REFERÊNCIA
GESTÃO E RISCO



SETEMBRO DE 2025

1 - Conjuntura Internacional

a) Estados Unidos:

O mercado de trabalho norte americano intensificou a fraqueza em setembro, com o setor privado mostrando queda de cerca de 32 mil vagas, segundo informações do relatório nacional de emprego elaborado pela ADP. O resultado ficou bem abaixo das expectativas de mercado, as quais sinalizavam uma expansão próxima a 50 mil novos postos de trabalho, o que reforça a tendência observada em agosto, quando a criação foi muito reduzida, e revisões apontaram correções negativas para meses anteriores. Importante destacar que em razão de shutdown do setor público norte americano, diversos serviços não essenciais, dentre os quais o funcionamento da agência responsável pelo relatório oficial de emprego do país (Payroll), estão temporariamente suspensos. Um shutdown ocorre quando o Congresso não aprova no prazo os recursos orçamentários que financiam o governo federal, sendo que na presente situação as divergências têm se concentrado principalmente em programas sociais como o Obamacare. Todavia, mesmo diante desta limitação, dados alternativos externos e estimativas oficiais apontam para persistência de desalento no mercado. Indicadores de participação na força de trabalho estão estáveis, mas já sob pressão. No desdobramento setorial, saúde e assistência social seguem como setores com desempenho relativamente resistente, mas não têm sido suficientes para compensar perdas em outros segmentos, como por exemplo, na indústria. Quanto à remuneração, o crescimento salarial entrou em trajetória mais moderada, pressionando para baixo as margens de ajuste de renda em contexto de fragilidade do emprego. Do ponto de vista da política monetária, o cenário combina fraqueza de criação de vagas, possível alta no desemprego e moderação salarial — fatores que reforçam a expectativa de que o FED possa acelerar cortes da taxa básica ainda em 2025.

b**) Zona do Euro e China:**

Em setembro, a inflação na Zona do Euro acelerou levemente, com taxa anual estimada em 2,2%, acima dos 2% de agosto, refletindo principalmente menor recuo nos preços de energia e nova elevação nos alimentos não processados e nos serviços. Os componentes domésticos mostraram-se ainda pressionados: a inflação de serviços seguiu firme, contribuindo para que a inflação subjacente permanecesse rígida. No encontro de política monetária mais recente, o Banco Central Europeu (BCE) optou por manter inalteradas suas taxas de juros, justificando que a inflação ronda o objetivo e que o risco de choques externos e persistência nos preços de serviços exige vigilância. Além disso, o componente energético, que antes exercia efeito deflacionário mais forte, passou a recuar menos. Em termos de atividade, os dados de setembro mostraram contraste setorial: o PMI de serviços avançou para 51,4 pontos, sugerindo expansão saudável do segmento; por outro lado, o PMI manufatureiro caiu para 49,5 pontos, retornando à zona de contração. Tal divergência reforça o perfil duplo da economia da região — um setor de serviços resiliente e um setor industrial fragilizado, contexto que torna a tomada de decisão do BCE particularmente delicada: persistir no estímulo poderia alimentar pressões inflacionárias, mas recuar cedo demais poderia comprometer a recuperação.

Na China, os índices oficiais de PMI em setembro apontaram cenário misto. O PMI industrial avançou levemente para 49,8 pontos, ainda abaixo do limiar de 50, indicando continuidade da contração na indústria.



Já o PMI não manufatureiro (serviços e construção) recuou para 50 pontos, exatamente a medida de equilíbrio entre expansão e contração, frente aos 50,3 pontos de agosto. No agregado, o PMI composto oficial ficou em cerca de 50,6 pontos, sugerindo que o desaquecimento industrial está sendo parcialmente compensado pelo segmento de serviços. Esses resultados refletem a pressão persistente sobre o setor manufatureiro, em que a demanda doméstica permanece fraca diante de incertezas externas. No setor de serviços e construção, a evolução é moderada e sem aceleração convincente. Leitura em pesquisas privadas (como a Caixin) indicam alguma tração nos serviços, mas não suficiente para reverter o frágil momento industrial. Diante disso, as autoridades chinesas mantêm espaço limitado para estímulos de larga escala, favorecendo ações pontuais e medidas direcionadas a setores mais afetados.

