocupações com a inflação, que voltou a subir em agosto e setembro, atingindo 5,1% a/a. As expectativas inflacionárias para 2025 e 2026 também aumentaram, reforçando a postura conservadora da autoridade monetária. Apesar disso, a atividade econômica se manteve firme, com crescimento de 2,5% no segundo trimestre, sustentado pela demanda interna. A combinação de inflação persistente e crescimento resiliente deve manter os juros elevados no curto prazo.

MÉXICO: O Banco Central do México (Banxico) iniciou um ciclo de flexibilização monetária, com cortes de 25 pontos-base em julho e setembro, levando a taxa para 7,50%. A decisão foi sustentada pela desaceleração da inflação cheia, que surpreendeu com queda em agosto, e pela moderação da atividade econômica no início do terceiro trimestre. Embora a inflação subjacente tenha sido revisada para cima, o cenário geral favorece novos cortes. O Banxico sinalizou que a combinação de câmbio apreciado, menor dinamismo econômico e estabilidade nos preços abre espaço para mais flexibilizações nos próximos meses.

Tabela 1: Indicadores Financeiros (janelas acumuladas até setembro de 2025)

ÍNDICES	TRIMESTRE	ANO	12 M	24 M	36 M	48 M	60 M
CDI	3,70%	10,35%	13,30%	25,82%	42,74%	58,29%	63,02%
IMA-S	3,75%	10,54%	13,52%	26,29%	43,59%	59,93%	65,08%
IDA-DI (CRÉDITO PRIVADO)	3,76%	12,21%	14,10%	30,65%	47,42%	66,52%	77,45%
IMA-B	0,57%	9,42%	5,89%	11,83%	24,18%	33,18%	39,45%
IRF-M	3,24%	14,36%	12,11%	21,58%	38,08%	49,14%	47,63%
DÓLAR	-2,54%	-14,11%	-2,38%	6,21%	-1,63%	-2,22%	-5,71%
IBOVESPA (AÇÕES BRASIL)	5,32%	21,58%	10,94%	25,46%	32,90%	31,77%	54,58%
MSCI WORLD (AÇÕES GLOBAIS)	4,25%	-0,24%	12,93%	60,32%	78,11%	40,06%	71,54%
NASDAQ (AÇÕES EUA COM FOCO EM TECNOLOGIA)	6,06%	0,79%	21,62%	82,06%	110,78%	53,35%	91,32%
S&P 500	5,06%	-2,33%	13,31%	65,67%	83,50%	51,82%	87,53%
MSCI WORLD (Moeda original)	6,96%	16,15%	15,68%	50,94%	81,06%	43,24%	81,93%
NASDAQ (Moeda original)	8,82%	17,34%	24,58%	71,42%	114,27%	56,83%	102,91%
S&P 500 (Moeda original)	7,79%	13,72%	16,07%	55,98%	86,54%	55,27%	98,88%

Fonte: Quantum. Elaboração: Backoffice i9.

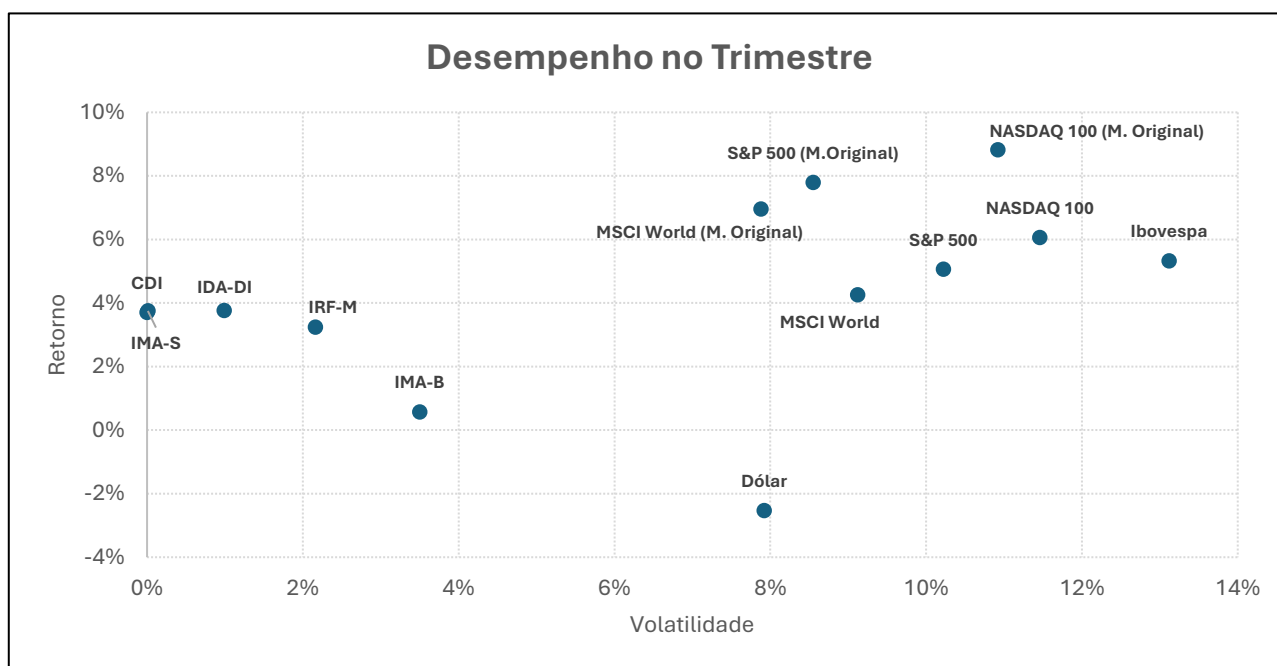
Tabela 2: Indicadores Financeiros (janelas mensais - últimos 12 meses)

