



Global Asset Strategy

Outubro 2025

BTG Pactual Macro Strategy

Arthur Mota
Miami – BTG Pactual US LLC

Carta Mensal

Novo ciclo de juros nos EUA

O crescimento voltou a surpreender positivamente e motivou novas revisões em nosso cenário para este e o próximo ano. O PIB do 2T25 foi revisado para cima (3,8% t/t saar), com uma composição ainda mais robusta da demanda doméstica.

Além disso, os dados do 3T25 seguem apontando para uma aceleração do consumo, tanto de bens quanto de serviços, à medida que as incertezas diminuíram, mesmo com um mercado de trabalho menos aquecido. Reiteramos que os fundamentos do consumo — como baixo desemprego e baixo endividamento — continuam dando suporte à demanda local, em conjunto com o ciclo de investimento massivo no setor de tecnologia.

Assim, elevamos nossa estimativa de consumo das famílias para 3,2% t/t saar no 3T25, o que impulsiona nossa projeção de crescimento do PIB em 2025 para 2,0%. Além disso, o afrouxamento das condições financeiras, a melhora no crédito, o ciclo de queda de juros e os balanços saudáveis de famílias e empresas, somados à revisão estatística, também embasam uma revisão do crescimento de 2026 para 2,1%.

No mercado de trabalho, apesar da contínua desaceleração na criação de vagas — com o payroll rodando em uma faixa mais baixa que o seu breakeven —, a taxa de desemprego permanece baixa (4,3%).

Diante da expectativa de crescimento resiliente, não vemos espaço para uma aceleração dos layoffs, mas também não projetamos uma retomada das contratações em níveis semelhantes a 2023 e 2024. Dessa forma, o mercado de trabalho deixa de ser um motor de pressão inflacionária, mas segue exigindo atenção por parte dos formuladores de política.

Gráfico 1

PCE - Inflação ao Consumidor (% a/a)

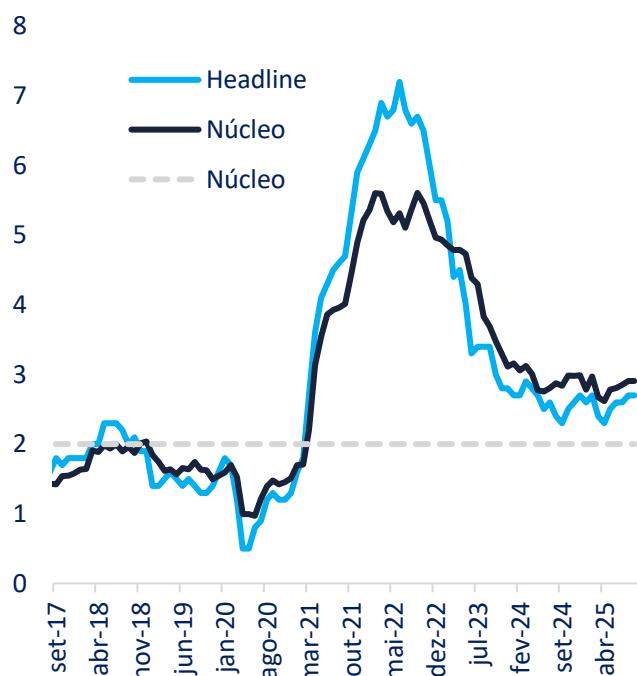
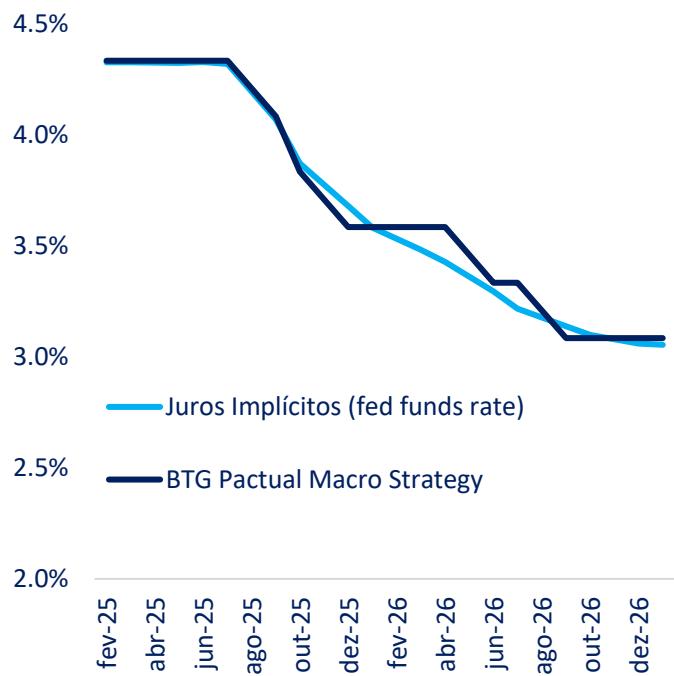


