



22 de dezembro de 2025

# Spoiler Macro

**Macro Strategy – BTG Pactual S.A.**

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Gabriel Fongaro

Lorena Laudares

Victor Amaral

# Destques da Semana



## Estados Unidos

**3ºF - PIB:** O PIB referente ao 3T25 deve seguir transmitindo a mensagem de uma economia sólida e com qualitativo positivo. Para o restante do ano, embora não esperemos uma reversão dessa tendência, entendemos que o shutdown de outubro deve pesar negativamente sobre o crescimento do PIB, resultando em um headline mais fraco.

## Ásia | Europa

**Agenda econômica esvaziada na Zona do Euro;**

**5ºF - Inflação de Tóquio:** o dado referente a novembro deve sinalizar um arrefecimento do headline em função de itens voláteis, mas as métricas mais aparadas devem seguir em patamar elevado.

## Brasil

**3ºF - Inflação:** O IPCA-15 de dezembro deverá apresentar aceleração frente à leitura anterior, puxado sobretudo por passagens aéreas, item considerado volátil, e, em menor medida, por itens administrados.

Dados de fechamento do dia 19-dezembro

## Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
<b>CDI</b>	<b>IBOV</b>	<b>S&amp;P 500</b>	<b>Dólar</b>
14,90	158.473	6.835	5,54