2 - Cenário Doméstico

c) PIB e Crescimento Econômico:

Em setembro, o Banco Central divulgou o IBC-Br referente a julho, que registrou retração de -0,5% na série dessazonalizada frente a junho, intensificando o movimento de acomodação da atividade observado nos meses anteriores e atingindo 108,1 pontos. O resultado veio abaixo das expectativas de mercado, que projetavam leve queda em torno de -0,3%, sinalizando perda de fôlego após o desempenho mais robusto do primeiro semestre. Em termos setoriais, o comportamento foi amplamente negativo: a agropecuária recuou cerca de -0,8%, a indústria apresentou baixa de -1,1%, enquanto os serviços mostraram leve redução de -0,2%, e os impostos sobre a produção registraram variação marginal negativa. Na comparação anual, o IBC-Br cresceu 1,1% frente a julho de 2024, ritmo inferior ao observado no mês anterior, e no acumulado dos últimos 12 meses a alta chegou a 3,5% (série não dessazonalizada). Já na base trimestral, o trimestre móvel encerrado em julho apresentou queda de -1,0% em relação ao trimestre imediatamente anterior (maio a julho x fevereiro a abril), enquanto frente ao mesmo período do ano passado houve avanço de 2,0% (série dessazonalizada). No conjunto, os resultados confirmam um cenário de desaceleração gradual da economia, refletindo menor dinamismo na agropecuária e na indústria, além de sinais de acomodação também no setor de serviços. No que diz respeito às projeções de mercado, a mediana da última Pesquisa Focus aponta crescimento de 2,19% para o PIB em 2025, com intervalo das estimativas variando entre 2,0% e 2,3%. Para 2026, as projeções indicam avanço de 1,87%, permanecendo praticamente estáveis em relação ao mês anterior.

d) Inflação:

Em setembro, depois de registrar queda de –0,11% em agosto, o IPCA voltou a subir 0,48%, evidenciando uma recuperação de preços no mês. No acumulado do ano a inflação alcançou cerca de 3,63%, e, em doze meses, o índice situou-se em 5,17%. Dos nove grupos pesquisados pelo IBGE, Habitação voltou a exercer efeito positivo no índice, influenciado sobretudo pela elevação nas tarifas de energia elétrica. Por sua vez, o grupo Transportes registrou nova alta em setembro, pressionado por reajustes em combustíveis e tarifas que haviam contribuído para a deflação no mês anterior. O grupo Alimentação e Bebidas permaneceu em trajetória de retração, contribuindo para moderar a alta geral do IPCA. No mesmo sentido, Vestuário e outros bens industriais registraram variação modesta ou levemente positiva, em linha com demanda ainda contida para bens não essenciais. No recorte regional, várias capitais registraram aceleração de preços em setembro, especialmente onde aumentos tarifários de energia tiveram impacto marcante na cesta de consumo. Tais resultados indicam uma retomada momentânea do ritmo inflacionário no curto prazo, com possível contenção futura por via de moderado avanço em componentes de serviços.



A política monetária restritiva segue como pilar fundamental para conter pressões de preços ao longo do segundo semestre. Segundo o Boletim Focus mais recente, a mediana das expectativas do mercado para o IPCA de 2025 foi levemente revisada para 4,83%, reforçando a trajetória de ajustes moderados nas últimas semanas. Apesar da alta mensal, o índice de 12 meses permanece acima do teto da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) de 4,50% ao ano, mostrando que o processo de desinflação ainda está incompleto.

e) Taxa Selic:

Na reunião do COPOM realizada entre os dias 16 e 17 de setembro, o Comitê decidiu manter a Selic em 15% ao ano, confirmando o cenário amplamente esperado pelo mercado e reforçando a postura de prudência da política monetária. A decisão, tomada por unanimidade, consolida a estratégia de estabilidade diante das incertezas domésticas e externas, refletindo a preocupação do Banco Central com a persistência das pressões inflacionárias e a necessidade de preservar a ancoragem das expectativas. O comunicado destacou que a taxa permanecerá elevada por um período prolongado, até que haja sinais mais consistentes de desaceleração dos núcleos de preços e de convergência efetiva da inflação à meta. A ata da reunião reforçou que, embora o balanço de riscos siga equilibrado, o ambiente internacional ainda impõe cautela, especialmente diante da trajetória das commodities e da volatilidade das moedas emergentes. No plano interno, o Copom reconheceu a resiliência da atividade econômica e a manutenção das expectativas de inflação acima do centro da meta, fatores que justificam a continuidade do atual nível de restrição monetária. Nesse sentido, o mercado consolidou a expectativa de manutenção da Selic em 15% até o fim de 2025, conforme sinalizado nas projeções mais recentes. O consenso entre os analistas é de que o ciclo de afrouxamento monetário deverá ter início apenas em 2026, possivelmente no primeiro trimestre, à medida que se confirmem sinais de arrefecimento mais duradouros da inflação. Para o próximo ano, as projeções indicam redução gradual da taxa básica, com a Selic encerrando 2026 próxima a 12,4% ao ano. Esse cenário reforça a percepção de que a política monetária seguirá restritiva por um período prolongado, de modo a garantir a convergência das expectativas e preservar a credibilidade do regime de metas.