Gráfico 2

Fed Funds Rate (%)



Em relação à inflação, os resultados de agosto (CPI e PCE) permanecem compatíveis com um cenário de repasse tarifário ao consumidor, ainda que em magnitude moderada, mas suficiente para manter a inflação elevada nos próximos meses.

A inflação de bens segue acelerando, enquanto a de serviços (ex-habitação) permanece pressionada na margem, mas sem sinais de deterioração adicional.

Para os próximos meses, os riscos associados a eventuais mudanças tarifárias — diante do julgamento na Suprema Corte — nos levam a projetar PCE e núcleo do PCE entre 2,9% e 3,0% no final de 2025, abaixo do cenário traçado no 2T25, e reforçam a expectativa de convergência para 2,5% ao final de 2026.

No âmbito da política monetária, a reunião de setembro do FOMC consolidou o corte de 25 bps antecipado pelo discurso de Powell em Jackson Hole, levando a taxa para 4,00%–4,25% e marcando a primeira redução desde dezembro de 2024.

A decisão contou com apenas um voto dissidente de Stephen Miran, novo membro do Board indicado por Trump e confirmado pelo Senado, que defendia um corte maior, de 50 bps.

O padrão de votação e o tom mais dovish no balanço de riscos evidenciam uma mudança relevante: o comitê está atribuindo maior peso aos riscos de deterioração no mercado de trabalho, mesmo com a inflação ainda pressionada pelas tarifas.

O dot plot mostra a trajetória esperada: 3,6% em 2025, 3,4% em 2026 e 3,1% em 2027. Nesse contexto, mantemos nossa projeção de cinco cortes no ciclo, com dois adicionais em 2025 (outubro e dezembro), levando a taxa terminal a 3,6% até o fim do ano.

O Fed deve pausar nesse nível até a transição para o novo chairman, quando projetamos dois cortes finais em 2026, encerrando o ciclo em 3,1%. Esse sequenciamento reflete uma estratégia “stop-and-go”: o atual chairman ancora o ciclo com um afrouxamento inicial para reequilibrar o balanço de riscos, deixando espaço para seu sucessor prolongar o ajuste.

Tabela 1

Projeções BTG Pactual Macro Strategy

		2022	2023	2024	2025E	2026E
EUA	PIB	2.50	2.90	2.80	2.00	2.13
	CPI Headline	6.46	3.35	2.90	3.12	2.43
	CPI Núcleo	5.69	3.93	3.20	3.31	2.48
	PCE Headline	5.40	2.60	2.56	3.04	2.46
	PCE Core	4.86	2.93	2.79	3.01	2.32
	Fed funds rate	4.38	5.38	4.38	3.63	3.13
Zona do Euro	PIB	3.50	0.40	0.68	0.80	1.20
	CPI Headline	9.21	2.95	2.40	2.06	1.95
	CPI Núcleo	5.19	3.37	2.90	2.16	2.05
	ECB Deposit rate	2.50	4.00	3.00	2.00	1.75
China	PIB	3.10	5.40	5.00	4.70	4.60

Para além dos EUA...

