



Global Asset Strategy

Novembro 2025

BTG Pactual Macro Strategy

Arthur Mota
Miami – BTG Pactual US LLC

Carta Mensal

Crescimento US segue sustentando sentimento pró-risco

A ausência de dados macro nos EUA de fontes públicas por conta do shutdown acabou prejudicando a leitura da conjuntura americana no curto prazo, bem como diminuiu a qualidade dos dados após sua divulgação.

Utilizando fontes privadas, por outro lado, ainda temos a sinalização de um consumo resiliente (sinalizado pelos dados tempestivos de cartão de crédito), o que ainda reflete a situação de baixo endividamento das famílias, nível baixo de inadimplência, mercado de trabalho com baixo desemprego e crescimento da renda real. Por sua vez, também seguimos vendo baixa rotatividade no mercado de trabalho, com indicadores privados e coincidentes apontando baixo volume de demissões (e seguros-desemprego), bem como um nível moderado de abertura de vagas.

Por sua vez, cabe notar que a narrativa de que a IA tem ajudado a sustentar o crescimento americano tem ganhado força e adoção. Os caminhos são diretos e indiretos: de forma direta, o massivo investimento em capex por parte das empresas de tecnologia e empresas adotando novas ferramentas seguem aparecendo no PIB. De forma indireta, tanto o ganho de produtividade quanto os efeitos positivos de afrouxamento das condições financeiras por conta do rally das empresas de tecnologia, ou o efeito riqueza pela valorização das mesmas, são suportes para a demanda doméstica, em especial na faixa de média e especialmente alta renda. Não vemos essas tendências enfraquecendo nos próximos trimestres, o que continua sendo suporte importante para a demanda doméstica. Nesse sentido, seguimos projetando 2% de crescimento do PIB em 2025 e 2,1% em 2026. Seguimos com viés positivo para tais números.

Gráfico 1

PCE - Inflação ao Consumidor (% a/a)

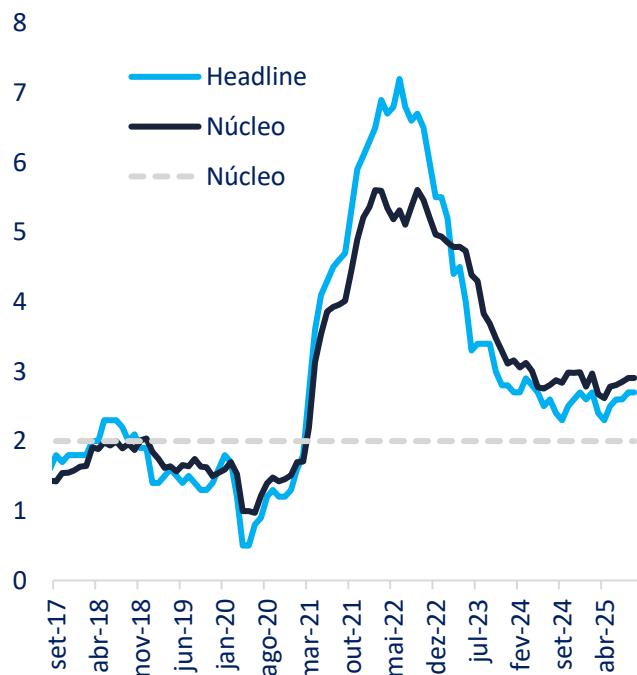
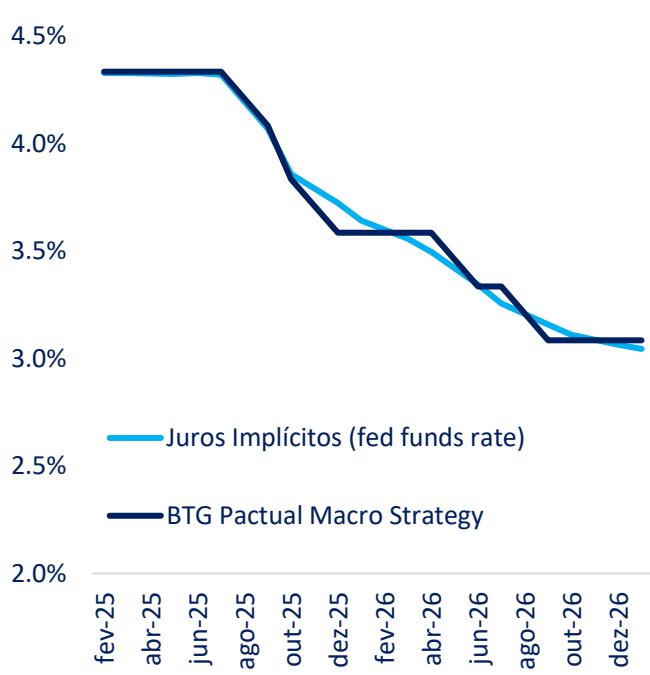