### Na Semana

0,28%	-1,43%	0,10%	2,31%
-------	--------	-------	-------

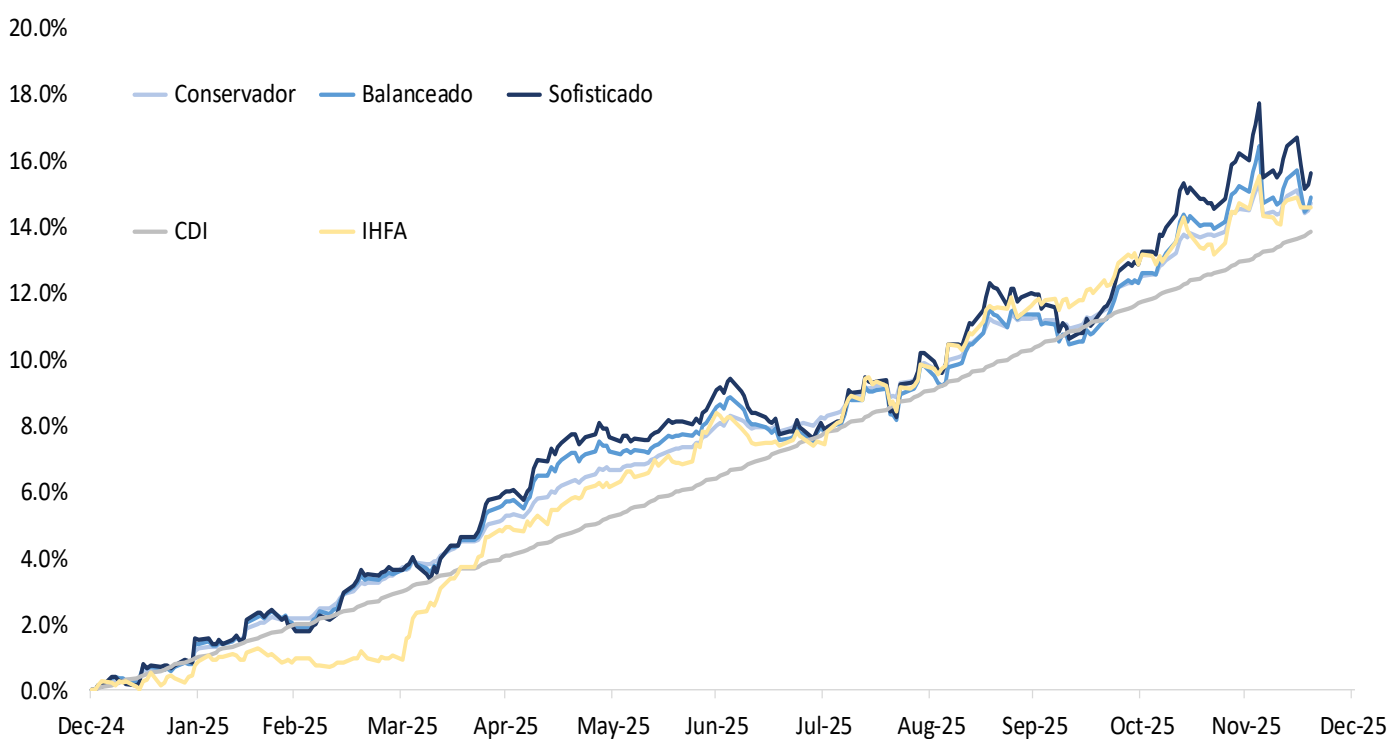
### No Ano

13,83%	33,70%	15,01%	-10,38%
--------	--------	--------	---------

### Em 12 meses

14,30%	27,09%	16,39%	-9,29%
--------	--------	--------	--------

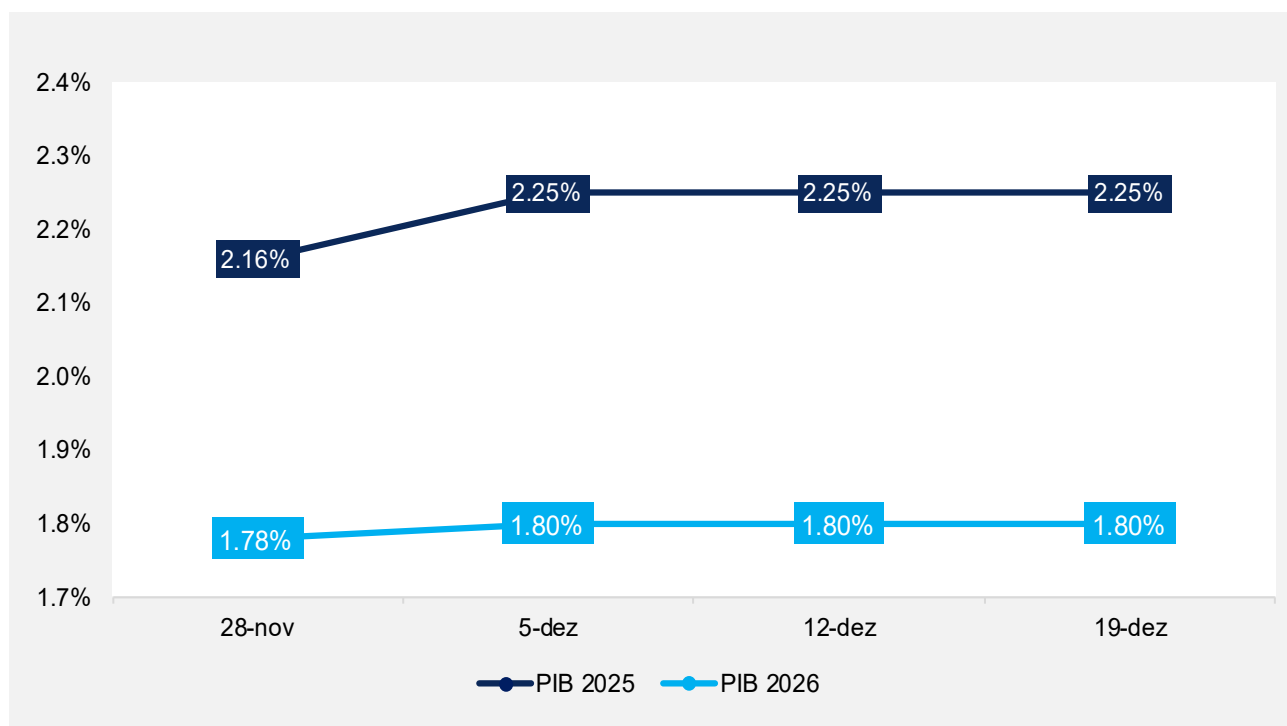
### Asset Strategy: perfis vs benchmarks. Rentabilidade YTD



