



Carta Macro Mensal

Março 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

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?

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 para acordo orçamentário) nos EUA.

Global: segue a volatilidade

Persistem as incertezas sobre os vetores fundamentais que definirão a trajetória econômica global. Será viável manter e ampliar os ciclos de cortes de juros? Desequilíbrios fiscais, especialmente nas economias avançadas, pressionarão as taxas de juros de longo prazo? Sustentar a meta de crescimento próximo a 5% exigirá da China quais medidas fiscais e monetárias diante do impacto das novas tarifas comerciais dos EUA? Diante da desaceleração da Alemanha e a pressão geopolítica entre Ucrânia e Rússia, qual será o tamanho de estímulos fiscais na Zona do Euro?

Apesar da volatilidade inicial do novo governo nos EUA, mantemos a nossa visão de que a administração Trump agirá com pragmatismo em relação ao comércio exterior. Elevar agressivamente tarifas prejudicaria a economia dos EUA, com alta da inflação e desaceleração econômica. Já a manutenção de uma abordagem pragmática abre espaço para cortes adicionais de juros nos EUA e na Europa que, somados aos novos estímulos na China, podem favorecer mercados emergentes dependentes de fluxos de capitais e do comércio com o gigante asiático.

Estados Unidos: de tarifas a DOGE, o crescente dilema da política econômica dos EUA

Em fevereiro, a economia dos EUA enfrentou uma escalada histórica da incerteza comercial, com tarifas adicionais de 25% sobre Canadá e México, e 20% sobre a China. As retaliações já anunciadas e o risco de novas medidas aumentaram a possibilidade de uma guerra comercial, sem vencedores claros e com impactos negativos bilaterais.

Dados de janeiro indicaram uma desaceleração na atividade econômica, influenciada pelo inverno severo e pela crescente incerteza no consumo das empresas e famílias, decorrente das políticas do governo Trump. Esse cenário gerou uma crescente apreensão em relação à possibilidade de uma recessão autoinduzida. O déficit comercial, que atingiu o maior patamar histórico, foi resultado da antecipação de demanda por importados antes da implementação das novas tarifas. Isso também pesou consideravelmente sobre os modelos de previsão de PIB para o primeiro trimestre, como o do Fed de Atlanta, que projeta uma contração de -2,4% t/t, com um impacto negativo de -3,8 pontos percentuais proveniente das exportações líquidas.

Enquanto isso, a inflação permaneceu resiliente, com riscos inflacionários em ascensão. Diversas empresas de diferentes setores sinalizaram a intenção de repassar os custos adicionais decorrentes das tarifas para os consumidores. As expectativas de inflação dos consumidores começaram a se distanciar da meta de 2%, enquanto as expectativas implícitas nos mercados financeiros permanecem relativamente ancoradas para horizontes mais longos. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego continuou estável. Muitas empresas, porém, reduziram as contratações devido à crescente incerteza, enquanto o Departamento de Eficiência do Governo (DOGE) anunciou planos de cortar até 500 mil empregos federais, o que, isoladamente, poderia elevar a taxa de desemprego em até 0,3 ponto percentual.

O aumento da incerteza também provocou uma reversão nos indicadores qualitativos e de sentimento, que haviam mostrado uma recuperação robusta após o resultado das eleições de novembro. Em nossa opinião, essa reversão sugere que a administração Trump perdeu rapidamente o impulso que tradicionalmente sustenta a confiança e impulsiona os investimentos nos primeiros meses de um novo governo, chamado "*animal spirits*".

Em meio a um cenário de crescente risco de estagflação e incerteza elevada sobre a trajetória das políticas públicas, o *Federal Reserve* segue em uma posição desconfortável. A autoridade monetária optou por manter os juros estáveis por ora, mas sinalizou uma possibilidade de dois cortes em 2025, dependendo da evolução dos dados econômicos e da gestão de um ambiente global de incerteza sem precedentes.

Para monitorar: implementação das tarifas já anunciadas pelo governo Trump, tarifas recíprocas e tarifas sobre *commodities* a serem anunciadas em 2 de abril e as respostas dos parceiros comerciais contemplados. Demissões pelo DOGE, ajuste nos comentários dos participantes do *Federal Reserve* e possibilidade de "*government shutdown*" em 14 de março.