Na Zona do Euro, o mês de setembro foi marcado pela divulgação dos PMIs, que mostraram uma melhora marginal do indicador composto (51,2 pts. vs. 51,1 consenso vs. 51 anterior), sustentado pelo setor de serviços (51,4 pts. vs. 50,5 anterior). Em contrapartida, o PMI de manufatura voltou a indicar contração (49,5 pts. vs. 50,7 anterior). De modo geral, os dados seguem apontando para uma trajetória de crescimento do bloco econômico, ainda que sem sinais de um impulso mais significativo. No setor industrial, o curto prazo é prejudicado pelo ambiente político conturbado na França.

Na política monetária, o ECB manteve inalteradas as três taxas de juros em setembro, com a taxa de facilidade de depósito permanecendo em 2%. Quanto à inflação, Lagarde reconheceu que os indicadores subjacentes continuam consistentes com a meta no médio prazo, ainda que as projeções indiquem ligeira queda abaixo do objetivo do banco central em 2026 (1,9% a/a) e 2027 (1,8% a/a). Essa dinâmica é explicada tanto pela continuidade do arrefecimento das pressões de serviços quanto pelo efeito do euro mais valorizado.

Nesse cenário, o ECB deve manter postura de espera até que novos dados ofereçam maior clareza para decisões futuras sobre juros. Entendemos que esse quadro está em linha com nosso cenário base de manutenção dos juros até o fim de 2025, com uma nova rodada de cortes prevista apenas para 2026, quando a taxa deverá assumir caráter ligeiramente acomodatício para sustentar a atividade e evitar que a inflação se consolide abaixo da meta.

Na China, os dados de crédito em agosto recuaram pela primeira vez em nove meses, após forte uso de special-purposed bonds no início do ano, o que reduziu espaço para que os governos locais se capitalizem e estimulem a economia na segunda metade do ano. Com o setor privado pouco disposto a se endividar, o setor público segue como principal agente.

Os novos subsídios anunciados ao consumo ainda têm efeito limitado, pois dependem de transferências de renda e estão em fase inicial, enquanto o programa de trocas de bens já esgotou a maior parte dos fundos, com a última parcela devendo ser repassada para os governos locais somente em outubro. Assim, a atividade perdeu fôlego: indústria desacelerou (5,2% a/a vs. 5,7% anterior) e o varejo caiu para 3,4% (vs. 3,7% anterior), inclusive em itens básicos, refletindo fragilidade da renda e do emprego. Investimentos em ativos fixos arrefeceram em todas as frentes (0,5% YTD a/a vs. 1,6% anterior). Nos preços, o PPI mostrou menor deflação (-2,9% vs. -3,6% anterior), provavelmente refletindo os resultados da campanha contra a “involução”, e o núcleo do CPI acelerou levemente (0,9% vs. 0,8% anterior), apoiado pelo setor de serviços. O mercado de trabalho é frágil, o que tem refletido na perda de força dos salários (1,7% em 2024 vs. 4,8% em 2023). Assim, a economia entra no segundo semestre com menor estímulo, consumo enfraquecido e incerteza, mas respaldado pelos dados de atividade mais fortes no primeiro semestre para o atingimento da meta de crescimento do governo, o que afasta medidas monetárias agressivas por hora.