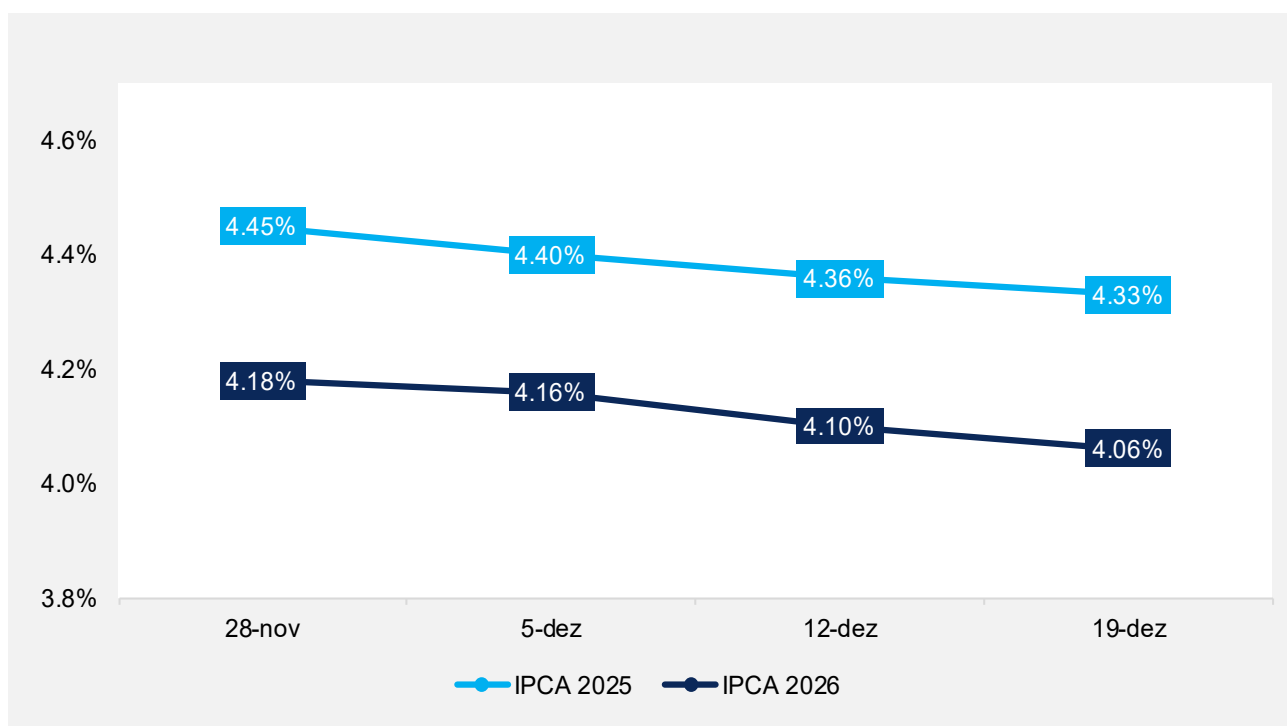
22-dez-25

# Relatório Focus

## Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



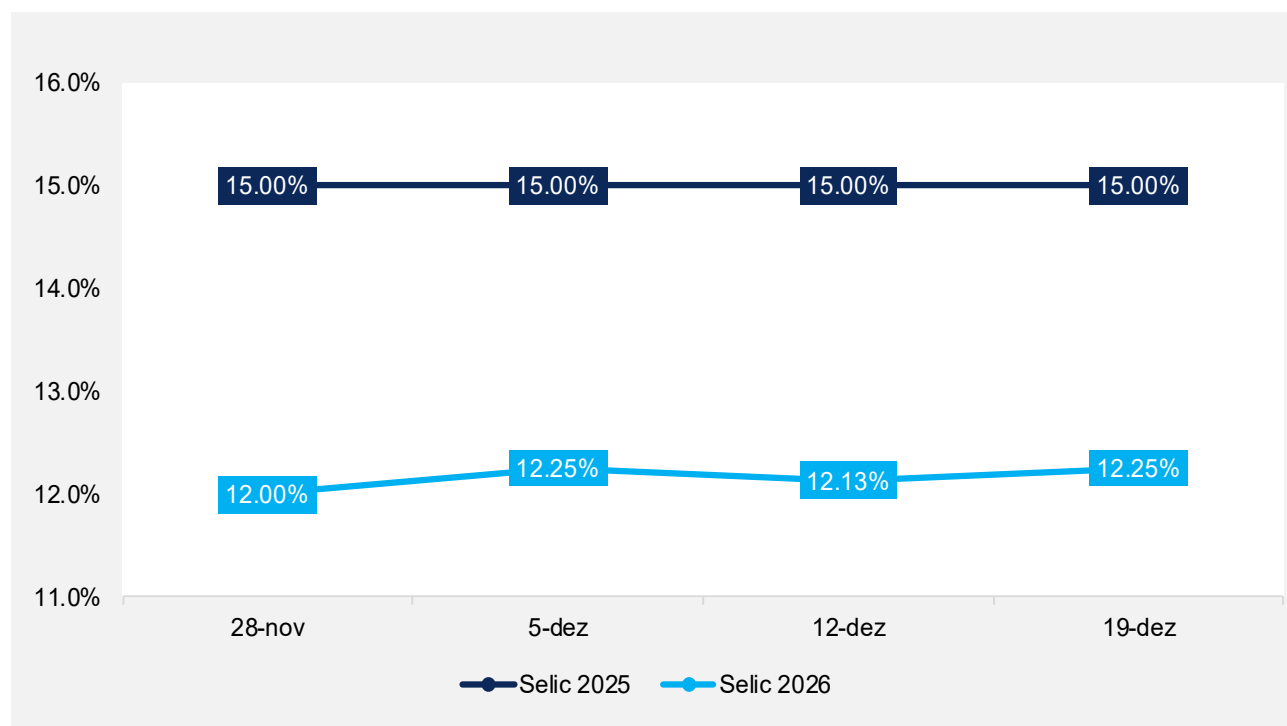
## Expectativas IPCA – a/a %



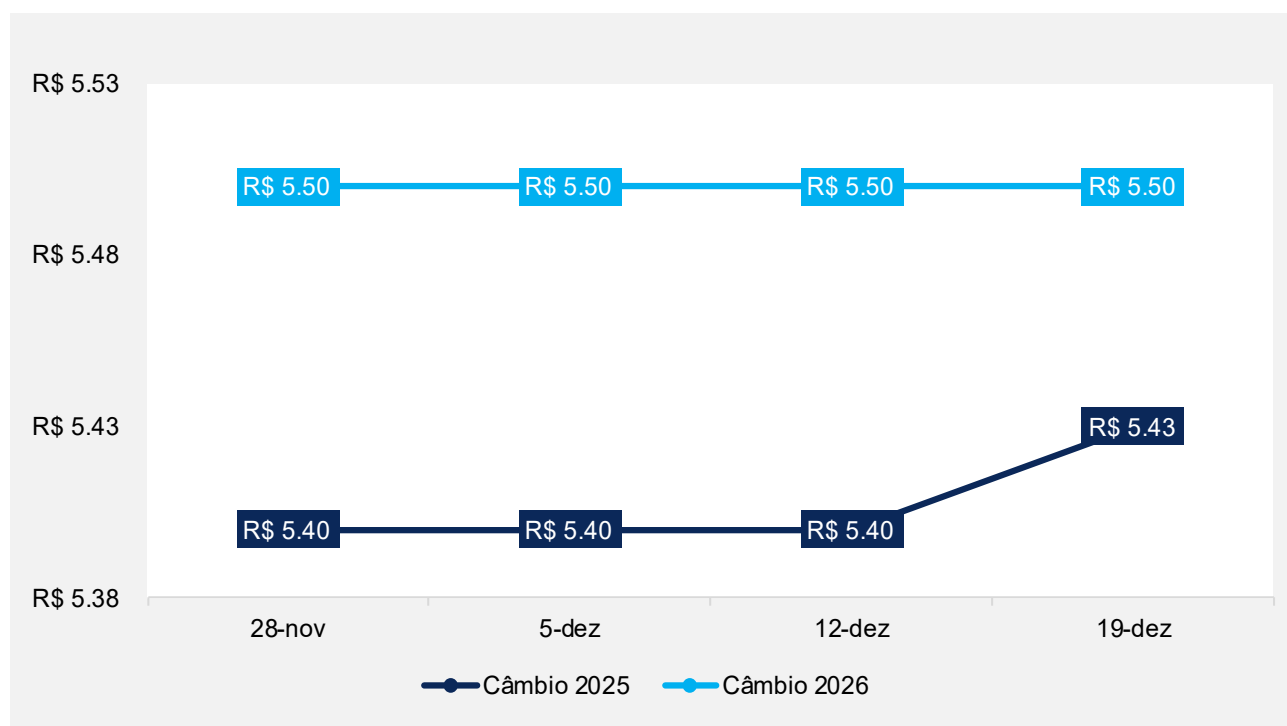
22-dez-25

# Relatório Focus

## Expectativas Taxa Selic - a/a %



## Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



22-dez-25

# Projeções BTG Pactual

Macro Research	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Atividade Econômica</b>							
PIB Real (% a/a)	4.76	2.90	3.20	3.40	2.20	1.70	1.50
Taxa de Desemprego (% fim de período)	11.10	7.90	7.40	6.20	5.90	6.50	7.00
<b>Agricultura, Indústria e Serviços</b>							
Agricultura (% a/a)	0.28	(1.74)	16.30	(3.20)	10.40	(1.50)	0.00
Indústria (% a/a)	4.78	1.62	1.68	3.10	1.50	0.90	1.90
Serviços (% a/a)	5.22	4.16	2.78	3.80	1.60	2.20	1.60
<b>Consumo e Investimentos</b>							
Consumo Privado (% a/a)	3.69	4.28	3.24	5.10	1.50	2.60	1.40
Consumo Governo (% a/a)	3.46	1.53	3.77	2.00	2.00	2.00	1.90
Investimentos (% a/a)	16.49	0.89	(2.98)	6.80	3.50	(0.90)	(0.60)
Exportações (% a/a)	5.87	5.54	8.92	2.80	4.60	1.50	1.40
Importações (% a/a)	12.03	0.81	(1.18)	15.50	5.60	2.40	1.70
