



# Carta Macro Mensal

M a i 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

### 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

**02/04** 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 FOMC, manutenção dos juros em 4,5%. Reunião do Copom para decisão de juros.  
Expectativa = + 50pbs.  
**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

**26/10** 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.

## **World Bank/IMF Spring Meetings 2025: um ciclo de transição e realinhamento**

Durante os encontros da semana do *Spring Meetings* de 2025, os debates evidenciaram um mundo em transição, pressionado por forças financeiras, fiscais e geopolíticas. Os diagnósticos convergiram para uma mensagem inequívoca: **não se vislumbra um novo ciclo de crescimento robusto, mas sim um prolongado processo de realinhamento estrutural. O horizonte próximo será definido por políticas fiscais mais restritivas, políticas monetárias mais discricionárias e flexíveis, comércio internacional fragmentado e instituições sob pressão.** Nesse novo arranjo, a diferença entre países que se antecipam com reformas estruturais e os que apenas reagem será determinante. Para os investidores, a orientação foi clara: atenção à trajetória das dívidas soberanas, aos riscos latentes de insolvência no setor privado, ao uso geopolítico de tarifas comerciais e à robustez institucional de cada país. A ordem global está sendo redesenhada — e antecipar seus contornos será diferencial estratégico.

Um alerta contundente emergiu da constatação de que **a estabilidade financeira global está sendo ameaçada por uma combinação perigosa: a escalada do endividamento público e o aumento da fragilidade do setor corporativo.**

Segundo o FMI, a dívida pública mundial superou US\$ 100 trilhões, atingindo 92% do PIB global, podendo alcançar 100% até o final da década — ou, sob um cenário adverso, chegar a 115% do PIB.

No setor corporativo, a conjunção de demanda enfraquecida e juros elevados eleva substancialmente o risco de estresse financeiro. Empresas com alta dependência de rolagem de dívida enfrentam custos crescentes, retração do investimento e efeitos negativos persistentes por até dois anos, conforme estudo apresentado pelo FMI no painel sobre vulnerabilidades em ambientes de juros altos. A ascensão das chamadas “empresas zumbis” — de baixa produtividade e sobrevivência baseada na rolagem contínua de dívida — que já representam cerca de 10% das listadas globalmente, acende sinal de alerta sobre a alocação de capital e a saúde dos balanços bancários. O FMI alerta: durante períodos de recessão, essas empresas podem amplificar choques, travar investimentos e se tornarem um vetor sistêmico de instabilidade financeira.

Nesse contexto, **as novas tarifas impostas pelos Estados Unidos funcionam como catalisadores de desaceleração econômica.** O chamado *tarifaço* altera cadeias produtivas, pressiona custos industriais e eleva a incerteza sobre os fluxos comerciais globais. Como reflexo, o *World Economic Outlook* do FMI revisou o crescimento global de 3,3% para 2,8% em 2025, evidenciando os impactos contracionistas das novas barreiras. Nos EUA, a projeção caiu de 2,7% para 1,8%. Os efeitos imediatos incluem encarecimento dos insumos intermediários, retração do investimento privado e inflação persistente — com projeções de 4,3% em 2025 e 3,6% em 2026 para o índice global.

**A avaliação predominante é que o tarifaço impõe à economia dos EUA é de um choque negativo de oferta** - alta de preços devido à redução na oferta de produtos - no curto e choque negativo de demanda (devido à recessão) no médio prazo. Diante disso, **a recomendação recorrente nos debates foi pela manutenção de juros elevados** — mesmo diante da expectativa de desaceleração econômica — como forma de preservar a ancoragem das expectativas inflacionárias.

Já **para o resto do mundo, o impacto do tarifaço se configura majoritariamente como um choque negativo de demanda:** a retração comercial com os EUA gera excesso de oferta e pressão baixista sobre preços – ou seja, **espaço para corte de juros.** Esse efeito cria espaço para cortes de juros, sobretudo em economias emergentes.

Espera-se que os efeitos sejam desinflacionários, com risco cambial mitigado pela evolução institucional de vários emergentes.

Adicionalmente, **há expectativa de um dólar estruturalmente mais fraco, diante da erosão da confiança nas regras e instituições construídas no pós-2º Guerra Mundial, historicamente ancoradas pelos EUA.** No epicentro das mudanças nas relações comerciais está EUA-China, mas seus efeitos serão globais e afetarão países grandes e pequenos.

