



Carta Macro Mensal

A b r i l 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?

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 para acordo orçamentário) nos EUA.

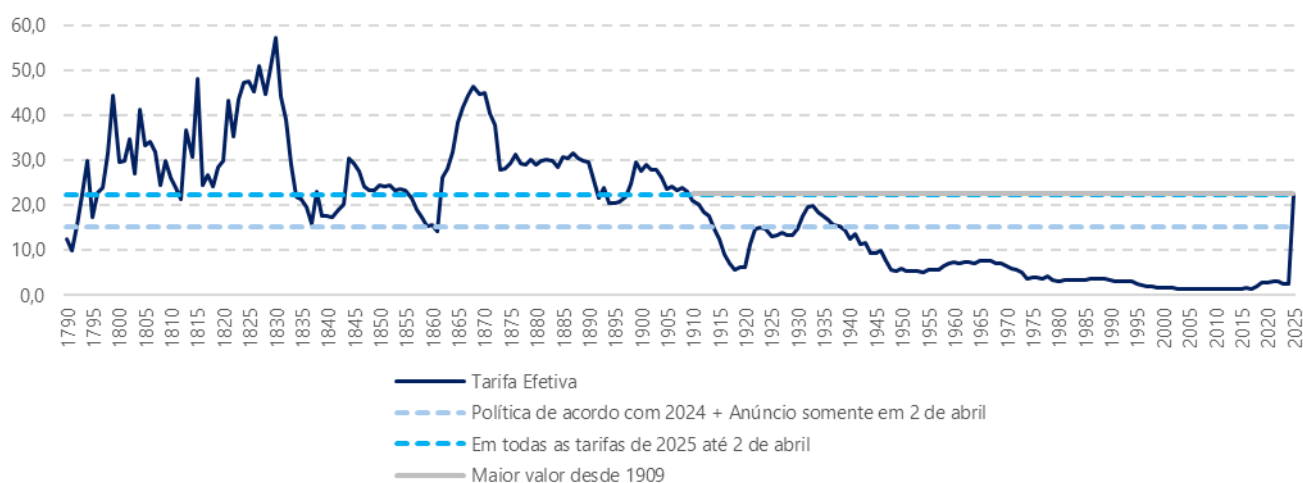
Global: nova fase do comércio mundial

Finalmente os EUA anunciaram os aumentos nas tarifas recíprocas, que nos parece ser mais um capítulo na reorganização do comércio global do que um ponto final para a nova política tarifária. Esperamos um ciclo de negociações e retaliações, o que deve manter o grau de incerteza elevado. A diferença é que, dessa vez, tal cenário pode levar o fluxo do capital internacional buscar maior diversificação, se afastando do tradicional porto seguro dos ativos dos EUA.

Comparada à guerra comercial de 2018, a atual elevação tarifária é substancialmente maior, abrangendo todos os países com os quais os EUA mantêm relações comerciais. Isso deve causar redução do comércio mundial e, consequentemente, do crescimento econômico. Com relação à inflação, tudo depende do comportamento das moedas, com exceção dos EUA, onde a direção é clara: alta.

Assim, **persistem as incertezas sobre os ciclos de cortes de juros e sobre o quanto os desequilíbrios fiscais pressionarão as taxas de juros de longo prazo. No entanto, algumas certezas emergem: a ameaça de estagflação e a necessidade de manter os canais diplomáticos abertos.**

Gráfico 1: Taxa média efetiva de tarifa desde 1790



Fonte: The Budget Lab. Elaboração: Galapagos Capital.

Estados Unidos: tarifas recíprocas redesenham o cenário econômico

Acreditamos que a economia dos EUA enfrentará uma conjuntura mais adversa após o anúncio das tarifas "recíprocas", em 2 de abril. A partir de 5 de abril, a tarifa-base de 10% será aplicada sobre uma ampla gama de importações, com sobretaxas que variam conforme o déficit comercial bilateral com os EUA: 20% para a União Europeia, 24% para o Japão e 34% para a China. Com isso, a tarifa efetiva média saltará para 25%, o maior patamar desde 1909, superando os períodos mais protecionistas do século passado. Essas novas medidas se somam às tarifas já impostas este ano para a China, México, Canadá e setores como automóveis, aço e alumínio.

