



Carta Macro Mensal

F e v e r e i r o 2 0 2 5



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
Reforma Ministerial (Brasil)
Aprovação do Orçamento de 2025 (Brasil)

Março

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)
Orçamento chinês para 2025
Negociações salariais do Shunto japonês
Prazo final para o projeto de lei de dotações nos EUA

Abril

01/04 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 Copom para decisão de juros.
Expectativa = + 75pbs
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 = manutenção da Selic em 15,00% a.a.

Julho

15/07 – 31/07 Recesso Parlamentar
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 volta a cortar os juros em 25pbs

Agosto

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.
23/09 4º Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (Brasil)

Outubro

26/08 Eleição legislativa da Argentina

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 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 rigoroso para acordo orçamentário)

Global: ainda com mais perguntas do que respostas

Em nossa opinião as questões fundamentais que moldarão a trajetória econômica global permanecem incertas. Será possível continuar com os ciclos de afrouxamento monetário em algumas economias, ou será necessário manter, ou até aumentar, as taxas de juros? Os crescentes desequilíbrios fiscais, especialmente nas economias avançadas, pressionarão suas taxas de juros de longo prazo? Como a China lidará com os efeitos da crise imobiliária e a necessidade de revitalizar o consumo, ao mesmo tempo em que enfrenta o aumento de tarifas comerciais de seu principal parceiro? Na Zona do Euro, a Alemanha, motor da região, conseguirá evitar políticas fiscais expansionistas para lidar com sua desaceleração econômica no ano eleitoral? Além disso, eventos geopolíticos e climáticos representarão riscos à oferta global, afetando a inflação?

Nosso cenário-base, ao qual atribuímos a maior probabilidade de ocorrência, pressupõe uma administração Trump moderada, buscando melhorar as relações comerciais, mas gerando volatilidade ao longo do ano. A robustez econômica dos EUA, os impactos negativos do aumento das tarifas de importação sobre a inflação e o crescimento da economia americana e o calendário eleitoral do Congresso (*Mid-Term*) em 2027 sustentam essa visão. Com isso, vemos espaço para a continuidade dos cortes de juros nos EUA e na Zona do Euro, além de novas medidas de estímulo na China. Esse cenário é positivo para os mercados emergentes que dependem do fluxo de capital internacional e têm a China como principal parceiro comercial.

Estados Unidos: À espera de redução das incertezas

A economia dos Estados Unidos fechou 2024 de forma robusta, com um crescimento do PIB de 2,8%, próximo ao registrado em 2023 (2,9%). A desaceleração da atividade no quarto trimestre, para 2,3% em termos anualizados, foi impulsionada pela redução de estoques, que impactou negativamente em 93 pontos-base. No entanto, a demanda doméstica privada teve um crescimento expressivo de 3,2%. A taxa de desemprego subiu apenas 30 pontos-base nos 12 meses encerrados em dezembro, alcançando 4,1%, o que o Federal Reserve (Fed) considera como um mercado de trabalho "sólido". Em nossa análise, essa robustez econômica confere maior flexibilidade ao presidente Donald Trump no início de seu governo.