<b>Inflação &amp; Taxa de Juros</b>							
IPCA (% a/a, fim de período)	10.06	5.79	4.62	4.83	4.30	4.10	3.80
IGP-M (% a/a, fim de período)	17.78	5.45	(3.18)	6.54	(0.80)	3.70	4.00
Taxa Selic (% fim de período)	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	12.00	10.50
Taxa Selic (% média)	4.59	12.63	13.25	10.92	14.56	13.44	11.54
<b>Balança de Pagamentos &amp; Taxa de Câmbio</b>							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	42.30	51.52	92.28	65.84	58.00	66.00	73.00
Conta Corrente (US\$ bi)	(39.40)	(41.96)	(27.07)	(66.17)	(82.10)	(68.50)	(68.50)
Investimento Direto no País (US\$ bi)	46.44	75.50	62.75	74.09	82.00	85.00	85.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	5.57	5.29	4.85	6.18	5.40	5.20	5.10
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	5.40	5.17	4.99	5.39	5.59	5.30	5.20
<b>Contas Fiscais</b>							
Resultado Primário (% do PIB)	0.7	1.2	(2.3)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.3)
Governo Central (R\$ bi)	(35.9)	54.9	(264.5)	(42.9)	(66.2)	(58.3)	(46.0)
Resultado Nominal (% PIB)	(4.3)	(4.6)	(8.8)	(8.5)	(8.5)	(8.1)	(7.6)
Dívida Líquida (% PIB)	55.1	56.1	60.4	61.5	66.2	70.7	73.0
Dívida Bruta (% PIB)	77.3	71.7	73.8	76.5	78.9	81.9	84.0