Gráfico 2

Fed Funds Rate (%)



Do lado da inflação, o CPI de setembro avançou 0,31% m/m, abaixo do consenso de mercado (0,40%) e mais próximo da nossa projeção (0,34%). Por sua vez, o núcleo do CPI subiu 0,23% m/m, também abaixo do consenso (0,30%) e mais próximo da nossa estimativa (0,27%). Já o CPI de outubro pode nem ser divulgado, como alertou a própria Casa Branca, dadas as dificuldades de coleta, aumentando a incerteza quanto à leitura de curto prazo sobre a dinâmica inflacionária. Caso seja divulgado, deverá ter maior participação de imputação e pode afetar outras leituras como novembro, dezembro e até abril (por coletas bimestrais e a cada seis meses). Ainda assim, seguimos com o diagnóstico de que a inflação seguirá acelerando nos próximos meses, mas terá um pico mais baixo do que o estimado anteriormente. Nossa projeção segue 3,1% em 2025 e 2,4% em 2026.

Quanto à política monetária, como esperado, o Fed voltou a cortar juros em outubro (3,75%-4,00%). A ausência de uma gama completa de dados dificultou a atualização sólida da avaliação de cenário, com uma decisão não unânime, e as discussões revelaram divisões significativas sobre o caminho à frente, com Powell sendo enfático de que um corte em dezembro está "longe de ser uma conclusão inevitável". Mantemos nosso cenário-base de corte em dezembro, mas reconhecemos que o risco de pausa aumentou.

Mais importante, a reunião reforça nossa visão de pausa prolongada no primeiro semestre de 2026, com retomada do ciclo apenas após a posse do novo chairman em maio. A combinação de (1) proximidade ao neutro, (2) crescimento resiliente, (3) inflação ainda acima da meta e (4) divisões internas cria um ambiente onde a inércia política tende a prevalecer.

Powell efetivamente elevou a barra para cortes adicionais no começo do próximo ano, exigindo evidência clara de deterioração do mercado de trabalho ou desaceleração do crescimento. Por fim, ainda devemos destacar que a Suprema Corte começa neste mês a avaliação das tarifas adotadas com base no instrumento IEEPA, que já sofreu revés em cortes de menor instância e pode representar uma derrota importante à administração, bem como reduzir a tarifa média esperada nos próximos meses. A melhora da relação EUA-China no curto prazo também reduziu o risco de um novo choque tarifário, mantendo nossa visão construtiva para a economia americana.

Tabela 1

Projeções BTG Pactual Macro Strategy

		2022	2023	2024	2025E	2026E
EUA	PIB	2.50	2.90	2.80	2.00	2.13
	CPI Headline	6.46	3.35	2.90	3.12	2.43
	CPI Núcleo	5.69	3.93	3.20	3.31	2.48
	PCE Headline	5.40	2.60	2.56	3.04	2.46
	PCE Core	4.86	2.93	2.79	3.01	2.32
	Fed funds rate	4.38	5.38	4.38	3.63	3.13
Zona do Euro	PIB	3.50	0.40	0.68	1.10	1.20
	CPI Headline	9.21	2.95	2.40	2.06	1.95
	CPI Núcleo	5.19	3.37	2.90	2.16	2.05
	ECB Deposit rate	2.50	4.00	3.00	2.00	2.00
China	PIB	3.10	5.40	5.00	4.90	4.60

Para além dos EUA...