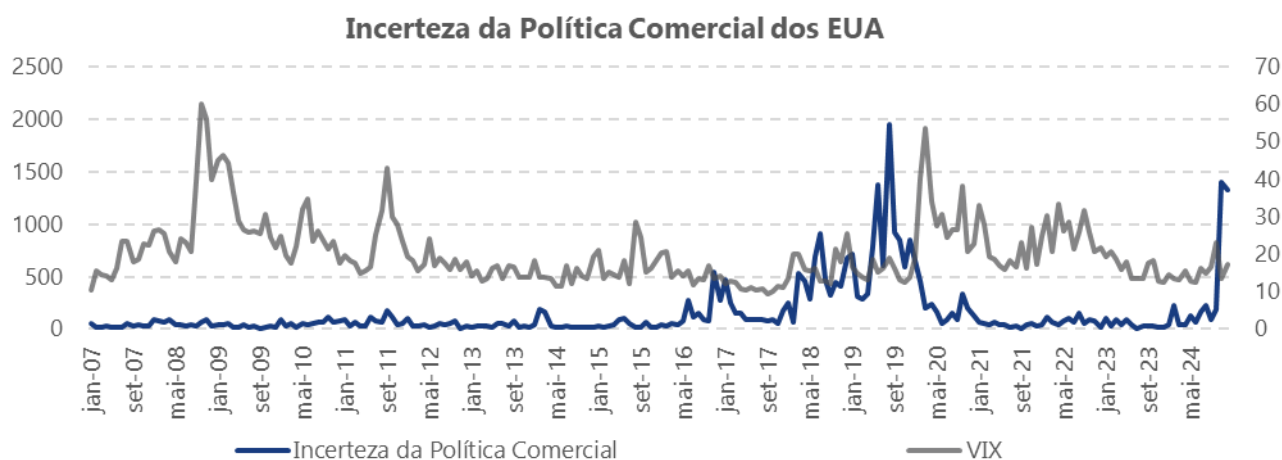
Já o processo de desinflação avançou pouco em 2024, com a inflação medida pelo PCE registrando 2,6%, uma leve queda de 10 pontos-base em relação a 2023. O núcleo do PCE, que exclui alimentos e energia, teve uma redução de 20 pontos-base, fechando 2024 em 2,8%. Quando excluimos os custos com habitação, a inflação permaneceu estável, mantendo-se em 2,3%, refletindo uma dinâmica mais controlada.

Nos primeiros dias do governo Trump, evidenciou seu *modus operandi* (tradução livre: "volatilidade, incerteza, complexidade e ambiguidade"). Na política de imigração, os números de deportações foram semelhantes aos de seu antecessor. Embora temas como imigração e o tráfico de fentanil tenham sido utilizados para justificar a declaração de emergência nacional e a imposição de tarifas sobre as importações do Canadá, México e China, a implementação dessas tarifas foi pausada. A tarifa de 25% sobre importações do Canadá (US\$ 430 bilhões) e do México (US\$ 480 bilhões) foi adiada por 30 dias a partir de 03/02/2025. As negociações sobre tarifas adicionais de 10% sobre importações chinesas (US\$ 500 bilhões) não avançaram. A China respondeu comedidamente, impondo tarifas sobre US\$ 14 bilhões de produtos dos EUA, limitando exportações de minerais críticos e abrindo uma investigação antitruste sobre o Google.

Com tais incertezas, o comitê de política monetária (FOMC) manteve os juros em 4,25-4,50%, ainda em um patamar restritivo, e adotou uma postura cautelosa, aguardando mais clareza sobre a nova política econômica. Jerome Powell, presidente do Fed, afirmou que não há pressa em realizar cortes adicionais, destacando a importância da continuidade da desinflação e da redução das incertezas. Portanto, esperamos que o FOMC mantenha os juros estáveis na reunião de março.

Para monitorar: políticas dos primeiros 100 dias, política tarifária e comentários de participantes do FOMC

Gráfico 1: Incerteza da Política Comercial dos EUA



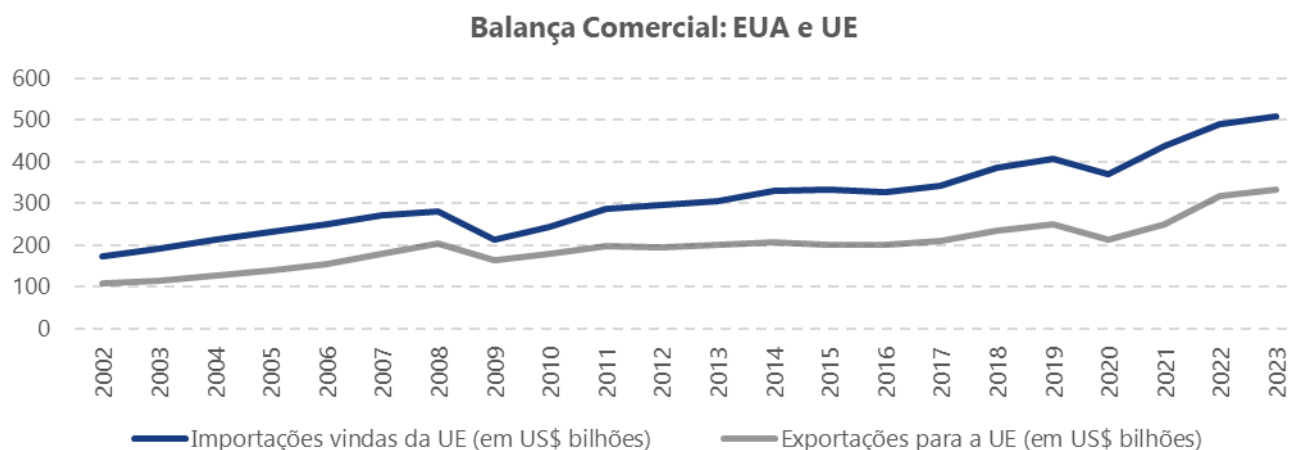
Fonte: FRED. Elaboração: Galapagos Capital.