de 22 a 26 de dezembro

## Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
<b>Segunda-feira</b>		<b>22-dez</b>			
	Brasil	Arrecadação de impostos (R\$ b)	1-Nov		261.9
<b>Terça-feira</b>		<b>23-dez</b>			
	Brasil	Definição da bandeira tarifária de energia elétrica	1-Jan		
9:00	Brasil	IPCA-15 (MoM %)	1-Dec	0.27	0.2
9:00	Brasil	IPCA-15 (YoY %)	1-Dec	4.43	4.5
10:30	EUA	PIB (QoQ % anualizado) - segunda revisão	1-Sep	3.2	
10:30	EUA	Consumo Pessoal (QoQ % anualizado) (a.s.) - segunda revisão	1-Sep		
10:30	EUA	Deflator do PIB - segunda revisão	1-Sep	2.6	
10:30	EUA	flator do PCE (núcleo QoQ % anualizado) (a.s.) - segunda revis	1-Sep		
10:30	EUA	Encomendas de Bens Duráveis (MoM % a.s.) - prévia	1-Oct	-1.5	0.5
10:30	EUA	Encomendas de Bens Duráveis de Capital (MoM %) - prévia	1-Oct	0.4	0.9
11:15	EUA	Produção Industrial (MoM % a.s.)	1-Nov	0.1	0.1
11:15	EUA	Utilização da Capacidade Instalada (% a.s.)	1-Nov	75.9	75.9
<b>Quarta-feira</b>		<b>24-dez</b>			
9:00	EUA	Pedidos de Hipotecas (WoW % a.s.)	19-Dec		
10:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	20-Dec		224
<b>Quinta-feira</b>		<b>25-dez</b>			
Feriado de Natal					
<b>Sexta-feira</b>		<b>26-dez</b>			

Cenário macroeconômico

## Estados Unidos

### PIB do 3T25 deve seguir sinalizando resiliência da economia

Essa semana, o principal evento da agenda econômica será a leitura do PIB do 3T25 (23 de dezembro), cuja divulgação foi atrasada em função do shutdown de outubro. Para esse dado, esperamos um crescimento saudável de 3% t/t saar (vs. 3,2% consenso vs. 3,84% anterior). Esperamos que o consumo das famílias siga apresentando desempenho sólido, permanecendo como um pilar importante para explicar o crescimento no trimestre e no ano (2,5% t/t saar vs. 2,47% anterior). Ainda pelo lado do setor privado, os indicadores antecedentes devem sinalizar uma queda dos investimentos residenciais, movimento que, contudo, deve ser mais do que compensado pelo crescimento robusto do investimento físico associado à Inteligência Artificial e à Propriedade Intelectual. Pelo lado do setor público, não esperamos uma contribuição relevante, após contribuições negativas nos dois primeiros trimestres do ano. Adicionalmente, a variação de estoques não deve mais atuar como um vento contrário, como ocorreu no 2T25, quando registrou contribuição negativa elevada (-3,44 p.p.). Dessa forma, a métrica mais aparada do PIB e sempre destacada pelo Fed para avaliar a situação da demanda doméstica — as vendas finais a consumidores domésticos privados — deve seguir transmitindo a mensagem de uma economia sólida e com qualitativo positivo. Para o restante do ano, embora não esperemos uma reversão dessa tendência, entendemos que o shutdown de outubro deve pesar negativamente sobre o crescimento do PIB, resultando em um headline mais fraco.