Gráfico 1: Índice de Incerteza da Política Econômica

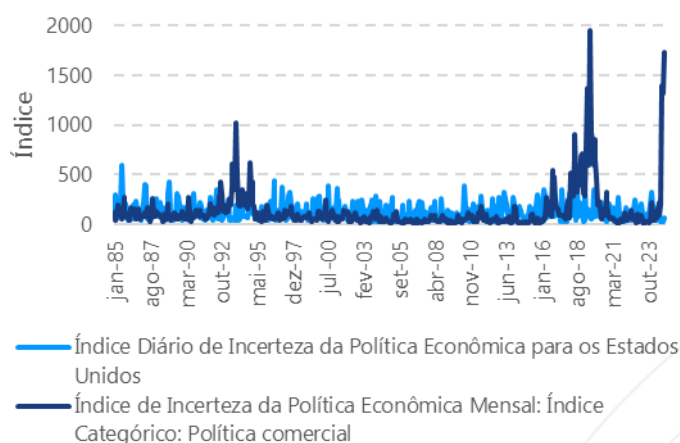
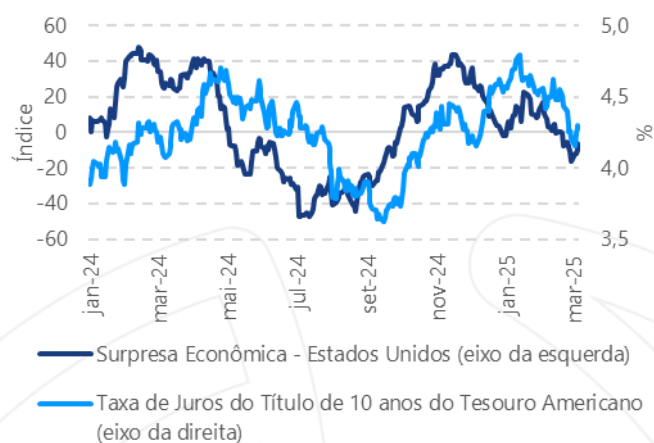


Gráfico 2: Índice de Surpresa Econômica e Taxa de Juros do Título de 10 anos do Tesouro Americano



Fontes: FRED, Citibank e Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

Zona do Euro: Alemanha adota seu "*whatever it takes*" na política fiscal enquanto o banco central europeu reforça a dependência de dados

Em meio a uma recuperação econômica ainda frágil, a área do euro observa sinais de melhora na confiança do setor privado, impulsionados pela vitória da coalizão pró-europeia nas eleições alemãs de 23 de fevereiro. Esse resultado afastou riscos políticos extremos e trouxe maior previsibilidade para a maior economia do bloco.

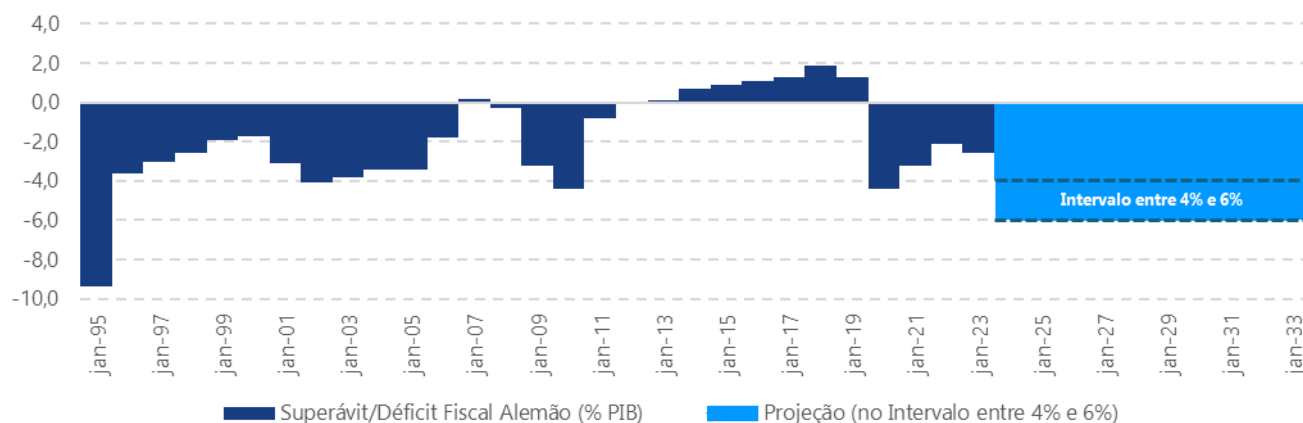
Após um primeiro choque nas relações políticas com os EUA, o futuro chanceler alemão, Friedrich Merz, anunciou a intenção de reforçar a defesa europeia para reduzir a dependência dos EUA. Ele anunciou um ambicioso programa de investimentos de 500 bilhões de euros em infraestrutura e defesa nos próximos 10 anos, o que eleva as expectativas de estímulo à atividade industrial e de modernização econômica na Alemanha. Simultaneamente, a Comissão Europeia aprovou um pacote adicional de 150 bilhões de euros em linhas de crédito para financiar gastos com defesa em toda a União Europeia, com o objetivo de fortalecer a segurança regional e impulsionar setores estratégicos relacionados à inovação tecnológica e à cadeia de defesa.