Zona do Euro: Expectativa de recuperação econômica e inflação controlada – em meio às incertezas sobre tarifas

Na Europa, atividade econômica estagnou no final de 2024 e segue fragilizada no curto prazo. Indicadores antecedentes sugerem uma recuperação gradual, impulsionada pela demanda doméstica. A inflação acumulada em 12 meses apresentou uma leve alta, atingindo 2,5% a/a na prévia de janeiro de 2025, sendo fortemente influenciada pelos efeitos-base da inflação de energia. No curto prazo, espera-se que a inflação se mantenha lateralizada, com a tendência de convergência para a meta de 2% ao longo do ano, à medida que a pressão sobre os preços de serviços diminui. Em janeiro, o Banco Central Europeu (BCE) cortou novamente os juros em 25 pontos-base, trazendo a taxa básica de juros para 2,75%, patamar restritivo. Em um ambiente de incertezas elevadas, principalmente associadas às tarifas sobre importações do Presidente Trump, o BCE não forneceu orientações claras sobre suas decisões futuras, apenas apontou para a continuidade de cortes. Mantemos nossa previsão de reduções consecutivas de 25 pontos-base a cada reunião até que a taxa de juros se aproxime do nível neutro estimado de 1,75-2,00%. A Área do Euro continua sendo alvo de possíveis elevações de tarifas por parte dos EUA. Embora, como em 2018, um acordo envolvendo maior compra de produtos europeus, especialmente energéticos, seja viável, não acreditamos que isso seja suficiente para corrigir o déficit comercial dos EUA com a região.

Para monitorar: comentários sobre políticas comerciais, eleições na Alemanha

Gráfico 2: Balança Comercial EUA e UE



Fonte: U.S. Census Bureau. Elaboração: Galapagos Capital.

China: desafios cíclicos e estruturais em contexto geopolítico desafiador

A economia chinesa atingiu a meta de crescimento de 5% em 2024. Para 2025, a expectativa é de crescimento mais moderado entre 4,0% e 4,5%, dependendo da evolução de questões geopolíticas. Embora os *nowcasts* (previsões de curto prazo) apontem para um desempenho razoável de 5% nos primeiros dois trimestres, os riscos relacionados à continuidade do ajuste no mercado imobiliário e à nova política econômica nos EUA geram um viés de baixa. Indicadores econômicos iniciais de 2025 indicam perda de vigor no mercado de trabalho, persistência de riscos deflacionários e queda da confiança. Com relação a novos estímulos, é esperado que surjam novidades após o Congresso Nacional Popular, previsto para o início de março, embora algumas alternativas possam ser reservadas em caso de intensificação das tensões com os EUA. A competição entre as economias americana e chinesa deverá permanecer acirrada. Caso se implemente uma tarifa de 10% sobre todas as importações americanas de produtos chineses, estimamos o impacto no PIB chinês em 2025 possa variar entre 0,3% a 0,4%, caso a tarifa seja de 60%, o impacto aumentaria para 0,5% a 0,8%.