	2024			2025								
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
CDI	0,93%	0,79%	0,93%	1,01%	0,99%	0,96%	1,06%	1,14%	1,10%	1,28%	1,16%	1,22%
Dólar	6,05%	4,77%	2,29%	-5,85%	0,32%	-1,82%	-1,42%	0,85%	-4,41%	2,66%	-3,14%	-1,99%
Ibovespa	-1,60%	-3,12%	-4,28%	4,86%	-2,64%	6,08%	3,69%	1,45%	1,33%	-4,17%	6,28%	3,40%
IDA-DI	0,91%	0,87%	-0,10%	1,58%	1,29%	1,26%	1,18%	1,38%	1,19%	1,42%	1,10%	1,19%
IMA-B	-0,65%	0,02%	-2,62%	1,07%	0,50%	1,84%	2,09%	1,70%	1,30%	-0,79%	0,84%	0,54%
IMA-S	0,98%	0,83%	0,86%	1,10%	0,99%	0,96%	1,05%	1,16%	1,11%	1,30%	1,17%	1,24%
IRF-M	0,21%	-0,52%	-1,66%	2,58%	0,61%	1,39%	2,99%	1,00%	1,78%	0,29%	1,66%	1,26%
MSCI World	3,89%	9,45%	-0,45%	-2,58%	-0,50%	-6,38%	-0,69%	6,58%	-0,38%	3,92%	-0,72%	1,04%
MSCI World (M. Original)	-2,04%	4,47%	-2,69%	3,47%	-0,81%	-4,64%	0,74%	5,69%	4,22%	1,23%	2,49%	3,09%
NASDAQ	5,15%	10,25%	2,69%	-3,76%	-2,45%	-9,37%	0,08%	9,97%	1,59%	5,10%	-2,31%	3,31%
NASDAQ (M. Original)	-0,85%	5,23%	0,39%	2,22%	-2,76%	-7,69%	1,52%	9,04%	6,27%	2,38%	0,85%	5,40%
S&P 500	5,00%	10,77%	-0,26%	-3,31%	-1,11%	-7,47%	-2,17%	7,05%	0,33%	4,88%	-1,29%	1,48%
S&P 500 (M. Original)	-0,99%	5,73%	-2,50%	2,70%	-1,42%	-5,75%	-0,76%	6,15%	4,96%	2,17%	1,91%	3,53%

Fonte: Quantum. Elaboração: Backoffice i9.

Tabela e Gráfico (Risco x Retorno): Desempenho Indicadores Financeiros - 3º Trimestre

Índices	Retorno	Volatilidade (Anualizada)
NASDAQ 100 (M. Original)	8,82%	10,92%
S&P 500 (M. Original)	7,79%	8,55%
MSCI World (M. Original)	6,96%	7,88%
NASDAQ 100	6,06%	11,46%
Ibovespa	5,32%	13,12%
S&P 500	5,06%	10,22%
MSCI World	4,25%	9,12%
IDA-DI	3,76%	0,99%
IMA-S	3,75%	0,01%
CDI	3,70%	0,00%
IRF-M	3,24%	2,16%
IMA-B	0,57%	3,50%
Dólar	-2,54%	7,92%



Fonte: Quantum. Elaboração: Backoffice i9.

DISCLAIMER

A presente Nota Macroeconômica ("Nota") foi elaborada pelo economista-chefe da i9 Advisory 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 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.

Destacamos 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, não apresentamos nenhuma garantia acerca da confiabilidade, exatidão, integridade ou completude (expressas ou não) dessas mesmas informações abordadas.

A i9 Advisory 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 i9 Advisory 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 i9Advisory informa que potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários ou outros investimentos e estratégias discutidas