Por sua vez, o Banco Central Europeu (BCE) alertou que a economia da região continua a enfrentar crescimento fraco e elevada incerteza comercial e geopolítica, o que demanda uma política monetária flexível, dependente dos dados a serem divulgados. O BCE projeta a convergência da inflação para 2% até 2026, apesar das pressões salariais

e ajustes de preços em serviços no curto prazo. Além disso, o BCE vê sinais de moderação no mercado de trabalho, especialmente no setor industrial, com empresas adotando uma postura cautelosa diante da incerteza global.

Para monitorar: tarifas recíprocas pelo governo Trump, em 2 de abril, e a resposta da União Europeia, desenvolvimentos sobre a Guerra na Ucrânia e implementação dos gastos fiscais para defesa.

Gráfico 3: Superávit/Déficit Fiscal Alemão (% PIB)



Fontes: Bloomberg e Deutsche Bank. Elaboração: Galapagos Capital.

China: entre a retomada interna e a nova guerra comercial com os EUA

Em fevereiro, a economia chinesa mostrou sinais de recuperação moderada, com a indústria de transformação registrando leve expansão e o setor de serviços mantendo crescimento modesto. No entanto, o mercado de trabalho ainda enfrenta dificuldades e os riscos de deflação permanecem. As exportações apresentaram alguma melhora, mas a demanda interna seguiu frágil, refletindo a cautela do setor privado em um ambiente de baixa confiança.

Durante a reunião do Congresso Nacional do Povo (NPC) no início de março, o governo anunciou um pacote fiscal mais agressivo para 2025, elevando a meta de déficit fiscal para 4% do PIB, o maior nível desde 2009. Os recursos serão direcionados para infraestrutura, inovação tecnológica e estímulo à demanda doméstica, com foco em programas de troca de bens de consumo e incentivos a setores estratégicos, como inteligência artificial (IA) e tecnologia verde, visando alavancar a produtividade de longo prazo e reduzir a vulnerabilidade externa.

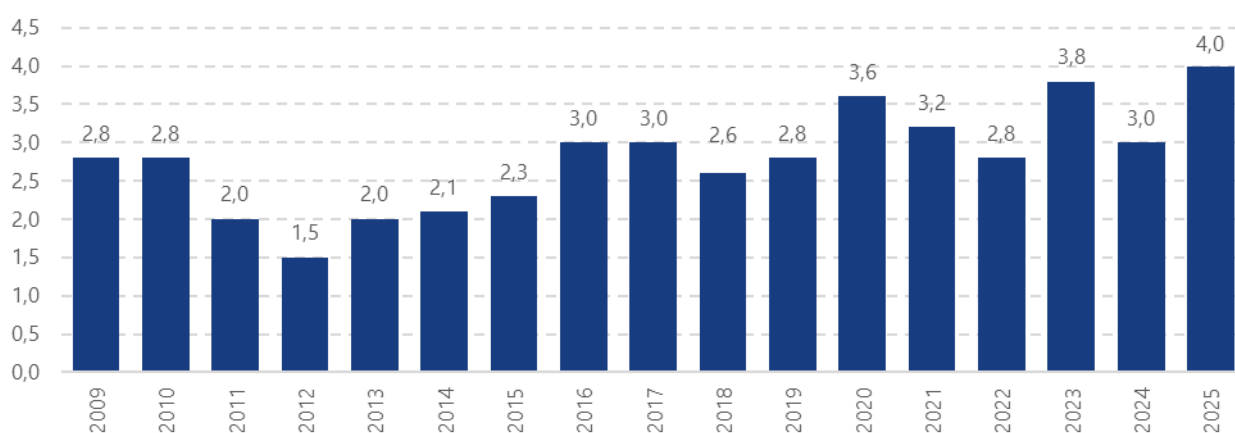
Nesse contexto, ganhou destaque a divulgação do DeepSeek, uma plataforma avançada de IA desenvolvida com o objetivo de posicionar a China como líder global em IA generativa, competindo diretamente com grandes *players* internacionais. Esse projeto simboliza a ambição tecnológica do país e é visto como um elemento chave para fortalecer a automação industrial, otimizar cadeias produtivas e impulsionar a inovação em setores como manufatura e finanças.