Desempenho do Mercado

Tabela 2

Rentabilidade das Classes de Ativos pelos Índices de Referência

	set-25	ago-25	2025	12M	24M
Renda Fixa - Índice (%)					
Global Aggregate	0.7%	1.3%	7.9%	2.4%	15.6%
Global Inv. Grade	1.1%	1.4%	9.6%	4.9%	21.0%
Global High Yield	0.7%	1.5%	9.6%	9.3%	30.7%
Emerging Markets	1.1%	1.4%	8.5%	6.7%	25.7%
Ações					
Mundo	3.1%	2.0%	16.2%	16.6%	51.7%
S&P 500	3.5%	1.5%	13.7%	17.2%	56.0%
S&P 500 Growth	5.2%	0.7%	18.9%	27.8%	75.6%
S&P 500 Value	1.6%	2.5%	8.1%	4.9%	34.8%
Eurostoxx 50	3.3%	-0.8%	12.9%	11.6%	33.7%
Nikkei 225	5.2%	5.1%	12.6%	16.2%	41.5%
Emerging Markets	7.0%	0.5%	25.2%	14.8%	41.5%
Moedas/Commodities					
Dólar - DXY	0.0%	-2.0%	-9.9%	-3.4%	-8.5%
Euro	0.4%	2.5%	13.3%	6.0%	12.0%
Yuan - CNY	-0.1%	-2.3%	-2.4%	0.8%	-2.4%
Petróleo (WTI)	-2.6%	-8.6%	-13.0%	-10.7%	-29.8%
Ouro	11.9%	5.3%	47.0%	44.9%	111.1%
Benchmark*					
40% RF 60% Ações	2.1%	1.7%	12.9%	10.9%	37.3%
60% RF 40% Ações	1.6%	1.6%	11.2%	8.1%	30.0%

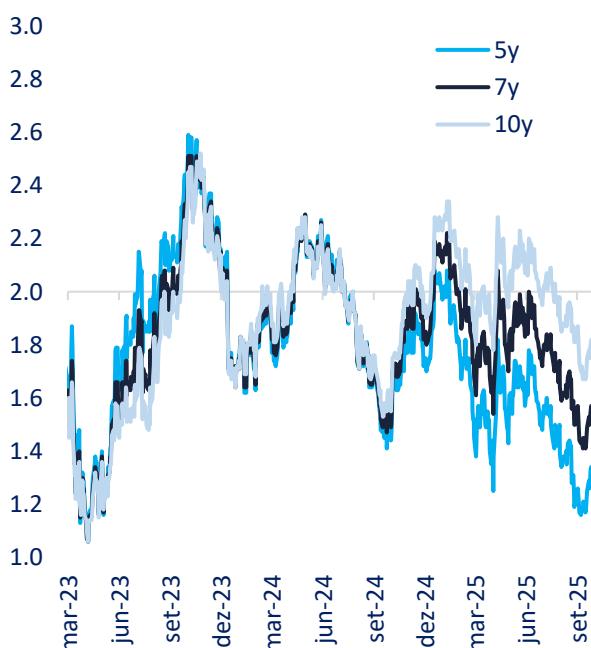
Gráfico 3

Inflação Implícita US (%)



Gráfico 4

Juro Real US (%)