No que tange à inflação, o mercado espera um deflator do PCE trimestral anualizado próximo a 2,6%, leitura que permanece acima da meta do Fed e deve refletir maior pressão advinda dos preços de bens, tanto duráveis quanto não duráveis. Por sua vez, no setor de serviços, a menor pressão sobre os preços de serviços de habitação não deve se traduzir integralmente para o headline do setor, à luz das pressões mais elevadas observadas nos preços de serviços de transporte e financeiros.

No que se refere à política monetária, a agenda de falas dos membros do Fed está praticamente esvaziada, contando, por ora, apenas com a fala de Hammack (21 de dezembro, hawkish).

## Cenário macroeconômico

# Europa

### ECB: em modo de espera

Na Zona do Euro, a última semana foi marcada pela decisão do ECB que, em linha com o esperado por nós e pelo mercado, optou por manter inalteradas suas três principais taxas de juros, com a taxa da facilidade de depósito em 2%, nível considerado neutro pelo comitê. Em seu tradicional discurso pós-decisão, Lagarde abordou a atualização das projeções do staff do ECB para o bloco econômico. Segundo o Banco, a inflação deve se situar em torno de 2,1% em 2025, recuando para abaixo da meta em 2026 (1,9%) e 2027 (1,8%), antes de retornar ao alvo em 2028 (2%). Já para o núcleo da inflação — que exclui itens voláteis como alimentos e energia — a projeção é de 2,4% em 2025, com arrefecimento gradual em 2026 (2,2%) e 2027 (1,9%), estabilizando-se na meta apenas em 2028 (2%).

A revisão altista para 2026 decorreu, sobretudo, da avaliação de que as pressões sobre os preços de serviços devem se dissipar de forma mais lenta. Esse diagnóstico decorreu da revisão para cima do crescimento em 2026 (de 1,2% para 1,4%), mantendo o ritmo esperado para 2025 (1,4%) e com efeitos que devem se propagar também para 2027 e 2028. A economia segue mostrando resiliência, com o PIB do 3T25 avançando 0,3% t/t, impulsionado principalmente por consumo e investimento mais fortes, além de uma expansão das exportações. Nesse contexto, destaca-se o desempenho do setor de serviços, em especial os segmentos ligados à informação e comunicação, enquanto a atividade industrial e a construção permanecem relativamente estáveis, padrão que não deve se alterar no curto prazo.

Entre os principais vetores desse desempenho, sobressai o mercado de trabalho ainda robusto, com a taxa de desemprego em 6,4% em outubro, patamar próximo à mínima histórica. Ao mesmo tempo, refletindo os efeitos defasados da política monetária contracionista, a demanda por mão de obra arrefeceu adicionalmente, com a taxa de vagas de emprego atingindo o nível mais baixo desde o início da pandemia. Nesse ambiente, o aumento da renda real e a redução da poupança acumulada devem continuar sustentando a demanda doméstica como importante motor do crescimento à frente. Por sua vez, o investimento empresarial — que tende a se tornar mais atrativo em um cenário de juros mais baixos —, assim como o aumento dos gastos governamentais voltados à infraestrutura e ao crescimento, também devem oferecer suporte à atividade econômica.

No que diz respeito à dinâmica mais recente da inflação, o dado de novembro (2,1% a/a) segue próximo da meta, com o núcleo rodando em patamar superior (2,4% a/a). Mais relevante do que o número agregado é a análise qualitativa da inflação, que evidencia movimentos opostos entre preços de bens e serviços. Enquanto a inflação de bens arrefeceu para 0,5% em novembro (vs. 0,6% anteriormente), a inflação de serviços acelerou para 3,5% (vs. 3,4%). Segundo o ECB, esse movimento está possivelmente relacionado ao custo unitário do trabalho, que cresceu a uma taxa ligeiramente superior à observada no segundo trimestre, pressionando especialmente o setor de serviços. Ainda assim, a expectativa à frente — conforme indicado pelo indicador de salários do ECB — é de continuidade do processo de moderação dos ganhos salariais, com crescimento em torno de 3% em 2026, nível considerado apropriado para manutenção da inflação da meta pelo Banco.

Ao discutir os riscos ao cumprimento do mandato, Lagarde destacou que, apesar do arrefecimento das tensões comerciais, o ambiente externo permanece volátil, sobretudo nos mercados financeiros globais. Esse cenário poderia resultar em condições financeiras mais restritivas, reduzindo o crescimento da atividade e pressionando a inflação para baixo. Por outro lado, perspectivas de maiores gastos com infraestrutura e defesa, bem como ganhos de produtividade, podem gerar surpresas altistas para o crescimento, produzindo o efeito oposto. De modo geral, o Governing Council avalia que o cenário inflacionário segue mais incerto do que o usual. Tarifas impostas pelos EUA podem tanto reduzir a demanda por exportações da Zona do Euro quanto elevar as importações, caso o bloco se torne destino do escoamento de países com excesso de capacidade produtiva que não consigam vender para o mercado norte-americano. Adicionalmente, surpresas altistas nos ganhos salariais poderiam resultar em uma desaceleração mais lenta da inflação.