Para mitigar parcialmente esses impactos, além das medidas fiscais e monetárias, o governo chinês pode optar por eliminar os impostos sobre as exportações. Embora os objetivos do governo Trump ainda não sejam totalmente claros, o presidente Xi Jinping segue aberto a negociações, com a possibilidade de aumentar as importações de produtos americanos. Contudo, dificilmente o déficit comercial entre os dois países não será resolvido, uma vez que a China importa US\$ 150 bilhões dos EUA anualmente, enquanto os EUA compram US\$ 550 bilhões em produtos chineses por ano. Em um cenário de agravamento das tensões, a China poderia restringir exportações de matérias-primas críticas, desvalorizar sua moeda e investigar empresas americanas. No cenário global, a competição tecnológica entre os EUA e a China deverá continuar acirrada.

Para monitorar: negociações comerciais entre a China e os EUA, medidas de estímulo fiscal e monetário no início de março

Gráfico 3: Nowcast do PIB da China

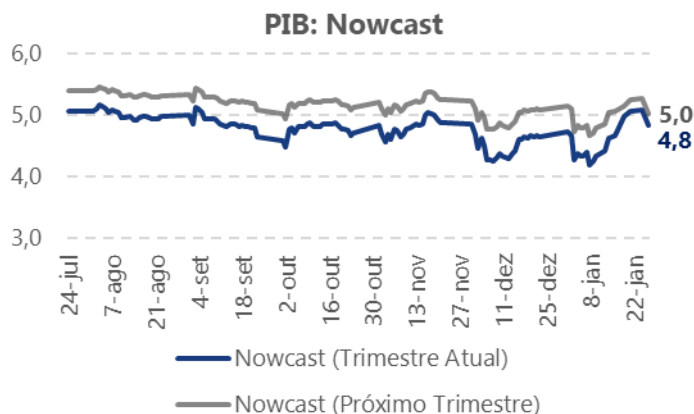
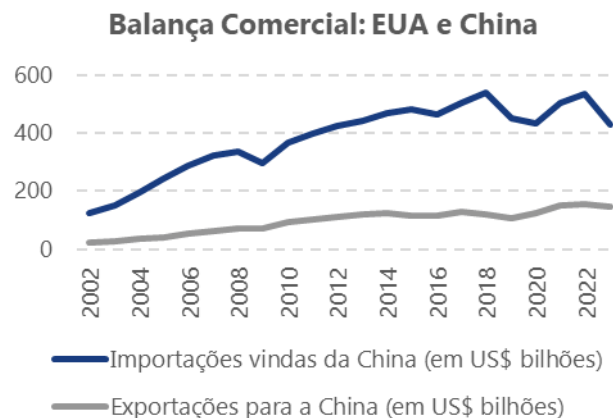


Gráfico 4: Balança Comercial EUA e China



Fontes: CEIC e U.S. Census Bureau. Elaboração: Galapagos Capital.

Brasil: 2025 resultado do cenário internacional, fiscal e monetário

Em nossa avaliação, os fatores determinantes para economia são: o cenário internacional, em especial as novas políticas tarifárias e imigratórias dos EUA, as medidas fiscais e a política monetária.

Com relação ao cenário internacional, acreditamos que a administração Trump será moderada, sem provocar pressões inflacionárias significativas e permitindo a continuidade do afrouxamento monetário, o que pode favorecer os fluxos de capitais para mercados emergentes, como o Brasil.