Na Zona do Euro, a leitura do PIB referente ao 3T25 superou marginalmente as expectativas de um crescimento tímido (0,2% t/t vs. 0,1% consenso). O avanço, ainda modesto, reflete a fraqueza da demanda externa, em meio ao impacto das tarifas comerciais e à apreciação do euro. Por outro lado, a demanda doméstica voltou a sustentar a economia no 3T25, impulsionada pela melhora dos salários reais.

Na política monetária, o ECB manteve inalteradas as três taxas de juros em outubro, com a taxa de facilidade de depósito permanecendo em 2%. Em seu discurso pós-decisão, Lagarde reiterou a dependência em relação aos dados, em linha com o atual estágio da política monetária, que exige um ajuste fino em um ambiente no qual o cenário para a inflação é avaliado pelos membros como “mais incerto que o usual”. À frente, o ECB projeta uma moderação adicional dos salários, que deverá contribuir para o processo de desinflação, levando a inflação subjacente para 1,9% em 2026 e 1,8% em 2027.

Diante desse contexto, o ECB deve manter uma postura de espera até que novos dados ofereçam maior clareza para decisões futuras sobre juros. Entendemos que esse quadro está em linha com nosso cenário base de manutenção das taxas até o fim de 2025.

Já na China, o crédito total desacelerou pelo segundo mês consecutivo em setembro (8,7% a/a), com a menor emissão líquida de títulos públicos desde abril — principal vetor de expansão do crédito nos últimos trimestres. A demanda privada por crédito segue fraca, refletindo incertezas no emprego e lucros empresariais pressionados. O PIB do 3T25 cresceu 1,1% t/t (0,9% BTGPMS vs. 0,8% consenso), acima das expectativas, mas com consumo e investimento enfraquecidos. Em setembro, as vendas no varejo desaceleraram (3% a/a vs. 3,4% anterior) e o investimento em ativos fixos caiu 0,5% no acumulado do ano, afetado pela redução do gasto fiscal e pela política de “anti-involução”, que limita novos investimentos produtivos. A indústria, contudo, surpreendeu positivamente, sustentada pela demanda externa.

Com crescimento médio de 5,2% no ano, a China deve alcançar a meta oficial de 5%, o que exigirá uma expansão de 1,1% no 4T25. Diante dos riscos de desaceleração do investimento, o governo anunciou uma emissão adicional de RMB 500 bilhões em títulos por governos locais — medida que deve acrescentar cerca de 0,4% do PIB ao impulso fiscal do trimestre. Somando-se aos déficits já orçados, o estímulo total pode chegar a aproximadamente 1% do PIB. Além disso, novos subsídios voltados ao consumo devem reforçar a demanda doméstica.

No campo estrutural, o 4º Plenário do PCC definiu as diretrizes do próximo Plano Quinquenal (2026–2030), reafirmando a busca por “crescimento de alta qualidade”, autossuficiência tecnológica e reformas sociais graduais. O foco industrial e o avanço tecnológico ganham peso diante das tensões com os EUA. A política econômica tende a manter incentivos pontuais ao consumo e ao emprego, com estímulos adicionais previstos para 2026, mas sem mudanças significativas no plano de desenvolvimento.

Desempenho do Mercado

Tabela 2

Rentabilidade das Classes de Ativos pelos Índices de Referência

	out-25	set-25	2025	12M	24M
Renda Fixa - Índice (%)					
Global Aggregate	-0.3%	0.7%	7.6%	6.0%	14.4%
Global Inv. Grade	-0.1%	1.1%	9.6%	8.2%	19.6%
Global High Yield	0.7%	0.7%	10.4%	10.7%	30.2%
Emerging Markets	1.7%	1.1%	10.4%	10.6%	27.3%
Ações					
Mundo	1.9%	3.1%	18.4%	20.0%	53.9%
S&P 500	2.3%	3.5%	16.3%	19.4%	58.4%
S&P 500 Growth	3.3%	5.2%	22.9%	30.2%	81.2%
S&P 500 Value	1.0%	1.6%	9.1%	7.1%	34.3%
Eurostoxx 50	2.4%	3.3%	15.6%	16.1%	35.8%
Nikkei 225	16.6%	5.2%	31.4%	37.7%	64.0%
Emerging Markets	4.1%	7.0%	30.3%	24.9%	50.6%
Moedas/Commodities					
Dólar - DXY	2.1%	0.0%	-8.0%	-4.3%	-6.0%
Euro	-1.7%	0.4%	11.4%	6.5%	8.6%
Yuan - CNY	0.0%	-2.4%	-2.5%	-1.3%	-2.7%
Petróleo (WTI)	-2.2%	-2.6%	-15.0%	-12.2%	-26.0%
Ouro	3.7%	11.9%	52.5%	46.3%	101.6%
Benchmark*					
40% RF 60% Ações	1.1%	2.1%	14.1%	14.4%	38.1%
60% RF 40% Ações	0.6%	1.6%	11.9%	11.6%	30.2%