As exportações europeias devem enfrentar maior dificuldade num ambiente de comércio mais fragmentado, enquanto o bloco se depara com a pressão para aumentar gastos com defesa em meio à rigidez das novas regras fiscais. Diante disso, a política monetária europeia tende a adotar uma postura mais acomodatória, com cortes de juros, à medida que a inflação mostra sinais de convergência e a atividade segue frágil. O dilema fiscal-defensivo europeu ilustra bem os limites da política econômica em um mundo mais inseguro e menos cooperativo.

Neste cenário, a política monetária global entra em uma nova fase. A principal recomendação extraída dos debates foi clara: **os bancos centrais terão que combinar prudência com julgamento discricionário, e a coordenação com a política fiscal não é mais apenas desejável, mas crucial.**

## Estados Unidos: economia dos EUA avança com cautela em meio à guerra tarifária

No 1º trimestre, o PIB dos EUA recuou 0,3% t/t anualizado, com contribuição negativa de 5 p.p. do setor externo, refletindo a antecipação de importações antes da aplicação de tarifas. A demanda doméstica, porém, avançou 3% t/t anualizado, sinalizando resiliência, embora com perspectiva de desaceleração à frente, dada a pressão tarifária e o adiamento de investimentos e contratações.

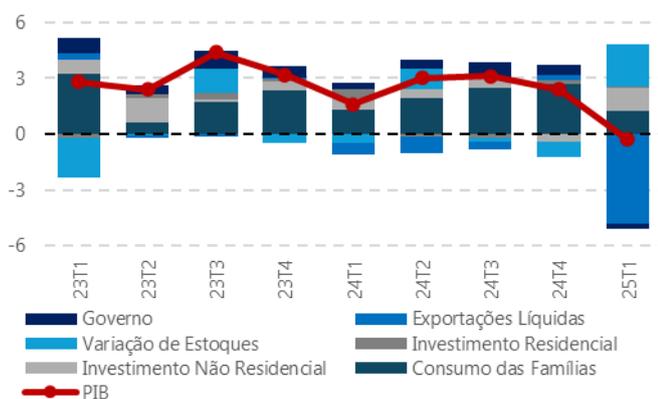
O mercado de trabalho seguiu firme em abril, com criação de 177 mil vagas, desemprego estável em 4,2% e moderação em salários e renda — sem gerar pressão inflacionária. O impacto do DOGE ainda é limitado, mas incertezas comerciais vêm levando empresas a revisar planos de emprego. A inflação de bens cedeu em março, com tarifas absorvidas parcialmente pelas margens e pela queda do petróleo. A inflação subjacente também desacelerou, especialmente em serviços ex-habitação, mas segue acima da meta em 12 meses.

Diante do choque simultâneo de preços (altista) e atividade (baixista), o Fed manteve postura de espera. No início do mês, Trump pressionou publicamente o presidente da instituição, Jerome Powell, por cortes de juros e cogitou sua substituição, o que gerou a alta nos juros longos. Após reação negativa dos mercados, a Casa Branca recuou. **Projetamos até dois cortes de juros em 2025, enquanto o mercado segue precificando quatro.**

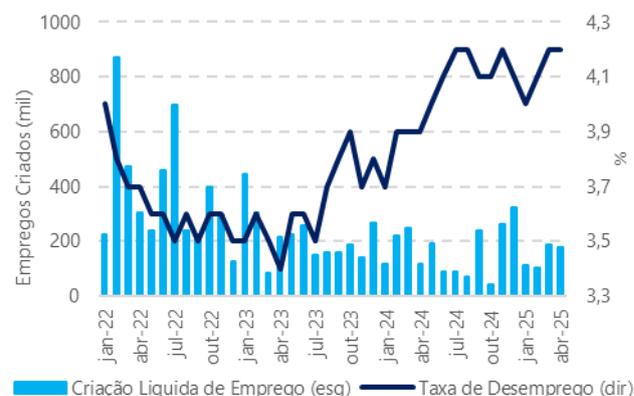
Após tarifas recíprocas em 2 de abril, a reação adversa dos mercados levou o governo a anunciar, em 9 de abril, uma pausa de 90 dias para negociações — com foco em Índia, Japão, Coreia do Sul e possivelmente China. Nesse período, vigora tarifa universal de 10%, exceto sobre importações chinesas. Acreditamos que a mudança de postura foi motivada por pressões do setor privado e pela queda na popularidade do governo. O recuo parcial, com moderação nas tarifas sobre o setor automotivo, reduziu o risco imediato de escalada comercial e recessão, mas a cautela para o segundo semestre se mantém diante dos impactos já perceptíveis na produção e na confiança.

