



Carta Macro Mensal

CENÁRIO 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
- 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

- 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 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: 2025 promete fortes emoções

O ano de 2025 trará respostas cruciais para diversas questões que moldarão a trajetória econômica global. Em primeiro plano, o processo de convergência da inflação pós-COVID será testado: será possível aliviar o aperto monetário em algumas economias ou será necessário manter, ou até voltar a subir os juros? Há espaço para continuar tolerando desequilíbrios fiscais ou o crescente endividamento, principalmente das economias avançadas, pressionar ainda mais suas taxas de juros de longo prazo? A China, por sua vez, enfrentará o desafio de lidar com as consequências da crise imobiliária e revitalizar o consumo das famílias, além de buscar soluções para o problema demográfico. Na Zona do Euro, a Alemanha, principal motor da região, enfrentará o ano eleitoral sem recorrer a políticas fiscais expansionistas para reverter sua desaceleração econômica? Além dos desdobramentos geopolíticos e da recorrência dos eventos climáticos que continuarão sendo um risco relevante para a oferta global, com reflexos significativos sobre a inflação. A seguir, apresentamos nossa visão sobre o cenário base para as principais economias e as respostas que esperamos para essas questões.

Estados Unidos: Sob nova direção

A economia americana surpreendeu positivamente em 2024. Assim, o governo do Presidente-eleito, Donald Trump, herda uma situação econômica positiva. Mas, em linha com a “Art of the Deal”, o consenso de mercado espera o modus operandi VUCA (tradução livre “volatilidade, incerteza, complexidade e ambiguidade”) da nova administração. Essa expectativa é suportada, por exemplo, pelo plano de governo anunciado que contempla ao mesmo tempo políticas que são favoráveis ao crescimento, como desregulamentação, prorrogação de cortes de impostos para as pessoas físicas e política energética, e políticas com potencial estagflacionário, como aumento das tarifas comerciais e da restrição imigratória.

Em nosso cenário base, em 2025 a economia cresce 2,5%, sustentado pela expansão da demanda doméstica. Para o consumo, vemos a solidez do balanço das famílias e um mercado de trabalho mais equilibrado, com geração de emprego e alguma estabilidade na taxa de desemprego, gerando ganhos de renda para as famílias. Para os investimentos, além dos relacionados à inteligência artificial, esperamos a continuidade da expansão advinda dos incentivos fiscais e da maior confiança.

Em nossa opinião, a inflação deve continuar em sua trajetória gradual em direção à meta, sustentada por uma moderação no crescimento dos preços relacionados à habitação, como aluguéis. Ainda com a implementação do aumento da tarifa de importação, projetamos inflação em 2,5% em 2025, porque acreditamos que o incentivo da nova administração é mitigar os impactos de suas políticas sobre a inflação, moderando a agressividade de suas ações, dado que a eleição foi motivada por preocupações com a inflação e a imigração. Contudo, destacamos que o maior risco é a nova direção errar a mão nas tarifas.

Nesse ambiente de risco de pressão inflacionária, parte dos participantes do Comitê de Política Monetária do Banco Central americano (FOMC) se antecipou à implementação das tarifas, já considerando as mesmas em seus cenários base, apesar de toda a incerteza. **Assim, esperamos que a continuidade do ciclo de corte de juros seja comedida; projetamos dois cortes de 25 pontos base nos juros no ano.**

Por fim, uma questão importante para o ano será o encaminhamento da política fiscal. A alta do “prêmio de risco” foi o principal fator que impulsionou os juros em 2024, que começou 2025 atingindo o patamar mais alto nos últimos dez anos. Com tantas incertezas e um volume gigantesco de emissões e rolagens para o ano, acreditamos

que há o risco de algum leilão do Tesouro ser pressionado como reflexo do desequilíbrio fiscal. Assim, o mercado poderá ficar mais preocupado com a sustentabilidade da dívida pública americana, aumentando a aversão a risco para todos os ativos.

Zona do Euro: Melhora nas perspectivas econômicas ameaçadas por tarifas

Nosso cenário base é de crescimento modesto de 1% em 2025, impulsionado pelo consumo doméstico. Estimamos que o crescimento continuará desigual: estagnação na Alemanha, crescimento baixo entre 0,5% e 0,7% e crescimento próximo a 2% na França, Itália e Espanha. O mercado de trabalho, que se manteve resiliente em 2023 e 2024, deve ter acomodação marginal. Após a alta da inflação no 4º trimestre de 2024, associada aos efeitos-base dos preços de energia, projetamos inflação convergindo para a meta de 2% reflexo da redução da inflação de serviços devido ao menor crescimento de salários. **Com isso, o Banco Central Europeu (BCE) deve continuar o processo de corte de juros no ritmo de 25 pontos-base por reunião até chegar a 1,75%-2,00% (nível neutro).**