Por fim, Lagarde ressaltou que as taxas de juros de mercado se elevaram desde a última reunião, refletindo a maior incerteza geopolítica e a possibilidade de uma reprecificação adicional dos mercados financeiros globais, o que pode representar desafios à estabilidade financeira da Zona do Euro. Ainda assim, destacou que esse movimento não se transmitiu de forma relevante às condições de crédito bancário, não gerando, até o momento, impactos significativos sobre a estabilidade financeira. Dessa forma, o ECB encerrou 2025 com suas taxas de juros em nível neutro, após um processo de afrouxamento gradual ao longo dos trimestres, à medida que os membros do comitê passaram a enxergar a convergência da inflação para a meta.

Nesta semana, a agenda de indicadores econômicos na Zona do Euro está esvaziada, com o foco se voltando para os discursos de membros do ECB, que devem seguir detalhando suas avaliações individuais sobre a economia. Destacam-se as falas de Simkus (22 de dezembro, hawkish), Vujcic (22 de dezembro, hawkish) e Kazimir (22 de dezembro, hawkish).

## Cenário macroeconômico

# Ásia e Oceania

### Dados de inflação devem seguir reforçando confiança do BoJ

**Na China**, o principal evento da semana ocorreu ontem à noite com a decisão da Loan Prime Rate (LPR), taxa de juros definida pelos bancos comerciais selecionados pelo PBoC. As expectativas de manutenção foram confirmadas tanto da taxa de 1 ano (consenso 3% vs. 3% anterior) quanto da taxa de 5 anos (consenso 3,5% vs. 3,5% anterior), que orienta os custos das hipotecas, pelo sétimo mês consecutivo. Apesar de os dados de atividade já divulgados referentes a outubro e novembro sinalizarem uma economia mais fraca no 4T25, as comunicações políticas do governo central indicam que novos afrouxamentos de política monetária devem voltar a ocorrer apenas em 2026.

**No Japão**, o principal evento será a divulgação do CPI de Tóquio (25 de dezembro), uma proxy da inflação nacional referente a dezembro. As perspectivas apontam para um arrefecimento relevante do headline (consenso 2,3% a/a vs. 2,7% anterior), em função do efeito base mais elevado dos preços de alimentos frescos no ano passado, que saem da base de comparação, além da implementação de novos subsídios para combustíveis. Por se tratarem de componentes voláteis, o núcleo do CPI, que exclui esses itens, deve permanecer em patamar elevado (consenso 2,8% a/a vs. 2,8% anterior), reforçando a confiança do BoJ de que os ganhos de preços seguem persistentes — pilar importante para a construção de uma nova alta de juros à frente. Ainda assim, a inflação geral mais baixa tende a ampliar o espaço para que a primeira-ministra Takaichi pressione o BoJ a postergar novos aumentos de juros. À luz da necessidade de maior coleta de dados para a continuidade do ciclo de aperto, e embora o Banco Central avalie que o nível atual de 0,75% ainda esteja abaixo do piso considerado neutro, entendemos que deverão transcorrer alguns meses até que um novo movimento se justifique diante das exigências elevadas do BoJ.

Por sua vez, os dados de produção industrial (25 de dezembro), referentes a novembro, devem sinalizar uma queda na margem (consenso -2% m/m vs. 1,5% anterior), mais do que compensando a alta observada no mês precedente. Caso confirmado, o indicador deve voltar a registrar variação negativa no acumulado em 12 meses (consenso -0,5% a/a vs. 1,6% anterior). A retração do setor deve refletir pressões oriundas das restrições na oferta de semicondutores, afetando, assim, a produção de veículos. À frente, à medida que a oferta volte a crescer, espera-se uma recuperação, liderada pela demanda sólida associada à IA e por exportações mais robustas de automóveis, em parte decorrentes da redução tarifária dos EUA sobre carros, de 25% para 15%, conforme acordo firmado entre os países.

## Cenário macroeconômico

# Brasil

### Inflação acelerando em dezembro

Essa semana será divulgada a arrecadação federal referente ao mês de novembro (22 de dezembro), para a qual esperamos R\$ 221,7 bilhões. Os tributos sobre o lucro das empresas devem apresentar bom desempenho no mês, assim como o PIS/Cofins. Além disso, as receitas com IOF devem registrar nova alta (R\$ 8,6 bilhões), após leve recuo no mês anterior. Apesar disso, a arrecadação federal seguirá em desaceleração, registrando crescimento real de 3,0% a/a YTD (ante 3,2% e 3,5% em outubro e setembro, respectivamente). Para 2025 e 2026, mantemos nossas projeções de déficit primário em R\$ 67,5 bilhões (0,5% do PIB) e R\$ 57,5 bilhões (0,4% do PIB), compatíveis com o cumprimento da banda inferior da meta de primário.