**Para monitorar:** evolução das negociações comerciais, resultados corporativos, dados de atividade e comunicação do Fed.

**Gráfico 1: EUA: Contribuições para o Crescimento do PIB (pp)**



**Gráfico 2: Criação Líquida de Emprego e Taxa de Desemprego**



Fonte: FRED. Elaboração: Galapagos Capital.

## Zona do Euro: sinais de recuperação da atividade, mas inflação e política monetária exigem cautela

Na Área do Euro, o PIB cresceu 0,4% t/t no 1º trimestre, o ritmo mais forte em um ano, impulsionado por exportações líquidas positivas — com embarques antecipados antes das tarifas dos EUA — e pelo desempenho atípico da Irlanda, refletindo a atuação de multinacionais sediadas no país. No início do 2º trimestre, há sinais de estabilização, com destaque para a retomada parcial da indústria, embora as perspectivas sigam desafiadoras: a confiança empresarial recuou e as exportações devem enfraquecer com os efeitos das tarifas se tornando mais evidentes.

A inflação cheia ficou estável em 2,2% a/a em abril, enquanto a subjacente subiu para 2,7% a/a, devido à persistência de pressões nos serviços. Ainda assim, os riscos são baixistas, com a valorização do euro, a queda do petróleo e expectativas ancoradas na convergência à meta de 2% do BCE. **O BCE mantém discurso confiante, e projetamos um ou dois cortes a partir de junho, levando a taxa de depósito a 1,75%-2,00%. Uma intensificação da guerra comercial pode exigir cortes adicionais.**

O ambiente segue incerto, com foco nos desdobramentos da guerra tarifária. O impacto indireto das tarifas dos EUA sobre preços e comércio europeu segue em monitoramento, diante do redirecionamento de exportações chinesas para a Europa e da possível retaliação da União Europeia (EU) caso fracassem as negociações com o governo Trump.

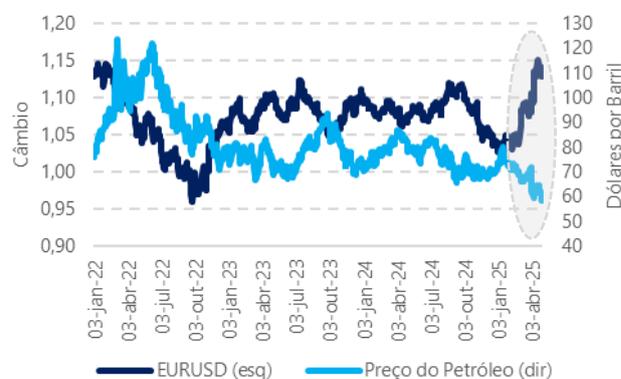
**Para monitorar:** negociações comerciais e medidas retaliatórias da UE, inflação de serviços, decisão do BCE em junho e seus sinais sobre cortes futuros.

Gráfico 3: PIB (t/t)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

Gráfico 4: Taxa de Câmbio EUR USD e Preço do Petróleo



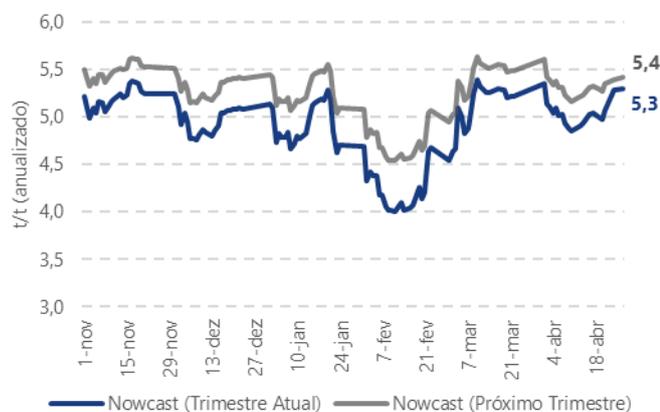
## China: crescimento forte no 1º tri, mas tarifas e desaceleração externa impõem novos desafios