Estratégia de Alocação

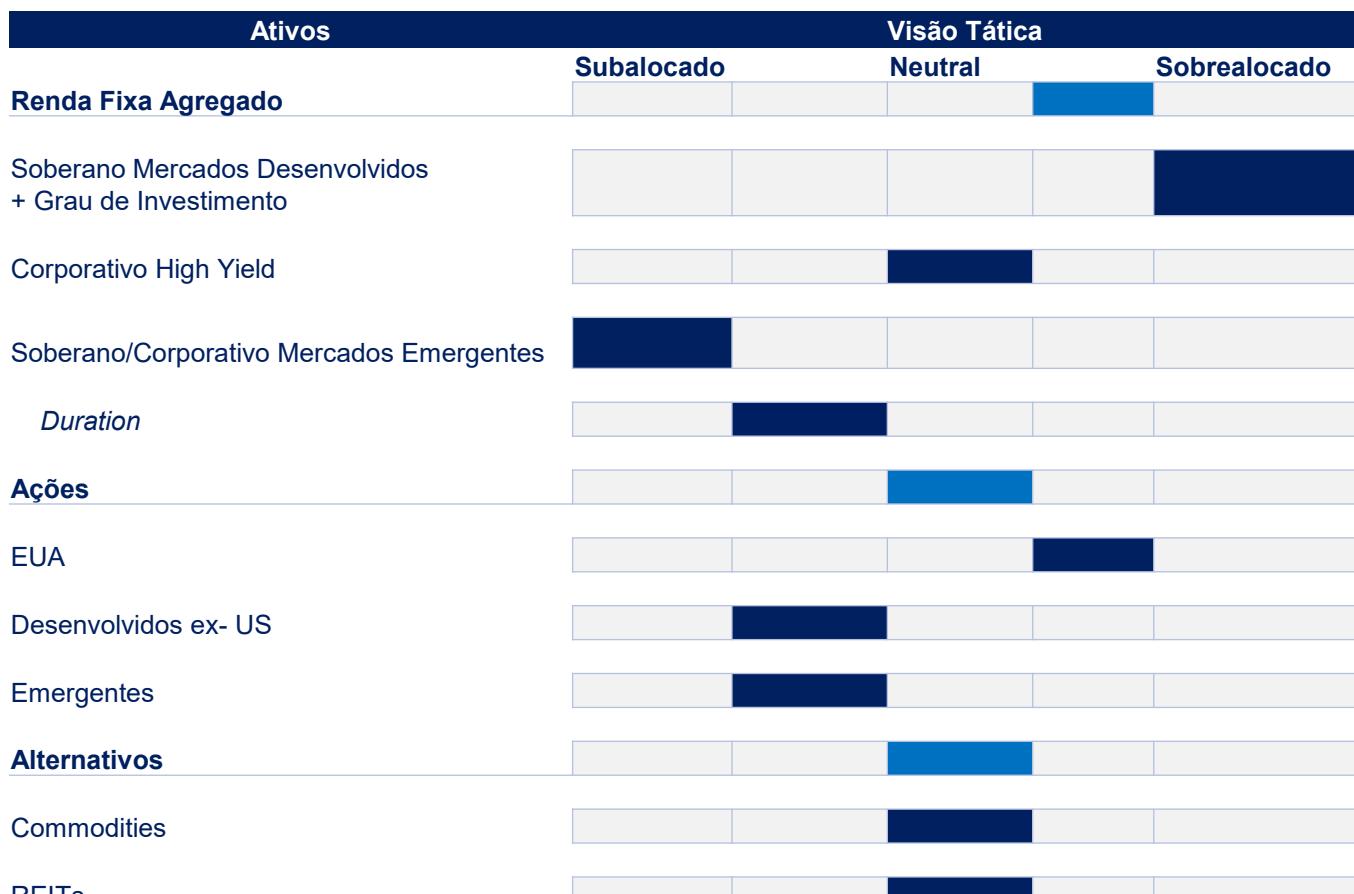
Tabela 3

Detalhamento das Alocações por Classe de Ativo

Classe de Ativo	Low	Moderate	High	Speculative
Renda Fixa	100.0%	77.5%	55.0%	37.5%
Soberano Mercados Desenvolvidos	14.5%	16.0%	8.5%	7.5%
Curto/Cash	9.5%	9.0%	5.5%	6.0%
Longo	5.0%	7.0%	3.0%	1.5%
Corporativo High Grade	55.0%	43.5%	33.0%	22.0%
Corporativo High Yield	15.0%	10.0%	7.5%	4.0%
Soberano Mercados Emergentes	15.5%	8.0%	6.0%	4.0%
Renda Variável	-	20.0%	40.0%	55.0%
EUA	-	16.5%	30.5%	40.0%
Mercados Desenvolvidos (exceto EUA)	-	2.5%	6.5%	10.0%
Emergentes	-	1.0%	3.0%	5.0%
Alternativos	-	2.5%	5.0%	7.5%
Commodities	-	-	2.5%	5.0%
REITs	-	2.5%	2.5%	2.5%
Global Asset Strategy	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Tabela 4

Posicionamento por Classe de Ativo



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg. 30/09/2025. Apenas para fins informativos. As opiniões e estimativas são do Banco BTG Pactual S.A. e estão sujeitas à mudanças. Não há quaisquer garantias que expectativas e projeções se concretizarão

Estratégia de Alocação

Renda Fixa: foco no carrego

O Payroll mais fraco no início de setembro levou a novo fechamento da curva americana, desta vez concentrado nos vértices longos, em um bull flattening. O movimento foi puxado pelo juro real, enquanto a inflação implícita segue com prêmio ligado às tarifas e à incerteza sobre a sucessão no Fed. O reinício do ciclo de cortes, com dot plot projetando juro real próximo de 1%, também ancorou a curva.