Por outro lado, a China enfrenta um novo ciclo de tensões comerciais com os EUA, após o governo Trump anunciar a elevação das tarifas de importação de produtos chineses para 20%, reacendendo uma segunda guerra comercial. Em resposta, Pequim impôs tarifas retaliatórias sobre produtos agrícolas importados dos EUA, aumentando as incertezas para as empresas e os investidores.

Diante desse cenário, o governo chinês reforçou o compromisso com a estabilidade financeira, indicando que monitorará o endividamento dos governos locais, para evitar o acúmulo de “dívidas ocultas” e preservar o equilíbrio fiscal, enquanto busca sustentar um crescimento econômico próximo a 5% e criar 12 milhões de empregos em 2025.

Para monitorar: negociações comerciais entre a China e os EUA, medidas de estímulo monetário e implementação de medidas fiscais anunciadas em março.

Gráfico 4: Meta oficial de déficit fiscal (% PIB)



Fonte: CEIC. Elaboração: Galapagos Capital.

Brasil: 2025 resultado do cenário internacional, fiscal e monetário

Em nossa avaliação, temos no cenário externo como principal fator para a economia a influência das novas políticas tarifárias e imigratórias dos EUA. No doméstico, temos o controle nos gastos públicos e a manutenção da política monetária restritiva como cruciais no controle da inflação corrente e das expectativas.

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.

Fevereiro terminou com o real pressionado, refletindo a volatilidade global após novos anúncios tarifários dos EUA e as incertezas no cenário doméstico. Pesaram sobre o real o possível ajuste das tarifas recíprocas e a elevação das alíquotas de importação de aço e alumínio para 25% a partir de abril que impactam diretamente a balança comercial Brasil-EUA. Segundo o Banco Mundial, em 2022, a tarifa média dos EUA para produtos brasileiros era de 2,2% enquanto a tarifa média do Brasil para produtos americanos era de 11,3%. Afora isso, 55% das exportações brasileiras de aço são destinadas para os EUA. Então, de acordo com as nossas estimativas de elasticidade-preço da demanda dos EUA pelos produtos brasileiros, a igualdade da tarifa média de importação dos EUA à nossa tarifa de importação média, somada ao aumento da tarifa de importação do aço, pode reduzir potencialmente as exportações do Brasil para os EUA em US\$ 6,0 bilhões (15% do total exportado de US\$ 40 bilhões em 2024).

No cenário doméstico pesaram os atrasos na votação da Lei Orçamentária (LOA) de 2025 e na conclusão da regulamentação da reforma tributária do consumo. Além disso, a reforma ministerial trouxe Gleisi Hoffmann para a

Secretaria de Relações Institucionais, deslocando Alexandre Padilha para a Saúde e enfraquecendo a articulação política do Ministério da Fazenda no Congresso.