Em 2025, a Área do Euro enfrentará desafios significativos. O presidente eleito Trump ameaça impor tarifas sobre as importações europeias, o que pode reduzir o modesto crescimento projetado. Em nossa opinião, a política fiscal da região é arriscada, com incertezas políticas internas exacerbadas por eleições na Alemanha e instabilidade no governo francês, assim as principais economias a serem monitoradas são França, Itália e Alemanha. Destacamos que a região lida com desafios estruturais, como a perda de competitividade da Alemanha e a necessidade de mais investimentos em defesa e inovação, como sugerido por Mario Draghi (ex-primeiro-ministro da Itália e ex-presidente do BCE). No entanto, a implementação dessas medidas é dificultada por restrições fiscais e fragmentação política.

China: desafios cíclicos e estruturais em contexto geopolítico desafiador

Acreditamos que após crescer próximo à meta de 5% em 2024, o crescimento da economia chinesa deva desacelerar em 2025. Nosso cenário base contempla moderação para próximo a 4,5%. Porém, destacamos o risco para baixo dessa projeção dependendo da implementação de tarifas da nova administração Trump. Para mitigar parte do efeito dessa política, vemos o governo chinês afrouxando os juros, permitindo uma maior depreciação da moeda e implementando estímulos fiscais, mais direcionados ao consumo das famílias - cuja confiança se mantém historicamente baixa, sem reagir às medidas anunciadas desde setembro de 2024 - e aos setores afetados pela possível guerra comercial. Ademais, as exportações excluindo EUA podem surpreender positivamente reflexo da depreciação da moeda e do excesso de produção industrial, o que também deve incentivar a renda agregada.

Estimamos inflação baixa, próxima do patamar atual, devido à continuidade da fraqueza no setor imobiliário e excesso de capacidade produtiva. Assim, o risco deflacionário persistirá – um problema para uma economia altamente endividada como a chinesa.

Estruturalmente, os desafios são: demografia, os prolongados impactos do estouro da bolha imobiliária em 2021 e a ausência de ganhos de produtividade. Em nossa opinião, medidas de cunho estruturais também são necessárias para lidar com esses problemas.

Brasil: 2025 resultado do cenário internacional, fiscal e monetário

O início de 2025 traz grandes incertezas sobre a inflação, a atividade econômica, a taxa de câmbio e os juros.

No quarto trimestre de 2024, a inflação já refletiu a combinação do enfraquecimento do real e a robustez da demanda doméstica. Entre outubro e dezembro, a inflação acumulou 1,48%, substancialmente superior aos 1,08% registrados no mesmo período de 2023. Como resultado, a inflação ao consumidor medida pelo IPCA alcançou 4,8% em 2024, com serviços também em 4,8%, ambos excedendo o limite superior da meta de inflação, fixado em 4,5%. Apesar das expectativas de um aperto monetário contínuo, como indicado pela orientação futura (*forward guidance*) adotada pelo Copom de alta de 100 bps na taxa Selic nas reuniões de janeiro e março, as projeções de inflação continuam elevadas, com o consenso da pesquisa Focus de janeiro apontando 4,99% para 2025, 4,03% para 2026 e 3,90% em 2027. A desidratação de algumas medidas do pacote de cortes de gastos públicos na aprovação do Congresso, aumentou o ceticismo sobre a capacidade do governo de manter o arcabouço fiscal e implementar ajustes adicionais. Além disso, persiste o risco de avanço da proposta de reforma do Imposto de Renda (IR) que pode gerar uma perda de R\$ 35 bilhões em receita. Essa incerteza fiscal contribuiu para o enfraquecimento do real, que atingiu R\$ 6,19 frente ao dólar no final de dezembro e elevou as taxas de juros de curto e longo prazo.

Em 2025, três fatores serão determinantes para economia: o cenário internacional, em especial as novas políticas tarifárias e imigratórias dos EUA, as medidas fiscais e a política monetária.

Acreditamos que a administração Trump será moderada, sem causar pressão inflacionária, permitindo possíveis cortes de juros, o que pode beneficiar fluxos de capitais para mercados emergentes, como o Brasil. Esperamos que o Banco Central (Bacen) mantenha um ciclo de aperto acelerado, elevando a Selic para 15% em maio, o que resultará em uma desaceleração do crescimento do PIB de 3,4% em 2024 para 1,4% em 2025. E, embora essa desaceleração possa intensificar as preocupações com a disciplina fiscal do governo, acreditamos que continuará anunciando medidas fiscais, porque somente assim conseguirá ancorar a taxa de câmbio, as expectativas de inflação e viabilizar futuros cortes de juros. Esses fatores condicionais reduzem a probabilidade de aceleração inflacionária devido ao potencial repasse do impacto do enfraquecimento da moeda. Mesmo assim, projetamos a inflação em 4,5%, ainda distante da meta de 3%.