No curto prazo (1–6 anos), riscos altistas vêm de crescimento acima do esperado, pass-through tarifário e dissensos hawkish no FOMC. Riscos baixistas incluem piora do mercado de trabalho, desinflação de aluguéis e eventual decisão da Suprema Corte contra tarifas. Nos longos (7–30 anos), pressões podem vir de maior oferta do Tesouro e perda de credibilidade do Fed, enquanto fatores de compressão incluem riscos geopolíticos, incentivos regulatórios (SLR) e desaceleração global.

Mantemos nossa sobrealocação em Renda Fixa no portfólio, dado o nível ainda elevado das taxas. Seguimos esperando que a maior parte do retorno venha do carrego, embora o ciclo de queda de juros possa gerar novas rodadas de fechamento das taxas soberanas e ganhos de capital adicionais.

Com as discussões em torno da avaliação da Suprema Corte sobre as tarifas e a necessidade de o Fed calibrar sua comunicação neste ciclo, ainda projetamos um ambiente de volatilidade no mercado de juros no curto prazo. Esse contexto exige gestão mais cautelosa de duration e risco de crédito, com preferência por ativos de maior qualidade. Mantemos duration abaixo do benchmark (7 anos), atualmente em 5 anos. Esse cenário respalda nossa sobrealocação em Investment Grade (IG), com foco em crédito de maior qualidade, em um ambiente de prêmios mais comprimidos. Em paralelo, mantemos visão neutra — mas não pessimista — para o segmento de High Yield (HY).

Gráfico 5

Curva de Juros UST (%)

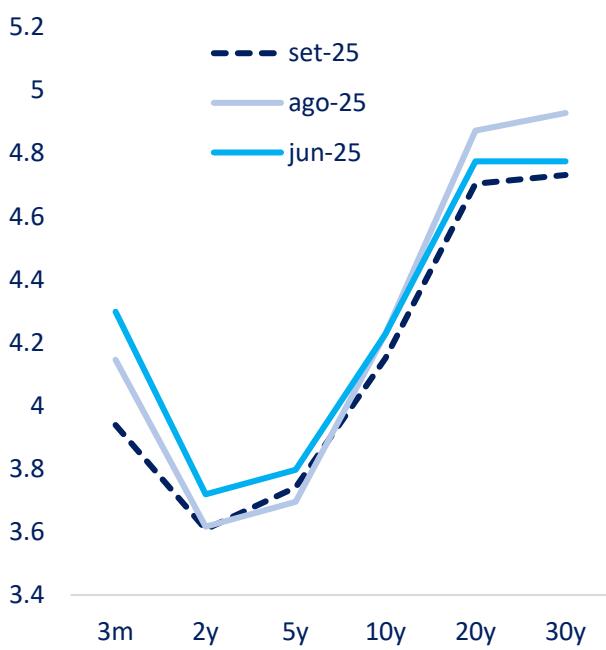


Gráfico 6

Juro Nominal - Crédito US (%)



Estratégia de Alocação

Renda Variável: confiança com crescimento segue suportando alocação

O mês de setembro acabou favorecendo a alocação de ativos de maior duration, como o mercado de tecnologia, e também mais arriscados, com os casos dos mercados emergentes – lembrando que temos sobrealocação no primeiro e subalocação no segundo.

Em outubro voltaremos a observar a temporada de resultados (3T25), que pode voltar a mostrar uma mudança de humor do setor corporativo americano, bem como atualização de guidance sobre a economia e sobre os planos de investimento. Outro ponto importante, embora não exaustivo: o ciclo de queda de juros coincidiu com momentos positivos de mercado desde a década de 90, com exceção de 2001, na bolha dotcom, e 2007, com a crise financeira global – dois eventos em que o mercado financeiro foi a fonte do estresse e não a economia por si.