Gráfico 3

Inflação Implícita US (%)

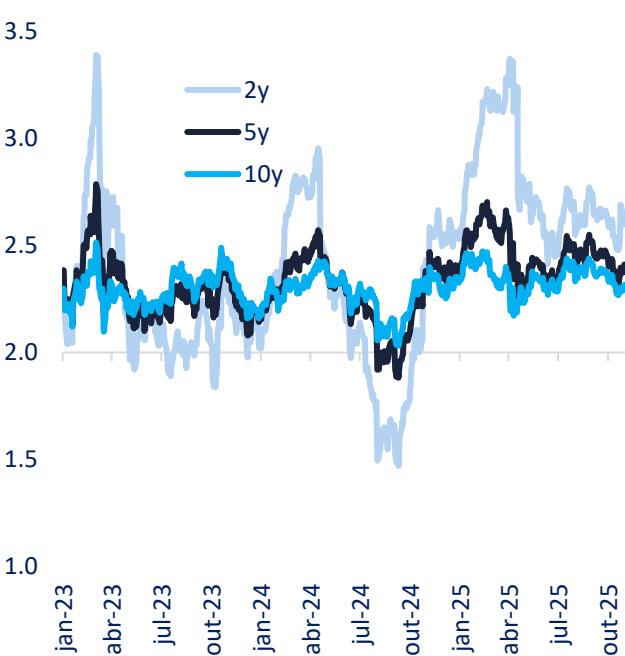
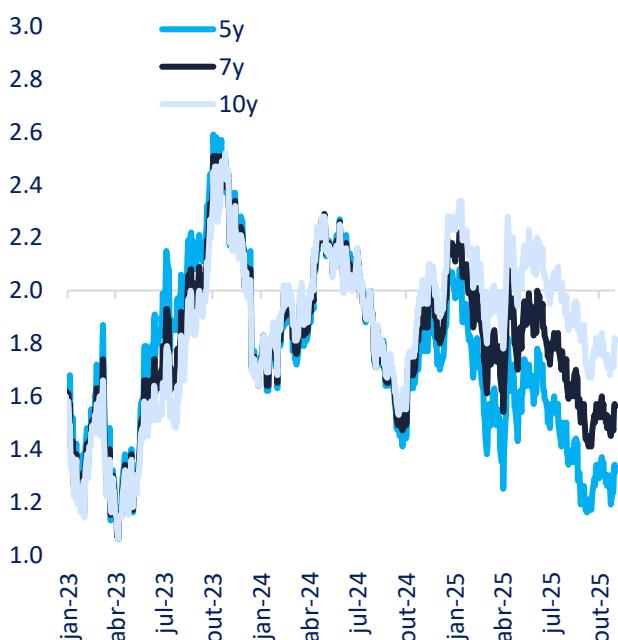


Gráfico 4

Juro Real US (%)