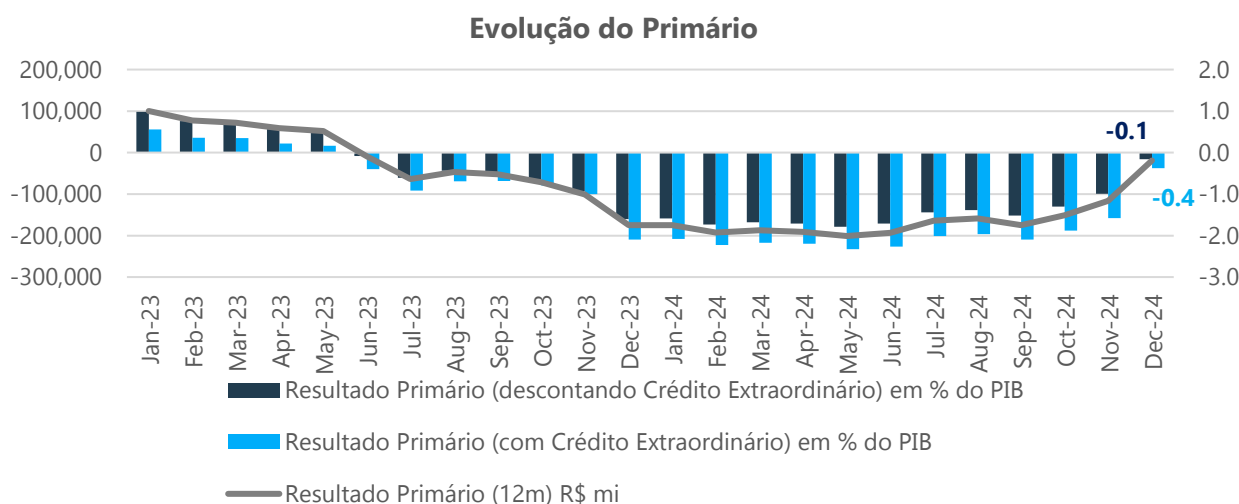
Em janeiro, os primeiros sinais dessa política moderada já se refletem na economia. A diminuição das apostas sobre a implementação imediata e integral do plano de governo de Trump resultou em uma desvalorização do dólar, o que fortaleceu o real em 5,8% em janeiro, com a taxa de câmbio retornando ao patamar de R\$5,83/dólar em 31 de janeiro, em comparação com os R\$6,19/dólar registrados no final de dezembro.

Com relação ao cenário local, a primeira decisão de taxa de juros foi consistente com as orientações futuras (*forward guidance*) divulgadas na reunião de dezembro de 2024, elevando a taxa Selic em 100 pontos-base para 13,25% a.a. e mantendo a previsão de acréscimo de mesma magnitude na próxima reunião de março. Na nossa análise, essa decisão representa um passo importante na construção de credibilidade da nova diretoria, que agora conta com a maioria dos diretores indicados pela administração Lula. Esperamos que o Bacen realize um ciclo de aperto monetário acelerado, com mais um aumento de 100 pontos-base na reunião de 19 de março, encerrando o ciclo com um ajuste de 75 pontos-base em 7 de maio, elevando a taxa Selic para 15%. Quanto ao cumprimento da meta fiscal, o resultado primário do governo central foi deficitário em -0,1% do PIB, dentro da margem de flutuação da meta de +0,25% a -0,25%. Esse desempenho foi alcançado principalmente pelo aumento de receitas não recorrentes, como concessões e royalties, que somaram R\$ 27 bilhões (8,5% a mais em relação a 2023), e pelo incremento de R\$ 25 bilhões em restos a pagar, ou seja, despesas que serão pagas em 2025. Além disso, com o início do ano legislativo, o governo delineou suas prioridades para o ano: conclusão da regulamentação da reforma tributária do consumo, a limitação dos super-salários dos servidores públicos, a reforma previdenciária dos militares e a reforma do Imposto de Renda (IR) com a isenção para rendas de até R\$ 5 mil mensais, compensada por um novo

tributo mínimo para rendas acima de R\$ 50 mil. Em resumo, o ano começa com um avanço positivo na política monetária, mas permanece envolto em incertezas quanto à condução da política fiscal.

Para monitorar: aprovação da Lei Orçamentária 2025 (LOA), primeira revisão bimestral das Receitas e Despesas em março e envio da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2026 em abril.

Gráfico 5: Evolução do Resultado Primário



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: Galapagos Capital.