A economia chinesa surpreendeu no 1º trimestre, com alta de 5,4% a/a no PIB, impulsionada por exportações antecipadas antes das tarifas dos EUA, estímulos ao consumo e investimentos em infraestrutura. Ainda assim, permanecem riscos deflacionários e de alta no desemprego. A escalada tarifária bilateral, com alíquotas acima de 100%, configura um embargo comercial *de facto* e deve pesar sobre a atividade a partir do 2º trimestre. Por outro lado, no início de maio, surgiram sinais de avanço nas negociações, com possível reversão parcial das medidas mais severas. No entanto, relatos de cancelamentos de encomendas, queda no tráfego portuário e recuo no frete para a costa oeste dos EUA indicam que os impactos já começaram a se materializar desde o fim de abril. O risco de realocação de cadeias produtivas e um cenário de excesso de oferta global de bens industriais agravam o desafio para as exportações chinesas.

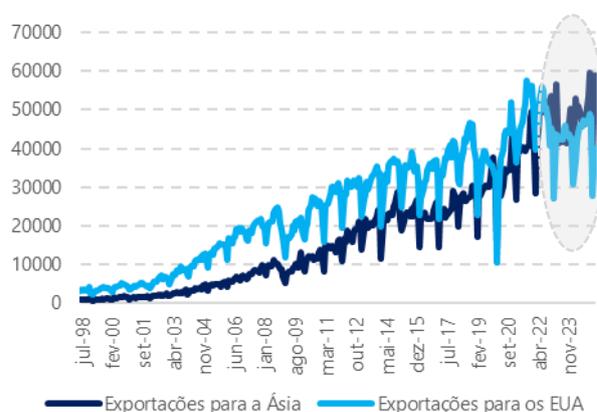
Em resposta, Pequim deve intensificar o uso de estímulos fiscais e monetários. Estima-se que o déficit fiscal ampliado da China possa chegar a 14,5% do PIB em 2025, próximo aos níveis da pandemia, com foco em novos incentivos ao consumo e no investimento público. Medidas como cortes de juros, redução do compulsório, depreciação adicional do yuan e ampliação dos programas de troca de bens duráveis devem ganhar tração. Em nossa opinião, esses esforços visam compensar parcialmente os choques externos e suavizar o impacto das tarifas sobre a competitividade externa e o crescimento doméstico da China.

**Para monitorar:** evolução da guerra comercial com os EUA, sinais de realocação de cadeias produtivas, novos anúncios de estímulos pelo governo e desempenho das exportações.

**Gráfico 5: Nowcast do PIB**



**Gráfico 6: Exportações Chinesas para os EUA e Ásia (milhões de dólares)**



Fonte: CEIC. Elaboração: Galapagos Capital.

## Brasil: entre questões internas e externas

**Mantemos nossa avaliação que os fatores cruciais para a economia brasileira em 2025 são: os efeitos das políticas tarifárias e imigratórias dos EUA, o controle nos gastos públicos e a continuidade da política monetária restritiva.**

A novidade é a perspectiva de impactos desinflacionários oriundos do aumento das tarifas de importação dos EUA. Apesar disso, o cenário segue de muita incerteza, marcado por inflação corrente elevada, dispersão nas expectativas e fragilidade fiscal. A desancoragem das expectativas de inflação — agora próximas ao teto da meta e com maior dispersão — exige postura mais cautelosa da autoridade monetária. Por isso, em nossa avaliação, embora o atual patamar da Selic seja altamente restritivo, o ciclo de aperto monetário deverá ser estendido até junho.

Com isso, alteramos nossa expectativa para o encerramento do ciclo de alta de juros de maio para junho. **Mantemos nossa estimativa de fim de ciclo em 15%, mas esperamos alta de 50 pontos base em maio e 25 pontos base em junho.** Acreditamos que o ciclo de corte de juros deva ser iniciado em dezembro deste ano.

A atividade econômica começa a dar sinais de desaceleração, com a perda de fôlego no consumo das famílias. Apesar disso, o mercado de trabalho segue resiliente. No crédito, o alívio proporcionado pela migração de dívidas para a nova linha de consignado privado pode gerar alívio do comprometimento de renda das famílias, mas o impacto sobre a demanda agregada segue incerto.