Estratégia de Alocação

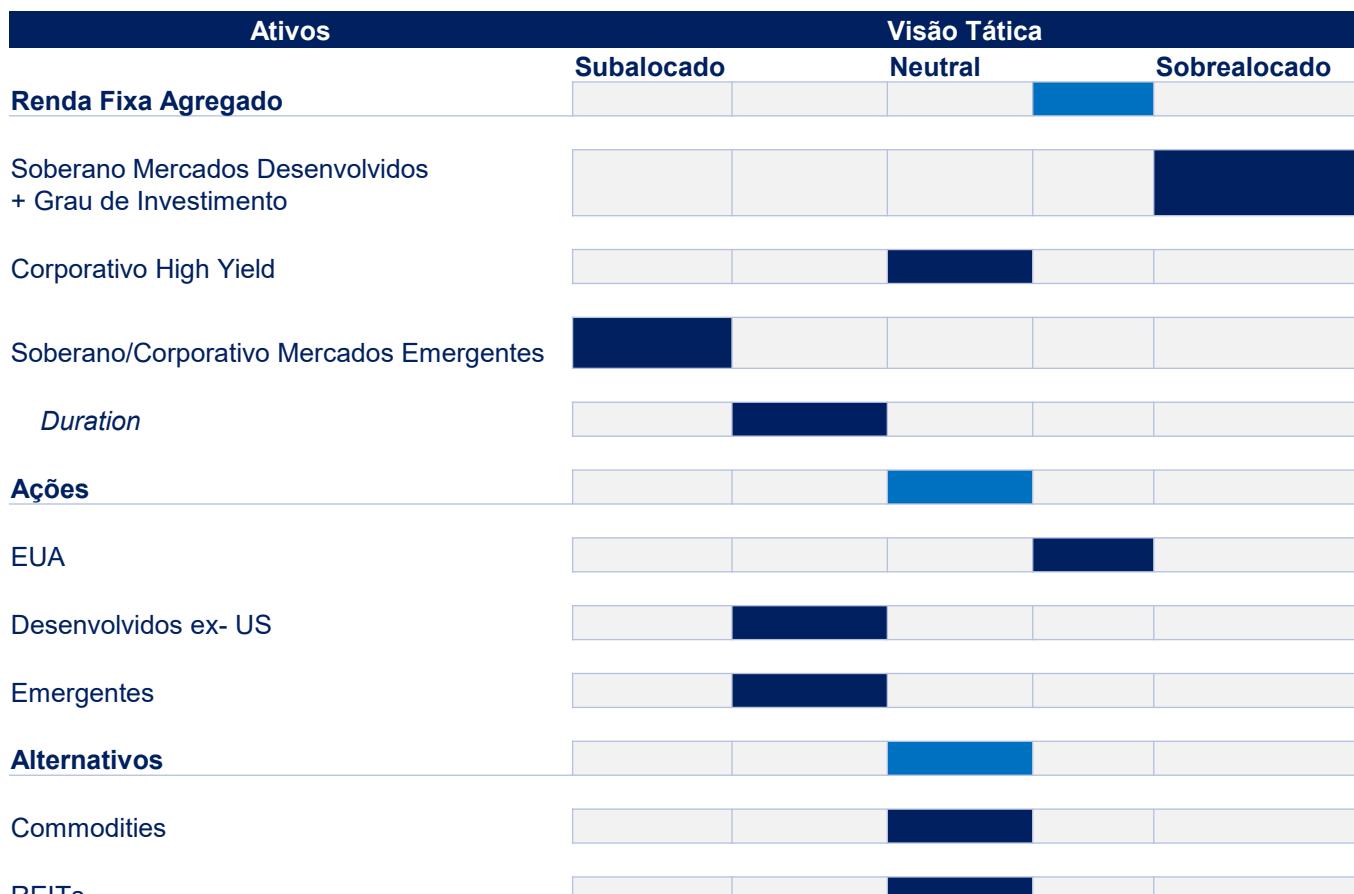
Tabela 3

Detalhamento das Alocações por Classe de Ativo

Classe de Ativo	Low	Moderate	High	Speculative
Renda Fixa	100.0%	77.5%	55.0%	37.5%
Soberano Mercados Desenvolvidos	14.5%	16.0%	8.5%	7.5%
Curto/Cash	9.5%	9.0%	5.5%	6.0%
Longo	5.0%	7.0%	3.0%	1.5%
Corporativo High Grade	55.0%	43.5%	33.0%	22.0%
Corporativo High Yield	15.0%	10.0%	7.5%	4.0%
Soberano Mercados Emergentes	15.5%	8.0%	6.0%	4.0%
Renda Variável	-	20.0%	40.0%	55.0%
EUA	-	16.5%	30.5%	40.0%
Mercados Desenvolvidos (exceto EUA)	-	2.5%	6.5%	10.0%
Emergentes	-	1.0%	3.0%	5.0%
Alternativos	-	2.5%	5.0%	7.5%
Commodities	-	-	2.5%	5.0%
REITs	-	2.5%	2.5%	2.5%
Global Asset Strategy	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Tabela 4