Considerando a nossa elevação das estimativas de crescimento para 2026, elevamos nosso target do S&P 500 de 6.900 para 7.300 nos próximos 12 meses, ancorado no nosso framework de ROE, cost of equity e crescimento nominal. Esse cenário reflete um P/E esperado de 22,3x, abaixo do P/E forward atual, mas acima da média dos últimos cinco anos (20x).

Em termos de asset allocation, a nossa expectativa de retorno sustenta a sobrealocação geográfica em Estados Unidos, financiada por uma subalocação em Europa e mercados emergentes. A performance operacional e o crescimento de lucros seguem favorecendo teses seculares ligadas a empresas líderes em inteligência artificial, healthcare, biotech e cybersecurity. Em termos geográficos, devemos ressaltar que após o estresse do Liberation Day no início de abril, o S&P 500 segue superando a performance do Eurostoxx 50, ambos em dólar, desde a segunda semana de abril (32,3% vs 25,9%), reforçando que o momentum de Europa, seja em moeda ou performance direta, acabou por se concentrar no primeiro trimestre do ano.

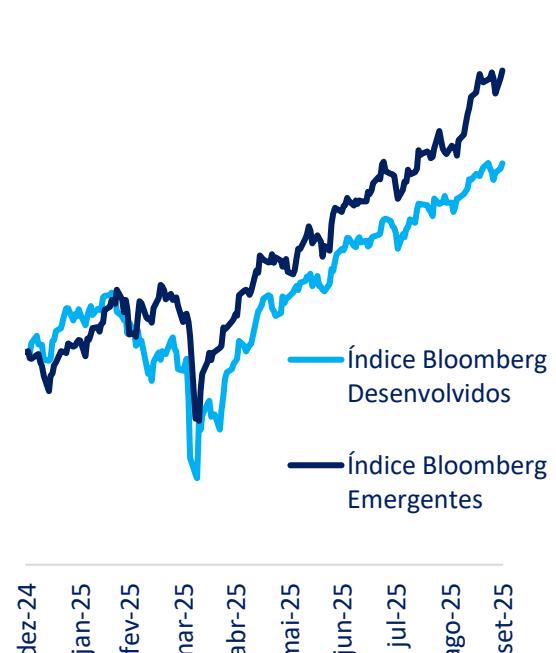
Gráfico 7

Ações – Comparação entre cestas temáticas



Gráfico 8

Índice Ações Desenvolvidos vs Emergentes



Alocação Global e Brasil

Diversificação de Portfólio

Atualmente divulgamos dois relatórios de alocação, um focado em ativos brasileiros (Asset Strategy) e outro em ativos globais (Global Asset Strategy). Entendemos que a combinação dos portfólios, independente do perfil de risco, possibilita a busca de uma relação mais equilibrada de risco vs retorno. Dessa forma, a alocação e diversificação global busca:

Estabilidade Patrimonial

Alocar em ativos de moeda forte busca garantir menor impacto da inflação e menor volatilidade em parte do patrimônio.

Descorrelação com Ativos Locais

Expor parte do patrimônio em moeda forte e outros setores reduz a volatilidade do portfólio.

Diversificação Setorial

Investir em ações de tecnologia de fronteira, como IA, apenas são capturados no mercado externo.

Como tenho acesso ao Asset Strategy (AS)? Bem como o Global Asset Strategy, o AS possui periodicidade mensal e é divulgado no início de cada mês na plataforma de conteúdos do [BTG Content](#).

Asset Allocation BTG Pactual		Alocação Portfólio
Geografia	Relatórios Macro Strategy	100%
Doméstico (R\$)	Asset Strategy (Brasil)	70%
Internacional (US\$)	Global Asset Strategy	30%