Com isso, prevemos um impacto significativo sobre os preços ao consumidor que devem subir cerca de 2 pontos percentuais, elevando a inflação anual para 4%. O crescimento do PIB provavelmente desacelerará para a faixa entre 0,0% e 0,5% em 2025, com enfraquecimento do consumo e dos investimentos. A taxa de desemprego poderá se aproximar de 5,0%. O *Yale Budget Lab* estima perda permanente de 0,6 ponto percentual do PIB, reflexo da menor produtividade e da perda de eficiência econômica devido ao protecionismo.

Nesse contexto, acreditamos que o Federal Reserve está diante de um dilema. De um lado, a alta de preços exige cautela na condução da política monetária; de outro, o enfraquecimento do mercado de trabalho e da atividade pode exigir estímulos adicionais ainda este ano. Por ora, mantemos a projeção de até dois cortes nos juros em 2025, mas o risco de flexibilização monetária maior aumenta, caso o consumo desacelere mais rapidamente e o desemprego avance além do esperado.

Em suma, **a nova política comercial coloca os EUA em um caminho mais isolado na economia global, além de resultar em um quadro de estagflação – combinação de crescimento fraco e inflação elevada – no curto prazo.**

Para monitorar: decisões do presidente Trump sobre tarifas, aperto das condições financeiras e comentários de dirigentes do Fed sobre as perspectivas econômicas e a política monetária.

Gráfico 2: Impacto de Longo Prazo das Tarifas no Crescimento do PIB

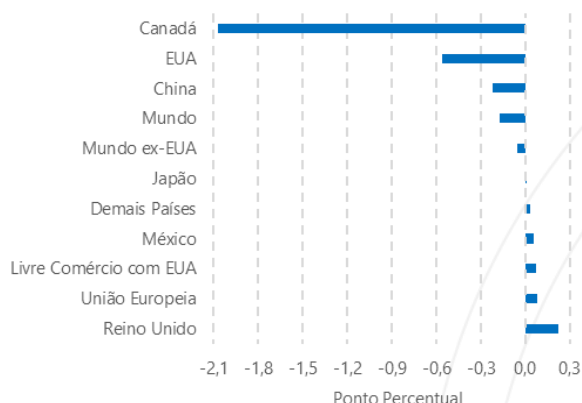


Tabela 1: Impacto das Tarifas

Impacto do aumento de tarifas	
PIB (1)	-2,30%
Inflação ao Consumidor (1)	+1,50%
Arrecadação de Impostos	US\$ 400 bi - US\$ 600 bi
Renda pessoal disponível	Queda
Custo das tarifas para os americanos	US\$ 1.350 por pessoa (2)
Impacto nos 60% mais pobres por renda	Muito pior

(1) estimativa dos modelos do Fed

(2) média

Fontes: The Budget Lab e Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

Zona do Euro: em alerta – nova onda de protecionismo e seus efeitos econômicos

Em nossa opinião, o anúncio das tarifas “recíprocas” pelos EUA, o qual impõem a tarifa-base de 10% sobre quase todas as importações e uma sobretaxa adicional de 10% sobre os produtos europeus, traz novos desafios para a economia da área do Euro. Porque ao elevar significativamente o protecionismo global, atingindo diretamente setores estratégicos do bloco, como automóveis, máquinas e produtos químicos, pressionará as exportações e comprimirá as margens das empresas.

Sem um acordo comercial, a União Europeia provavelmente responderá com retaliações proporcionais e o uso de novos instrumentos regulatórios, incluindo aqueles voltados a serviços digitais. Embora Bruxelas busque evitar uma escalada, a deterioração das relações comerciais com os EUA tende a enfraquecer ainda mais o modesto crescimento esperado para a região, impactando a confiança e os investimentos.

Apesar de ter sinalizado uma pausa no ciclo de cortes de juros em sua reunião de abril, **acreditamos que o Banco Central Europeu (BCE) manterá uma postura flexível diante do risco de desaceleração econômica, pressões desinflacionárias e da intensificação das incertezas externas. Assim, esperamos que o BCE prossiga cortando os juros nas próximas duas reuniões.**

Para monitorar: negociações comerciais com os EUA e possíveis retaliações, política fiscal para acomodar o choque e sinalizações do BCE sobre como pretende reagir.