Posicionamento por Classe de Ativo



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg. 31/10/2025. Apenas para fins informativos. As opiniões e estimativas são do Banco BTG Pactual S.A. e estão sujeitas à mudanças. Não há quaisquer garantias que expectativas e projeções se concretizarão

Estratégia de Alocação

Renda Fixa: privilegiando qualidade neste final do ano

A curva de juros americana mostrou bastante volatilidade ao longo de outubro, com fechamento de taxa na maior parte do mês, sustentado pela escassez de dados e pela busca por ativos seguros em momentos de tensão, como o episódio entre China e EUA envolvendo tarifas e controles de terras raras. Por outro lado, com o avanço das negociações entre as duas economias e o fato de o Fed ter se mostrado mais hawkish na comunicação da reunião do mês, a curva voltou a abrir na reta final, com o juro real de 1,82% no 10 anos superando o fechamento de setembro e a inflação implícita em patamar mais baixo, de 2,30% no 10 anos.

O mercado voltou a precisar cortes mais espaçados em 2026, sem um ciclo sequencial a partir de dezembro, aproximando-se do nosso cenário base e motivando novo movimento de achatamento da curva.

Ao longo do mês surgiram algumas preocupações no mercado de crédito, com impactos nos spreads de high yield, mas pouco notáveis em investment grade, reforçando nossa opção por privilegiar ativos de maior qualidade. Tanto na perspectiva macro — com afrouxamento das condições financeiras e de crédito — quanto na micro, não vemos um ambiente de estresse de crédito e aumento de inadimplência.

A continuidade da revisão positiva do cenário de atividade segue sustentando o risco corporativo. Mantemos nossa sobrealocação em renda fixa no portfólio, dado o nível ainda elevado das taxas. Esperamos que a maior parte do retorno venha do carregamento.

Ainda projetamos um ambiente de volatilidade no mercado de juros no curto prazo. Esse contexto exige gestão mais próxima de duration e de risco de crédito, com preferência por ativos de maior qualidade. Mantemos a duration abaixo do benchmark de sete anos, atualmente em cinco anos. Esse cenário respalda nossa sobrealocação em investment grade, com foco em crédito de maior qualidade, em um ambiente de prêmios mais comprimidos. Em paralelo, mantemos visão neutra — mas não pessimista — para o segmento de high yield.

Gráfico 5

Curva de Juros UST (%)

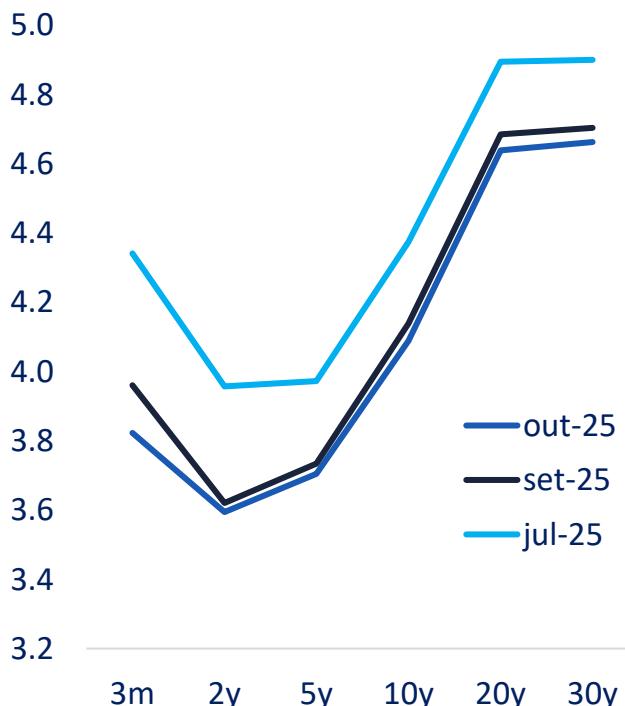


Gráfico 6

Juro Nominal - Crédito US (%)



Estratégia de Alocação

Renda Variável: momentum segue favorável para EUA

O mercado acionário americano apresentou desempenho positivo em outubro, com os ativos de crescimento novamente atuando como pedra angular. Além disso, a redução das incertezas decorrentes das negociações comerciais — especialmente os conflitos com a China — somada a um início de temporada de resultados saudável, deu suporte adicional à performance do mercado.