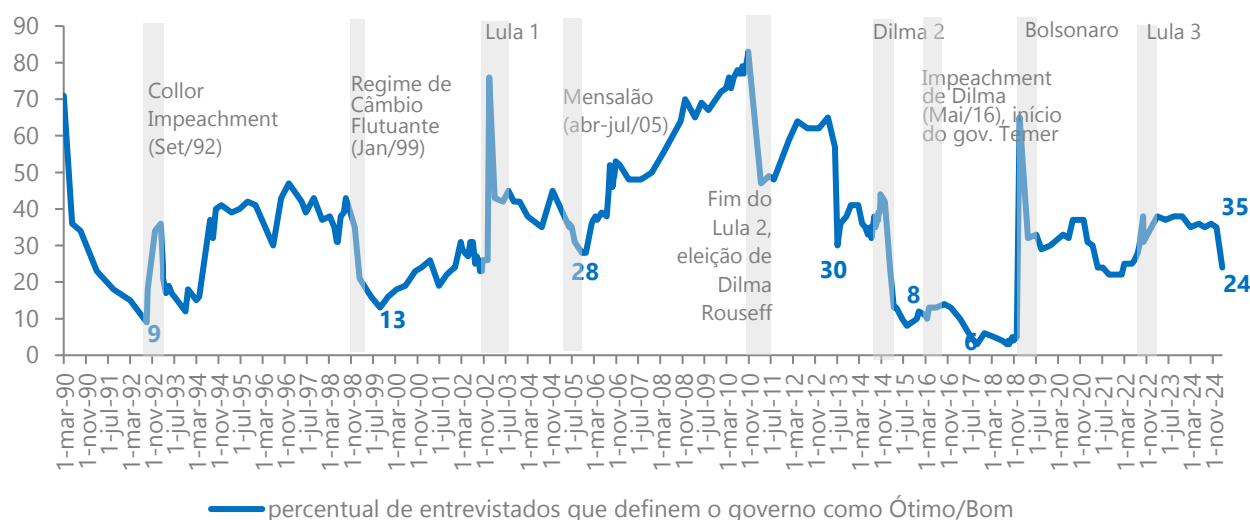
No radar temos a próxima decisão de juros em 19 de março, onde o Copom deve elevar a taxa Selic em 100 pontos-base para 14,25%, cumprindo a orientação (*forward guidance*) dada nas comunicações de dezembro e janeiro. Contudo, mais relevante será a sinalização dos próximos passos, diante das expectativas de inflação em alta, crescimento econômico de +3,6% em 2024, bastante acima da nossa estimativa de 2% de potencial para Brasil, e incertezas fiscais ampliadas pela ausência do orçamento aprovado.

Esperamos que o Bacen realize um ciclo de aperto monetário acelerado, com mais um aumento de 75 pontos-base em 7 de maio, encerrando o ciclo de alta da taxa Selic em 15%. No lado fiscal, esperamos que o governo mantenha o déficit primário próximo ao patamar registrado em 2024 de -0,1% do PIB, dentro da margem da meta (-0,25% a +0,25%), utilizando-se de bloqueios de gastos, cortes em isenções tributárias e maior controle da execução orçamentária. A provável aprovação do LOA de 2025 em março, incluindo o pagamento dos programas Pé-de-Meia e Vale Gás dentro do orçamento, pode sinalizar compromisso fiscal aos mercados.

Resta saber o impacto da piora na aprovação do governo na condução da política fiscal. A queda de 11 pontos na avaliação positiva do presidente Lula, segundo a pesquisa nacional de opinião pública feita pelo Datafolha, reforça o dilema entre disciplina fiscal e estímulos para recuperar popularidade. Essa queda na avaliação ótimo/bom de 35% para 24% - menor patamar dos governos com Lula como incumbente (gráfico 5) -, alimenta as dúvidas sobre o apetite do governo por pragmatismo na política fiscal frente aos encantos do impacto de curto-prazo do aumento de gastos sobre a avaliação popular. Medidas recentes, como a liberação do FGTS inativo e a ampliação do consignado para trabalhadores contratados sob as leis trabalhistas (CLT) - que elevam renda e consumo sem comprometer diretamente o resultado fiscal -, exemplificam a inclinação do governo por medidas de curto prazo.

Para monitorar: aprovação da LOA de 2025, envio da reforma tributária da renda com isenção de Imposto de Renda dos rendimentos mensais até 5 mil reais e envio da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2026 em abril.

Gráfico 5: Avaliação Popular do governo Lula



Fonte: Datafolha. Última pesquisa em 14 de fevereiro. Elaboração: Galapagos Capital.