Gráfico 3: Tarifa Recíproca dos EUA para a UE

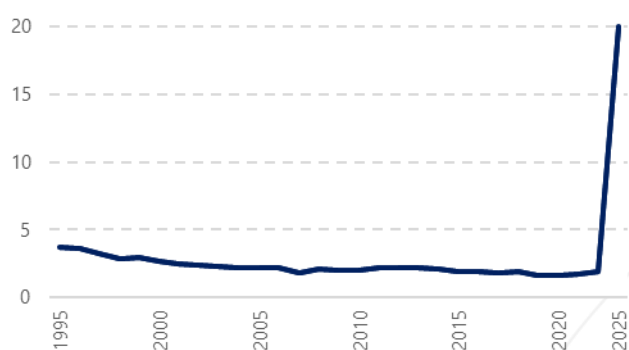
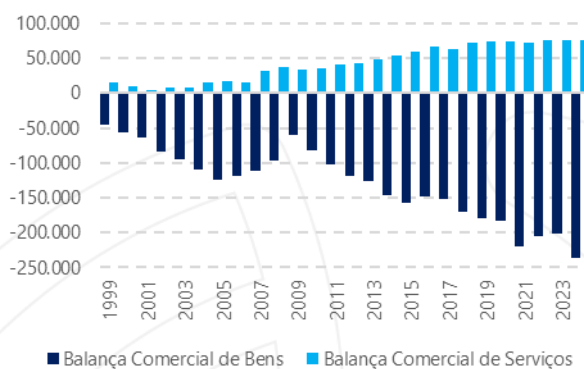


Gráfico 4: EUA e EU - Saldo em Bens e Serviços (em Milhões de Dólares)



Fontes: World Integrated Trade Solution e Bureau of Economic Analysis (BEA). Elaboração: Galapagos Capital.

China: nova escalada comercial testa resiliência da economia chinesa

A economia chinesa enfrenta novas incertezas após o anúncio das tarifas "recíprocas" pelos EUA, que impuseram a tarifa-base de 10% sobre quase todas as importações, acrescida de uma tarifa adicional de 24% sobre os produtos chineses – elevando a tarifa média efetiva em 54 pontos percentual, de 20% em 2024 para ao redor de 70% em 2025. Em resposta, Pequim foi o primeiro a retaliar o protecionismo americano, impondo tarifas de 34% sobre todos os bens importados dos EUA, com início marcado para 10 de abril. Essa escalada representa um novo choque externo significativo, com impactos diretos sobre as exportações, a confiança empresarial e a estabilidade cambial.

Acreditamos que o ambiente externo mais hostil e o impacto tarifário aumentam os riscos de o crescimento econômico ser menor que a meta oficial de 5% para 2025. Nesse cenário, esperamos que o governo chinês priorize a estabilidade financeira, evite uma desvalorização acentuada do câmbio e acelere a reorientação da economia para o mercado interno. Com isso, o déficit fiscal deve aumentar de 10% para 14% do PIB, com estímulos focados no consumo, no crédito direcionado e no suporte ao setor imobiliário. A política monetária deve permanecer acomodaticia, com espaço para novos cortes de juros e redução dos compulsórios bancários.

Para monitorar: evolução da política comercial com os EUA, medidas fiscais para mitigar o choque, comportamento das empresas chinesas e aumento das exportações para outros mercados.

Gráfico 5: Tarifa Recíproca dos EUA para a China

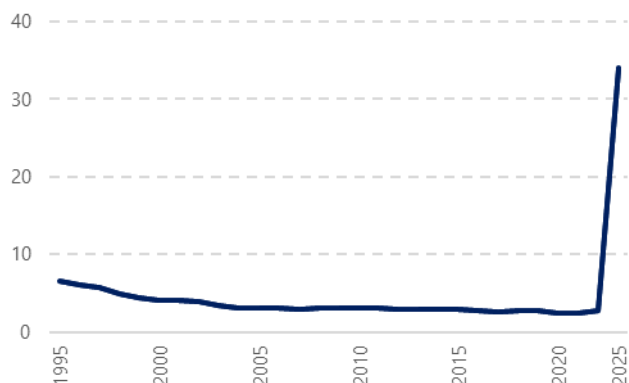
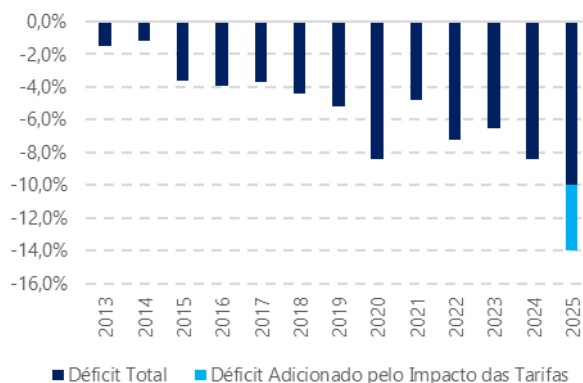