Acreditamos que a desaceleração da atividade econômica, embora desafiadora e com potenciais repercussões no mercado de trabalho e na inadimplência, é uma etapa necessária para ancorar as expectativas de inflação e pavimentar o caminho para início de ciclo de cortes de juros no final de 2025.

América Latina

CHILE: na reunião de dezembro, o Comitê de Política Monetária (CPM) decidiu por unanimidade reduzir sua taxa de juros em 25pbs, para 5,00%. Na minuta, foram ressaltados dois pontos em relação ao contexto global: a apreciação do dólar, que elevou o custo das importações; e o processo de redução da taxa de juros nos Estados Unidos, que segue incerto em relação à trajetória de cortes. No contexto doméstico, os destaques foram o aumento substancial nos salários e a demanda fraca. Além disso, em relação à inflação, os valores estão acima do esperado, registrando 4,2% a/a em novembro e com projeções do Relatório de Política Monetária (IPoM) de dezembro apontando para 4,8% a/a em dezembro e algo em torno de 5% a/a nos primeiros 6 meses de 2025. Ademais, o relatório mostrou que a inflação média para 2025 foi revisada para cima em 0,5 ponto percentual. **Dessa forma,**

devido às pressões inflacionárias, acreditamos que o Banco Central do Chile deve manter a taxa de juros em 5% a.a. na próxima decisão (28 de janeiro).

COLÔMBIA: a decisão monetária de dezembro foi marcada pela redução do ritmo de corte de 50 bps para 25bps, trazendo a taxa overnight para 9,5% em decisão não unânime. Vários fatores contribuíram para essa decisão: enfraquecimento da moeda, incertezas sobre a política fiscal e o alcance das metas, a atividade econômica acelerando no 4º trimestre frente ao terceiro trimestre e a resiliência da inflação de serviços, termômetro dos preços sensíveis à política monetária. **A princípio, o Banco Central (Banrep) deve manter o ciclo de corte ao longo de 2025, pois a política monetária ainda está apertada, taxa de juros real está ao redor de 5,6% enquanto a taxa real neutra é de 2,4%, segundo a estimativa do Banrep. Esperamos que a taxa overnight seja reduzida para 8,5% em 2025.** Devemos monitorar a troca de dois membros do comitê de política monetária em janeiro e a evolução do debate das reformas no Congresso.

MÉXICO: o Banco Central (Banxico) decidiu por unanimidade reduzir sua taxa de juros em 25bps, para **10,00%. Acreditamos que o corte de juros continue nesse ritmo nas próximas reuniões.** Na primeira quinzena de dezembro, a inflação foi mais elevada que o esperado tanto no índice geral como na inflação subjacente. Além disso, o Banxico revisou para cima suas projeções de inflação em 2025. Mas, reconhecemos que há risco que o ritmo do corte de juros acelere devido à confluência de fatores: a saída dia 31 de dezembro de 2024 de Irene Espinosa do conselho, considerada o membro mais duro no conselho, atividade econômica mais fraca e maior desemprego, a redução dos investimentos devido à recente reforma do judiciário e a grande incerteza em relação ao setor externo com aumento das tarifas de importações dos EUA.

Tabela 1: Indicadores Financeiros (Dezembro de 2024)

Índice	S&P 500	Nasdaq	Bovespa	FTSE 100	Down Jones Industrial (média)	México IPC	Hang Seng	MSCI - Europa, Austrália & Extremo Oriente	Barclays Capital U.S. Corporate High Yield	Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index
Mês	5.762,48	20.060,69	42.330,15	21.133,68	8.236,95	131.816,44	52.477,30	1.170,85	2.678,46	2.258,17
% Perf.	2,02%	2,48%	1,85%	17,48%	-1,67%	-3,08%	0,95%	6,45%	1,62%	1,34%
CURRENCY	Dólar Australiano	Real brasileiro	Libra Esterlina	Dólar Canadense	Euro	Iene japonês	Franco Suíço			
Mês	0,69	5,45	1,34	1,35	1,11	143,12	0,84			
% Perf.	2,57%	-2,80%	2,09%	0,11%	0,91%	-2,09%	-0,60%			
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	4,85	4,62	3,78	2,12	10,65				
% Perf.	-6,58%	(0,07)	-9,68%	-3,13%	-7,66%	2,40%				
COMMODITIES	BCOM	Ouro	Petróleo	Ferro						
Mês	100,34	2639,18	68,17	802,50						
% Perf.	4,43%	5,42%	-7,31%	6,08%						

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