f) Balança Comercial:

A balança comercial brasileira registrou superávit de US$ 2,99 bilhões em setembro de 2025, apresentando retração em relação ao resultado de agosto (US$ 6,13 bilhões), segundo dados da Secex/MDIC. As exportações totalizaram US$ 30,53 bilhões, com alta de 7,2% na comparação anual, enquanto as importações atingiram US$ 27,54 bilhões, crescendo 17,7% no mesmo período, ambas pelo critério da média diária. Com isso, a corrente de comércio somou US$ 58,07 bilhões. No acumulado de janeiro a setembro, o superávit alcançou US$ 45,48 bilhões, queda de cerca de 22%, com exportações de US$ 257,8 bilhões (+1,1%) e importações de US$ 212,3 bilhões (+8,2%). Setorialmente, o desempenho exportador foi sustentado pela alta nos embarques de produtos agrícolas e minerais, enquanto as importações foram impulsionadas pela aquisição de bens intermediários e pela entrada pontual de plataformas de petróleo. Apesar do avanço das vendas externas, o ritmo mais intenso das importações limitou o saldo do mês, refletindo a maior demanda por insumos e equipamentos. No acumulado anual, o crescimento mais forte das compras externas continua a exercer pressão sobre o resultado, reduzindo o excedente comercial. Ainda assim, o superávit mantém contribuição positiva para o setor externo, sinalizando solidez do comércio exterior brasileiro. Segundo as projeções de mercado, o saldo comercial deverá encerrar 2025 próximo de US$ 64 bilhões, com expectativa de elevação para cerca de US$ 68 bilhões em 2026, sustentada por melhora gradual das exportações e recuperação dos preços internacionais das commodities.



g) Fluxo Cambial:

Em setembro, o fluxo cambial do Brasil apresentou superávit de US$ 1,38 bilhão no mês, revertendo o déficit registrado em agosto. O resultado decorreu principalmente do canal comercial, que somou entradas líquidas de US$ 3,9 bilhões, enquanto o canal financeiro manteve saídas líquidas de US$ 2,5 bilhões, refletindo operações em carteira, remessas de lucros e pagamentos ligados a investimentos estrangeiros. Nem mesmo o ingresso líquido de R$ 5,27 bilhões na B3 oriundo do fluxo de investimento estrangeiro foi capaz de reverter o saldo negativo da conta financeira no último mês. Já no acumulado de janeiro a setembro, o saldo permaneceu no vermelho em aproximadamente US$ 15,5 bilhões, com entradas líquidas de US$ 40,1 bilhões no segmento comercial e saídas de US$ 55,6 bilhões na conta financeira. Ao longo do mês houve variações pontuais no fluxo, mas estas foram insuficientes para alterar o saldo global, reforçando a sensibilidade do câmbio ao diferencial de juros doméstico e ao contexto do mercado externo. Assim, mesmo com o superávit de setembro, observa-se que a resiliência do comércio internacional ainda não neutraliza totalmente as intensas saídas financeiras, mantendo o saldo total do fluxo cambial em terreno negativo e elevando a necessidade de monitoramento atento dos movimentos de portfólio e das remessas de investimento estrangeiro.

h) Renda Variável:

O Índice Ibovespa confirmou a sequência de recuperação observada em agosto e avançou novamente em setembro, registrando alta de cerca de +3,4% no mês e encerrando o período próximo a 146.237 pontos, renovando máximas intradiárias ao longo do mês. No ano, o índice ampliou seu ganho, ficando na faixa de +21% em 2025, reflexo da combinação entre melhora do apetite por risco externo e fluxos compradores para ativos brasileiros. O desempenho mensal foi sustentado por expectativas de cortes de juros no exterior (Fed) e por sinais de desaceleração da atividade doméstica, que reforçaram apostas em afrouxamento da política monetária local. Externamente, leituras de inflação e decisões de juros nos EUA permaneceram no radar, mas a percepção de acomodação global e de estabilidade nos preços de risco ajudou a reduzir a pressão sobre ações sensíveis à rotação de capital. Internamente, ganhos setoriais foram impulsionados por notícias corporativas, balanços e revisões de recomendação que favoreceram varejo, energia e educação. As cinco maiores quedas entre os papéis do Ibovespa em setembro foram, na ordem: Braskem (BRKM5; -29,88%), Vamos (VAMO3; -20,55%), Marfrig (MRFG3; -15,28%), Hapvida (HAPV3; -14,05%) e Azzas 2154 (AZZA3; -12,99%) — movimentos influenciados por resultados e revisões de expectativa setorial. Por outro lado, as cinco maiores altas do mês entre os componentes do índice foram lideradas por Magazine Luiza (MGLU3; +17,2%), Eletrobras (ELET3; +16,7%), Cogna (COGN3; +14,4%), Minerva (BEEF3; +11,9%) e PetroReconcavo (RECV3; +10,8%), reflexo de reprecificação diante da expectativa de juros mais baixos e de fatores específicos de cada empresa. Em síntese, setembro consolidou a recuperação do Ibovespa, sustentada por fluxo estrangeiro positivo e melhora das perspectivas monetárias globais, ainda que persista a necessidade de monitorar riscos externos (dólar e juros) e a volatilidade setorial, que segue elevada e pode gerar discrepâncias significativas entre papéis.

REFERÊNCIA
GESTÃO E RISCO



i) Renda Fixa:

Em setembro, o segmento de renda fixa manteve desempenho positivo em todos os subíndices que compõem os indicadores IMA, refletindo ambiente de menor aversão ao risco e expectativa de início do ciclo de cortes da Selic no último trimestre do ano. Os títulos prefixados de curto prazo (IRF-M1) registraram alta de 1,20%, enquanto os de prazo mais longo (IRF-M1+) avançaram 1,29%, sustentados por leve recuo nas taxas futuras e por ajustes de posição em duration intermediária. O IMA-S, indicador de curtíssimo prazo composto por LFTs, valorizou 1,24%, mantendo-se como alternativa defensiva diante da menor volatilidade dos juros de curto prazo. No segmento de títulos indexados à inflação, o IMA-B5 (até cinco anos) apresentou avanço de 0,66% no mês, enquanto o IMA-B5+ (acima de cinco anos) teve desempenho mais modesto, com leve ganho de 0,44%, refletindo expectativa de inflação ancorada e movimentos contidos na parte longa da curva. Como resultado, o IMA-Geral registrou alta de 1,05% em setembro. No acumulado do ano, o IRF-M1+ manteve a liderança entre os indicadores IMA, com valorização próxima de 16,23% entre janeiro e setembro de 2025. O comportamento do setor indica que os investidores continuam ajustando suas carteiras em direção a ativos de renda fixa de prazo intermediário, em meio à perspectiva de corte gradual da Selic e ao ambiente internacional mais estável. Em síntese, setembro confirmou a tendência de valorização dos títulos prefixados, ainda que em ritmo mais moderado, enquanto os papéis indexados ao IPCA exibiram desempenho contido, acompanhando a percepção de inflação sob controle.

Nome	Retorno	
	Setembro 2025	no ano
Prefixados		
IRF-M	1,26%	14,36%
IRF-M 1	1,20%	10,82%
IRF-M 1+	1,29%	16,23%
Formado por Títulos da Dívida Pública		
IMA Geral	1,05%	10,97%
Duração Constante		
IDkA IPCA 2 Anos	0,48%	8,50%

Nome	Retorno	
	Setembro 2025	no ano
Formado por TP indexado ao IPCA		
IMA-B	0,54%	9,42%
IMA-B 5	0,66%	8,31%
IMA-B 5+	0,44%	10,14%
DI		
CDI	1,22%	10,35%

Nome	Retorno	
	Setembro 2025	no ano
Doméstico		
Ibovespa	3,40%	21,58%
IBX	3,47%	21,37%
IBX-50	3,44%	20,00%

Nome	Retorno	
	Setembro 2025	no ano
Exterior		
S&P 500	1,48%	-2,33%
MSCI World	1,04%	-0,24%