Apêndice

Índices Globais

Tabela 5 – Índices de referência

Renda Fixa - Índice (%)	
Global Aggregate	Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index
Global Inv. Grade	Bloomberg Global Agg Credit Total Return Index
Global High Yield	Bloomberg Global High Yield Total Return Index
Emerging Markets	Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index
Ações	
Mundo	MSCI World Index
S&P 500	SPX Index
S&P 500 Growth	S&P 500 Growth Index
S&P 500 Value	S&P 500 Value Index
Eurostoxx 50	Euro Stoxx 50
Nikkei 225	Nikkei 225 Index
Emerging Markets	MSCI Emerging Markets Index
Moedas/Commodities	
Dólar - DXY	DXY Index
Euro	EURUSD
Yuan - CNY	CNYUSD
Petróleo (WTI)	WTI (Spot)
Ouro	Ouro (Spot)
Benchmark	
40% RF 60% Ações	60% Mundo e 40% Global Aggregate
60% RF 40% Ações	40% Mundo e 60% Global Aggregate

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg. 30/09/2025. Apenas para fins informativos. As opiniões e estimativas são do Banco BTG Pactual S.A. e estão sujeitas à mudanças. Não há quaisquer garantias que expectativas e projeções se concretizarão.

Disclaimer

Este material foi preparado e distribuído pelo BTG Pactual US Capital, LLC ("BTG PACTUAL" ou "BTG Pactual US"), uma corretora de investimentos registrada perante a SEC e membro da [FINRA](#) e [SIPC](#), com cunho meramente informativo, não configurando consultoria, oferta, solicitação de oferta, ou recomendação para a compra ou venda de qualquer investimento ou produto específico. Este material não é um relatório de research e não é direcionado a você se o BTG Pactual US, ou as suas afiliadas, forem proibidos ou possuírem restrições em relação à distribuição destas informações em sua jurisdição.

Este material não deve servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor, que, antes de tomar qualquer decisão, deverá realizar uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face ao seus objetivos pessoais e ao seu perfil de risco (Suitability). As informações e opiniões aqui expressas são consideradas confiáveis à data desta publicação e foram obtidas de fontes públicas e fidedignas. Nenhuma garantia ou responsabilidade, expressa ou implícita, é feita a respeito da exatidão, fidelidade ou totalidade das informações aqui apresentadas exceto pelas informações relacionados ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e suas afiliadas.

Este material não tem por objetivo ser uma afirmação ou resumo definitivo relacionado aos ativos, mercados ou operações aqui apresentadas. Todos os investidores deverão realizar as suas próprias pesquisas e análises antes de tomar qualquer decisão relacionada a investimentos. Declarações feitas neste material que não sejam relacionadas a fatos históricos podem ser resultado de informações obtidas através de performances simuladas e expectativas, estimativas, projeções, opiniões ou crenças dos analistas do BTG Pactual. Estas declarações envolvem riscos conhecidos e desconhecidos, incertezas e outros fatores que devem ser minuciosamente analisados. Ainda, este material pode conter projeções futuras que podem ser relevantemente diferentes de eventos ou resultados reais de performance (a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rendimentos similares no futuro). Caso links de fontes externas tenham sido utilizados, não há garantia da existência de qualquer apoio, aprovação, investigação, verificação ou monitoramento por parte do BTG Pactual. Caso você decida por acessar o link de website de uma fonte externa, você concorda em fazê-lo por sua própria conta e risco, estando sujeito aos Termos e Condições e Políticas de Privacidade aplicadas por este website, as quais o BTG Pactual não possui nenhum controle. O BTG Pactual não é responsável por quaisquer informações ou conteúdos presentes nestes websites. Este material foi fornecido a você pelo BTG Pactual e suas afiliadas e são de uso pessoal, apenas. As informações fornecidas devem ser tratadas de forma confidencial e não devem ser, em parte ou em todo, reproduzidas ou ter suas cópias circuladas sem prévia autorização do BTG Pactual.

Maiores informações sobre o BTG Pactual US, incluindo custos e taxas relacionadas às contas de investimento, podem ser acessadas através dos websites [Disclosure Page](#) , [Form CRS](#) e [FINRA BROKERCHECK](#). Condições se aplicam. A abertura de conta é sujeita à análise.

Investimentos não são garantidos por quaisquer agências governamentais federais dos Estados Unidos da América ou pelo Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). O investimento realizado está sujeito a riscos conhecidos e desconhecidos, incluindo a possível perda total do montante total investido.