Gráfico 6: Déficit Governamental da China



Fontes: World Integrated Trade Solution, CSIS China Power Project e Ministério das Finanças da China. 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.

Com relação ao cenário internacional, o aumento da tarifa recíproca dos EUA para 10% sobre os produtos brasileiros foi em linha com a nossa expectativa. 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%. Assim, estimamos que a quase 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). Acreditamos que ainda mais relevante será monitorar o impacto do aumento das tarifas de importação sobre o crescimento chinês. O principal destino das exportações brasileiras tem sido a China. Em 2024, exportamos para China mais que o dobro do que exportamos para a área do Euro, o segundo maior parceiro comercial.

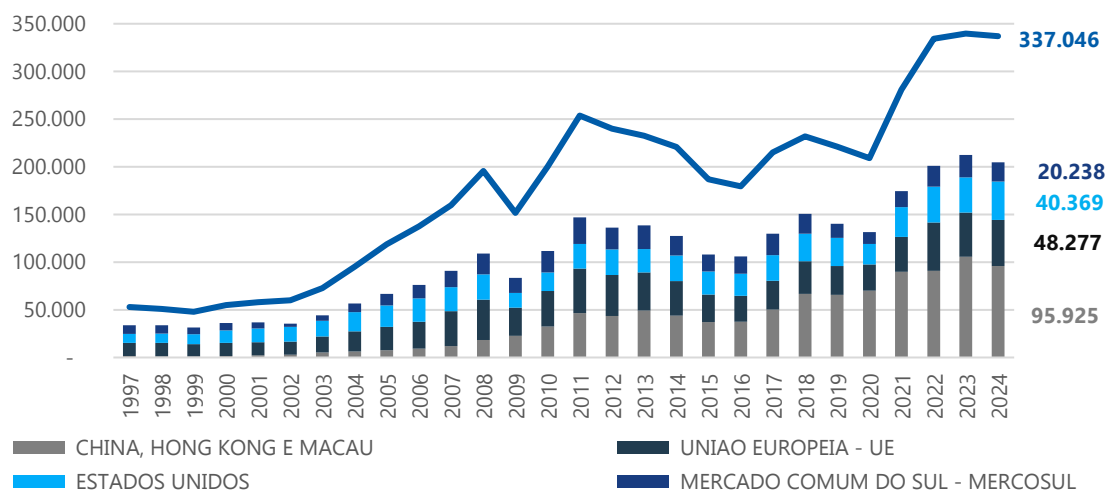
No cenário doméstico, a aprovação da Lei Orçamentária (LOA) de 2025 incluindo a ampliação do programa Vale-Gás e o programa Pé-de-Meia nas despesas primárias e, consequentemente, na meta primária foi uma sinalização positiva para a credibilidade da política fiscal. Por outro lado, a liberação dos saldos inativos de FGTS daqueles que optaram pelo saque-aniversário e a criação de uma nova linha de crédito consignado para todos os trabalhadores com carteira assinada podem reduzir os efeitos da alta de juros sobre a inflação. O projeto de lei (PL) de isenção de Imposto de Renda dos rendimentos mensais até 5 mil reais a partir de 2026 também preocupa. Há dúvidas sobre a capacidade de ser aprovada no Congresso medidas que compensem a perda de arrecadação com essa isenção. O relator dessa PL será o deputado Arthur Lira, ex-presidente da Câmara dos Deputados, e esse tema deve ser debatido e votado no Congresso no 2º semestre.