América Latina

CHILE: em janeiro a atividade econômica se mostrou resiliente, com o Índice Mensal de Atividade Econômica (IMACEC) avançando 2,5% a/a, sustentado pela manufatura e pelo comércio, e excluindo mineração avançando 2,9% a/a, frente ao crescimento de 2,5% registrado em 2024. Assim, a inflação segue pressionada, janeiro registrou alta de 1,1% m/m e 4,9% a/a, acima da meta de 3%, refletindo a inflação de serviços subjacente em 5,0% a/a e alta de 58,8% a/a no preço de energia elétrica. **Dessa forma, diante da atividade econômica robusta e pressões inflacionárias persistentes, mantemos nossa expectativa de que o Banco Central do Chile manterá a taxa de juros em 5% ao longo de 2025.**

COLÔMBIA: a economia colombiana manteve sua trajetória de crescimento em 2024, com o PIB crescendo 2,3% a/a, em linha as expectativas do Banco Central (Banrep). No entanto, o processo de desinflação estagnou em janeiro – a inflação em 2023 foi 9,3% a/a, a inflação em 2024 foi 5,2% a/a e a inflação em janeiro de 2025 seguiu em 5,2% a/a refletindo pressões persistentes em serviços e a alta dos preços de alimentos e transportes. Acreditamos que a tendência é queda da inflação, mas fatores como o aumento do salário-mínimo e a possível imposição de tarifas de importação pelos EUA devem atrasar o processo de desinflação. Diante desse cenário, acreditamos que, apesar da chegada de dois novos membros ao conselho de política monetária, a taxa de juros será mantida em 9,5% na reunião de março. **No entanto, nossa estimativa de resposta de política monetária ao balanço entre expectativa de inflação e atividade econômica (regra de Taylor) sugere que há espaço para cortes adicionais dos juros. Acreditamos que o Banrep voltará a cortar juros ao longo desse ano, assim que as condições econômicas se tornem mais favoráveis.**

MÉXICO: a desaceleração da atividade econômica no final de 2024 foi mais intensa do que o esperado, com o PIB crescendo apenas 0,5% a/a no quarto trimestre e a produção industrial caindo -2,7% a/a em dezembro, impactada principalmente por contrações na construção civil e no setor de mineração. Esse enfraquecimento contribuiu para a queda da inflação observada na primeira quinzena de fevereiro, com o índice de preços ao consumidor subindo 0,15% m/m, abaixo do consenso de mercado. Apesar da desaceleração, o cenário inflacionário ainda enfrenta desafios, como os riscos climáticos e a desvalorização do peso, além do aumento das tarifas de importação dos EUA para os produtos mexicanos, que foi implementado a partir de 4 de março e pode impactar a inflação e a atividade. **Esperamos que o Banxico cumpra a orientação (*forward guidance*) dada na última decisão de política monetária e corte 50bps na reunião de 27 de março, trazendo a taxa de juros básica para 9,0% a.a, seguido de um corte adicional de 25bps, encerrando o ciclo em 8,75%, na reunião de 15 de maio.**

Tabela 1: Indicadores Financeiros (Fevereiro de 2025)

Feb 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	5,954.50	20,884.41	43,840.91	22,941.32	8,809.74	122,799.09	52,325.73	1,097.25	2,738.06	2,249.06
% Perf.	-1.42%	-2.76%	-1.58%	13.43%	1.57%	-2.64%	2.18%	0.35%	0.67%	2.20%
CURRENCY	Dólar Australiano	Real Brasileiro	Libra Esterlina	Dólar Canadense	Euro	Iene Japonês	Franco Suíço			
Mês	0.62	5.89	1.26	1.44	1.04	150.37	0.90			
% Perf.	-0.80%	0.84%	1.09%	0.27%	-0.22%	-2.84%	-0.67%			
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	4.32	4.29	4.21	2.41	13.15				
% Perf.	0.00%	0.00	0.24%	-7.31%	-2.20%	0.00%				
COMMODITIES	BCOM	Ouro	Petróleo	Ferro						
Mês	102.75	2845.16	69.76	802.00						
% Perf.	0.45%	1.29%	-3.70%	-0.87%						

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