Até o momento, cerca de 317 empresas do S&P 500 já divulgaram resultados do 3T25, com surpresa de lucros de 4,82% em relação às expectativas de mercado, evidenciando a capacidade de execução no micro das companhias.

Por outro lado, entendemos que o valuation segue como ponto de atenção, permanecendo acima da média dos últimos cinco anos, inclusive no índice equiponderado. Mantemos, em nosso cenário-base, um target para o S&P 500 de 7.300 nos próximos 12 meses, ancorado no nosso framework de ROE, cost of equity e crescimento nominal. Esse cenário implica P/E esperado de 22,3x — abaixo do P/E forward atual, porém acima da média dos últimos cinco anos (20x).

Entendemos que a disciplina em torno de crescimento idiossincrático, durabilidade de margens e temas seculares — como IA, produtividade e transição energética — seguirá orientando a construção de portfólios.

Em termos de asset allocation, a nossa expectativa de retorno sustenta a sobrealocação geográfica em Estados Unidos, financiada por uma subalocação em Europa e mercados emergentes. A performance operacional e o crescimento de lucros seguem favorecendo teses seculares ligadas a empresas líderes em inteligência artificial, healthcare, biotech e cybersecurity, além de energia.

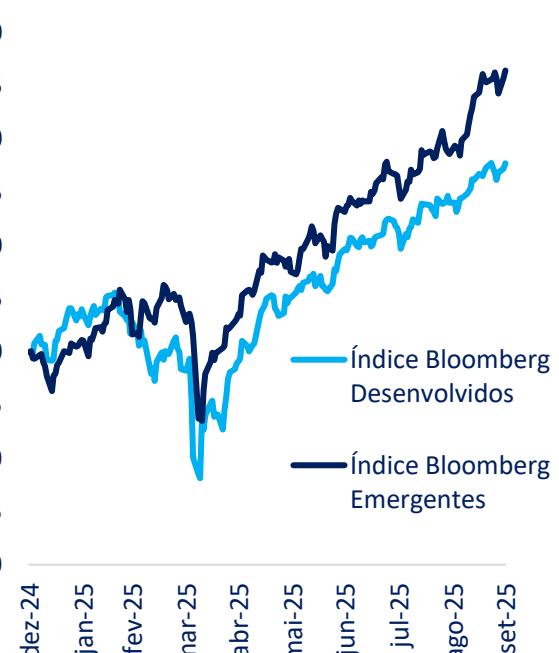
Gráfico 7

Ações – Comparação entre cestas temáticas



Gráfico 8

Índice Ações Desenvolvidos vs Emergentes



Alocação Global e Brasil

Diversificação de Portfólio

Atualmente divulgamos dois relatórios de alocação, um focado em ativos brasileiros (Asset Strategy) e outro em ativos globais (Global Asset Strategy). Entendemos que a combinação dos portfólios, independente do perfil de risco, possibilita a busca de uma relação mais equilibrada de risco vs retorno. Dessa forma, a alocação e diversificação global busca:

Estabilidade Patrimonial

Alocar em ativos de moeda forte busca garantir menor impacto da inflação e menor volatilidade em parte do patrimônio.

Descorrelação com Ativos Locais

Expor parte do patrimônio em moeda forte e outros setores reduz a volatilidade do portfólio.

Diversificação Setorial

Investir em ações de tecnologia de fronteira, como IA, apenas são capturados no mercado externo.

Como tenho acesso ao Asset Strategy (AS)? Bem como o Global Asset Strategy, o AS possui periodicidade mensal e é divulgado no início de cada mês na plataforma de conteúdos do [BTG Content](#).