América Latina

CHILE: na reunião de janeiro, o Comitê de Política Monetária (CPM) decidiu por unanimidade manter a taxa de juros em 5% a.a, justificando tal decisão com a incerteza relacionada a nova administração de Donald Trump, a redução do ritmo de cortes pelo Fed e aumento do preço do cobre e do petróleo. Afora isso, a inflação anual está em 4,5% a/a, acima da meta de 3%, e sofre com a depreciação do peso, custos trabalhistas e aumento da tarifa de energia elétrica e a atividade surpreende positivamente, com o Índice Mensal de Atividade Econômica (IMACEC) de dezembro subindo 6,6% a/a, puxado pela mineração (15,1% a/a). As incertezas internacionais com a possibilidade de aumento da tarifa de importação nos EUA à China, principal parceiro comercial chileno, pode desacelerar a economia chinesa e impactar o Chile, reduzindo o preço do cobre e pressionando o peso. **Diante desse cenário global incerto, da atividade forte e da inflação acima do esperado, o nosso modelo de política monetária não indica espaço para novos cortes de juros. Assim acreditamos que o Banco Central do Chile manterá a taxa de juros em 5% em 2025.**

COLÔMBIA: apresenta um cenário macroeconômico desafiador tendo que equilibrar o controle inflacionário com a recuperação do crescimento econômico e em meio as incertezas na condução da política fiscal e no cenário internacional. Com isso, o banco central (Banrep) optou por reduzir a taxa de juros em 25 pontos-base em dezembro de 2024, mantendo-a em 9,5% em janeiro de 2025 em decisão não unânime em 5 votos a favor da pausa, 1 voto para corte de 25 pontos-base e 1 voto para -50 pontos-base). Essa abordagem cautelosa diante é devido à

persistência da inflação e as incertezas fiscais. A política monetária continua contracionista e a autoridade monetária está atenta aos riscos, do impacto do aumento do salário-mínimo e da pressão cambial sobre a inflação. **Nosso modelo para política monetária indica espaço para cortes de juros. Esperamos que o Banrep retome os cortes de juros no final do 1º semestre de 2025, alcançando 5% ao final desse ciclo. Para a reunião de março, acreditamos que a maioria do conselho manterá a pausa.**

MÉXICO: No México, o banco central (Banxico) manteve o ciclo de corte de juros, cortando em 50bps e trazendo a taxa básica para 9,50%. Os fatores destacados para a decisão são: progresso na queda da inflação, que registrou 3,69% a/a na primeira metade de janeiro - próximo da meta de 3% - e a desaceleração da atividade econômica, com a prévia do PIB do quarto trimestre de 2024 indicando crescimento de 0,6% a/a, abaixo do consenso e do valor registrado no terceiro trimestre (1,6% a/a). Entretanto, acreditamos que esse cenário pode piorar com o aumento de tarifa de importação dos EUA sobre os produtos mexicanos. Por mais que a colocação dessas tarifas tenha sido adiada, há a piora da relação entre os dois países, já que o governo de Claudia Sheinbaum já está planejando um plano de retaliação ("Plan B"). **Dessa forma, por mais que a atividade esteja desacelerando e o processo de desinflação progredindo, o cenário internacional, em nossa opinião, não permitirá que o Banxico mantenha o ritmo de corte em 50 bps, realizando um corte de 25 bps na reunião de março.**

Tabela 1: Indicadores Financeiros (Janeiro de 2025)

Jan 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	6'040.53	21'478.05	44'544.66	20'225.11	8'673.96	126'134.94	51'209.53	1'093.37	2'719.80	2'200.64
% Perf.	2.70%	2.22%	4.70%	0.82%	6.13%	4.86%	3.43%	1.66%	1.37%	0.53%

CURRENCY	Dólar Australiano	Real Brasileiro	Libra Esterlina	Dólar Canadense	Euro	Tene Japonês	Franco Suíço
Mês	0.62	5.84	1.24	1.45	1.04	155.19	0.91
% Perf.	0.53%	-5.40%	-0.99%	1.05%	0.13%	-1.39%	0.34%

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	4.31	4.28	4.54	2.46	13.15
% Perf.	0.00%	-0.45%	-0.71%	-0.68%	3.93%	8.23%

COMMODITIES	BCOM	Ouro	Petróleo	Ferro
Mês	102.29	2798.41	72.53	809.00
% Perf.	3.58%	6.63%	1.13%	4.12%

Fonte: Bloomberg/Galapagos Monthly Letter

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