No plano fiscal, a ausência de sinais de consolidação estrutural continua a alimentar dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida e a efetividade da política monetária. A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2026 foi enviada para o Congresso mantendo a trajetória de meta de superávit primário, mas as previsões de crescimento econômico acima do consenso e subestimação do crescimento dos gastos, mantém o ceticismo do mercado com ao alcance da meta.

**Para monitorar:** o volume concedido na nova de linha de crédito consignado privado.

## América Latina

**CHILE:** o Comitê de Política Monetária (CPM) decidiu por unanimidade manter a taxa de juros em 5% a.a. em abril, destacando o aumento da incerteza global após o tarifaço dos EUA, que pressionou mercados e revisões de crescimento. Cobre e petróleo caíram, enquanto ações recuaram nos EUA e subiram na América Latina. No plano doméstico, o cenário é mais favorável: melhora nas condições financeiras, valorização do peso e atividade firme, sustentada por exportações e demanda interna. A inflação segue elevada (4,9% a/a em março), mas em linha com o esperado. Diante da inflação persistente e do cenário externo volátil, projetamos início dos cortes de juros apenas no segundo semestre de 2025, com taxa terminal em 4,75%.

**COLÔMBIA:** o Banco Central (Banrep) reduziu a taxa básica em 25bps, para 9,25%, em decisão unânime — a primeira desde julho de 2023. A medida reflete a desaceleração da inflação, que caiu de 5,3% para 5,1% a/a em março, e o fortalecimento da demanda interna, que sustentou a atividade. Apesar disso, a desaceleração global levou à revisão para baixo do PIB (2025: 2,6%; 2026: 3,0%), com impactos negativos sobre a demanda externa e os preços de exportações-chave. O Banrep mantém postura cautelosa, buscando apoiar a recuperação econômica sem comprometer a convergência inflacionária à meta. Projetamos novo corte de 25bps na reunião de junho, levando a taxa para 9%.

**MÉXICO:** a prévia do PIB do primeiro trimestre de 2025 cresceu 0,6% a/a, levemente acima dos 0,5% a/a registrados no quarto trimestre de 2024, superando ligeiramente os 0,5% do quarto trimestre de 2024. O impulso veio das atividades primárias, que avançaram 6,0% a/a, enquanto a indústria contraiu -1,4% a/a. Apesar da incerteza externa, especialmente as ameaças tarifárias dos EUA, o setor externo se manteve resiliente, com superávit comercial expressivo de USD 3,44 bilhões em março. A inflação surpreendeu em abril, com alta de 0,12% na primeira quinzena, elevando a taxa anual para 3,96%. No entanto, a desaceleração da atividade econômica sugere que o Banco Central do México (Banxico) continuará com seu ciclo de corte de juros, reduzindo a taxa para 8,5% na reunião de maio.

Tabela 2: Indicadores Financeiros (abril de 2025)

| Abr 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           | 5,569.06          | 19,571.02       | 40,669.36          | 22,119.41                    | 8,494.85                      | 135,066.97              | 56,259.28    | 1,112.84                                   | 2,709.52                                   | 2,258.75                                   |
| % Perf.       | -0.76%            | 1.52%           | -3.17%             | -4.33%                       | -1.02%                        | 3.69%                   | 7.19%        | 1.04%                                      | -0.02%                                     | 0.39%                                      |
| CURRENCY      | Dólar Australiano | Real Brasileiro | Libra Esterlina    | Dólar Canadense              | Euro                          | Iene Japonês            | Franco Suíço |  |  |  |
| Mês           | 0.62              | 5.72            | 1.29               | 1.44                         | 1.08                          | 149.90                  | 0.88         |  |  |  |
| % Perf.       | 2.47%             | -0.71%          | 3.41%              | -3.94%                       | 5.03%                         | -4.82%                  | -7.02%       |  |  |  |
| 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                         | 2.74                          | 14.15                   |              |  |  |  |
| % Perf.       | 0.00%             | 0.00            | -0.18%             | -1.05%                       | -10.74%                       | 0.00%                   |              |  |  |  |
| COMMODITIES   | BCOM              | Ouro            | Petróleo           | Ferro                        |                               |                         |              |  |  |  |
| Mês           | 106.40            | 3117.66         | 70.84              | 738.50                       |                               |                         |              |  |  |  |
| % Perf.       | -5.14%            | 6.19%           | -17.83%            | -4.60%                       |                               |                         |              |  |  |  |

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