Asset Allocation BTG Pactual		Alocação Portfólio
Geografia	Relatórios Macro Strategy	100%
Doméstico (R\$)	Asset Strategy (Brasil)	70%
Internacional (US\$)	Global Asset Strategy	30%

Apêndice

Índices Globais

Tabela 5 – Índices de referência

Renda Fixa - Índice (%)	
Global Aggregate	Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index
Global Inv. Grade	Bloomberg Global Agg Credit Total Return Index
Global High Yield	Bloomberg Global High Yield Total Return Index
Emerging Markets	Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index
Ações	
Mundo	MSCI World Index
S&P 500	SPX Index
S&P 500 Growth	S&P 500 Growth Index
S&P 500 Value	S&P 500 Value Index
Eurostoxx 50	Euro Stoxx 50
Nikkei 225	Nikkei 225 Index
Emerging Markets	MSCI Emerging Markets Index
Moedas/Commodities	
Dólar - DXY	DXY Index
Euro	EURUSD
Yuan - CNY	CNYUSD
Petróleo (WTI)	WTI (Spot)
Ouro	Ouro (Spot)
Benchmark	
40% RF 60% Ações	60% Mundo e 40% Global Aggregate
60% RF 40% Ações	40% Mundo e 60% Global Aggregate

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg. 31/10/2025. Apenas para fins informativos. As opiniões e estimativas são do Banco BTG Pactual S.A. e estão sujeitas à mudanças. Não há quaisquer garantias que expectativas e projeções se concretizarão.

Disclaimer

Este material foi preparado e distribuído pelo BTG Pactual US Capital, LLC ("BTG PACTUAL" ou "BTG Pactual US"), uma corretora de investimentos registrada perante a SEC e membro da [FINRA](#) e [SIPC](#), com cunho meramente informativo, não configurando consultoria, oferta, solicitação de oferta, ou recomendação para a compra ou venda de qualquer investimento ou produto específico. Este material não é um relatório de research e não é direcionado a você se o BTG Pactual US, ou as suas afiliadas, forem proibidos ou possuírem restrições em relação à distribuição destas informações em sua jurisdição.

Este material não deve servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor, que, antes de tomar qualquer decisão, deverá realizar uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face ao seus objetivos pessoais e ao seu perfil de risco (Suitability). As informações e opiniões aqui expressas são consideradas confiáveis à data desta publicação e foram obtidas de fontes públicas e fidedignas. Nenhuma garantia ou responsabilidade, expressa ou implícita, é feita a respeito da exatidão, fidelidade ou totalidade das informações aqui apresentadas exceto pelas informações relacionados ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e suas afiliadas.

Este material não tem por objetivo ser uma afirmação ou resumo definitivo relacionado aos ativos, mercados ou operações aqui apresentadas. Todos os investidores deverão realizar as suas próprias pesquisas e análises antes de tomar qualquer decisão relacionada a investimentos. Declarações feitas neste material que não sejam relacionadas a fatos históricos podem ser resultado de informações obtidas através de performances simuladas e expectativas, estimativas, projeções, opiniões ou crenças dos analistas do BTG Pactual. Estas declarações envolvem riscos conhecidos e desconhecidos, incertezas e outros fatores que devem ser minuciosamente analisados. Ainda, este material pode conter projeções futuras que podem ser relevantemente diferentes de eventos ou resultados reais de performance (a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rendimentos similares no futuro). Caso links de fontes externas tenham sido utilizados, não há garantia da existência de qualquer apoio, aprovação, investigação, verificação ou monitoramento por parte do BTG Pactual. Caso você decida por acessar o link de website de uma fonte externa, você concorda em fazê-lo por sua própria conta e risco, estando sujeito aos Termos e Condições e Políticas de Privacidade aplicadas por este website, as quais o BTG Pactual não possui nenhum controle. O BTG Pactual não é responsável por quaisquer informações ou conteúdos presentes nestes websites. Este material foi fornecido a você pelo BTG Pactual e suas afiliadas e são de uso pessoal, apenas. As informações fornecidas devem ser tratadas de forma confidencial e não devem ser, em parte ou em todo, reproduzidas ou ter suas cópias circuladas sem prévia autorização do BTG Pactual.

Maiores informações sobre o BTG Pactual US, incluindo custos e taxas relacionadas às contas de investimento, podem ser acessadas através dos websites [Disclosure Page](#) , [Form CRS](#) e [FINRA BROKERCHECK](#). Condições se aplicam. A abertura de conta é sujeita à análise.

Investimentos não são garantidos por quaisquer agências governamentais federais dos Estados Unidos da América ou pelo Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). O investimento realizado está sujeito a riscos conhecidos e desconhecidos, incluindo a possível perda total do montante total investido.