No radar temos o envio da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para 2026, previsto para 15 de abril. No ano passado, a LDO para 2025 alterou a trajetória da meta primária, postergando a meta de superávit primário de 2026 para 2028 e aumentando a desconfiança dos mercados, o que enfraqueceu o real. Esperamos que, dessa vez, a LDO não traga alterações nas metas primárias.

Além disso, temos as decisões de juros. Em março, o Bacen elevou a Selic em 100 pontos base para 14,25%, em linha com a orientação futura (*forward guidance*) de dezembro de 2024 e sinalizou elevação em menor magnitude na próxima reunião, em 7 de maio. O tom da comunicação da autoridade monetária via ata e relatório de política monetária indicaram que o plano de voo é de continuidade de alta da Selic, aumentando o risco de extensão do ciclo de alta de juros para além da decisão de maio. Mesmo assim, mantemos nossa previsão de que o Bacen realizará um ciclo de aperto monetário acelerado, encerrando esse ciclo com um aumento de 75 pontos-base em maio, com a Selic em 15%. Nossa estimativa é fundamentada em modelos econométricos que indicam que essa taxa de juros é necessária para alinhar a inflação à meta até o terceiro trimestre de 2026, considerando a taxa de câmbio ao redor de R\$ 5,6/US\$.

Para monitorar: envio da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2026 em abril e o volume concedido na nova de linha de crédito consignado privado.

Gráfico 7: Principais destinos das exportações brasileiras (US\$ bilhões)



Fonte: MDIC. Elaboração: Galapagos Capital.

América Latina

CHILE: o Banco Central (BCCH) em decisão unânime manteve a taxa de juros em 5%. O comunicado enfatizou a incerteza relacionada à novas tarifas de importação dos EUA e a resiliência da economia chilena que cresceu acima do esperado devido ao impulso das exportações, elevando a expectativa de crescimento para 2025 para 1,75%-2,75% (ante 1,5%-2,5%). E, de fato, ainda há a possibilidade de o Chile sofrer com um aumento da tarifa sobre o cobre - responsável pela valorização em 8% do minério e parte dos 7% de apreciação da moeda - além dos 10% de tarifa recíproca já anunciado. **Dessa forma, diante da atividade mais forte e das incertezas no cenário internacional,**

acreditamos que o Banco Central somente voltará a cortar os juros no 2º semestre de 2025, trazendo a taxa de juros para 4,75%.

COLÔMBIA: o Banco Central (Banrep) manteve a taxa de juros em 5%, mas em decisão dividida em: quatro votos para manutenção e três votos para corte de 50bps. Importante ressaltar que nessa decisão votaram três novos membros, incluindo o novo Ministro da Fazenda. A atividade continua sólida, porém abaixo do potencial próximo de 3% estimado pelo BanRep, o que ajuda no argumento a favor de corte de juros. Por outro lado, o déficit orçamentário em 6,8% do PIB, acima da meta de 5,6%, o que juntamente com as expectativas acima da meta nos horizontes de um e dois anos e as incertezas do cenário internacional, compuseram o **argumento para a pausa. Para as próximas decisões, prevemos que, com a troca de membros no conselho, haverá uma formação de maioria que apoiará o retorno do ciclo de cortes e no ritmo de 50 pontos base, trazendo os juros básico para 7% no final de 2025.**

MÉXICO: o Banco Central do Chile (Banxico) em decisão unânime cortou a taxa de juros 50 pontos base passando de 9,5% para 9%. O comunicado enfatizou a desaceleração da atividade econômica, alertando que, dependendo dos efeitos das tarifas de importação de 25% impostas pelos EUA, o país pode enfrentar uma recessão. Essa desaceleração também impacta negativamente as finanças públicas, que já enfrentam dificuldades devido à rigidez das despesas. O Ministério da Fazenda projeta um déficit de 3,9% do PIB para 2025, o que pode resultar em um rebaixamento do Chile pela Moody's. Em relação a inflação, o Banxico continua projetando convergência da inflação para a meta até o terceiro trimestre de 2026. Assim, **considerando o cenário de desaceleração acentuada da atividade e a redução das pressões inflacionárias, acreditamos que o Banxico deve manter o ritmo de corte em 50 pontos base na reunião de maio, trazendo a taxa de juros para 8,5%.**

Tabela 1: Indicadores Financeiros (Março de 2025)

Mar 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. 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