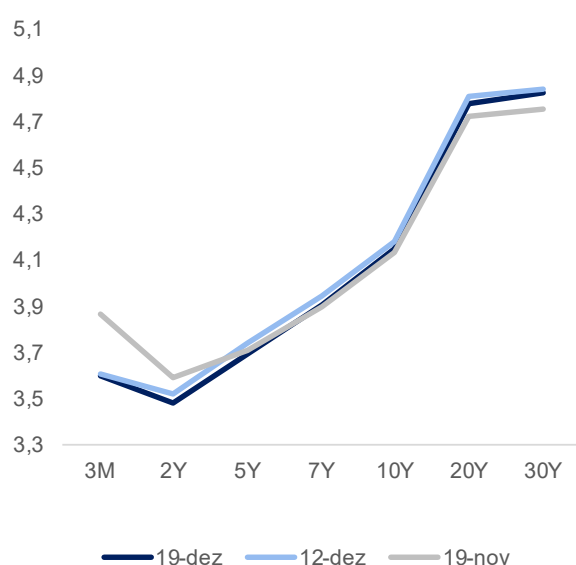
Por sua vez, o IPCA-15 de dezembro será divulgado na próxima terça-feira (23 de dezembro). Para este dado, projetamos alta de 0,27% m/m (4,43% a/a), acelerando frente à leitura de novembro (0,20% m/m). A aceleração esperada decorre principalmente do grupo de serviços (puxado pelo aumento sazonal das passagens aéreas) e, em menor medida, dos administrados. Os demais grupos (alimentação no domicílio e bens industriais) tendem a permanecer estáveis ou a desacelerar. Mantemos a expectativa de dinâmica benigna nos segmentos mais expostos a câmbio e commodities (bens industriais e alimentos), enquanto a inflação de serviços deve seguir em patamar elevado.

## Visão estratégica

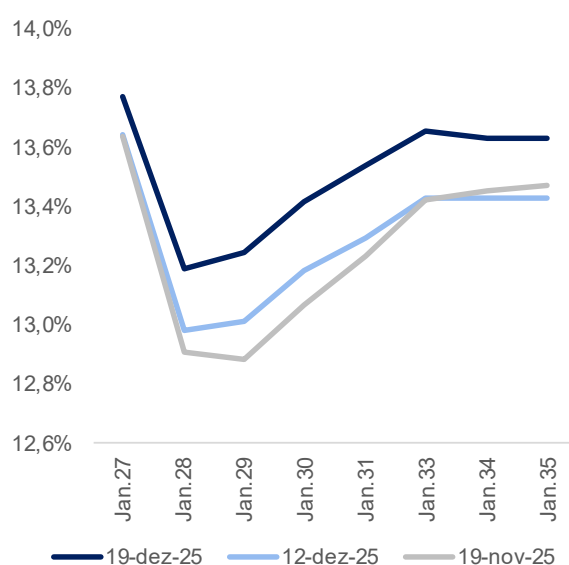
# Taxas de Juros

Nos Estados Unidos, em meio a uma leitura cautelosa dos dados atrasados de inflação e desemprego em função do shutdown, a curva de juros permaneceu estável. No Brasil, por sua vez, a curva de DI apresentou abertura, sustentada sobretudo pelo ambiente de pesquisas eleitorais.

### Curva de Juros (US)



### Curva de Juros (DI Futuro)



Taxas de Juros do Governo	Curva de Juros (% a.a.)		Inflação Implícita (% a.a.)		Juro Real (% a.a.)	
	2 anos	10 anos	2 anos	10 anos	2 anos	10 anos
EUA	3,48%	4,15%	2,31%	2,24%	1,17%	1,91%
Alemanha	2,15%	2,90%	2,13%	1,74%	0,02%	1,15%
Reino Unido	3,75%	4,52%	3,03%	2,98%	0,72%	1,54%
Brasil	13,23%	13,81%	8,25%	7,36%	4,98%	6,44%

Diferencial de Juros						
Brasil vs EUA	9,75%	9,66%	5,94%	5,13%	3,80%	4,53%
EUA vs Alemanha	1,33%	1,25%	0,18%	0,50%	1,15%	0,76%
UK vs Alemanha	-1,60%	-1,63%	-0,90%	-1,24%	-0,70%	-0,39%
EUA vs UK	-0,27%	-0,38%	-0,72%	-0,74%	0,45%	0,37%

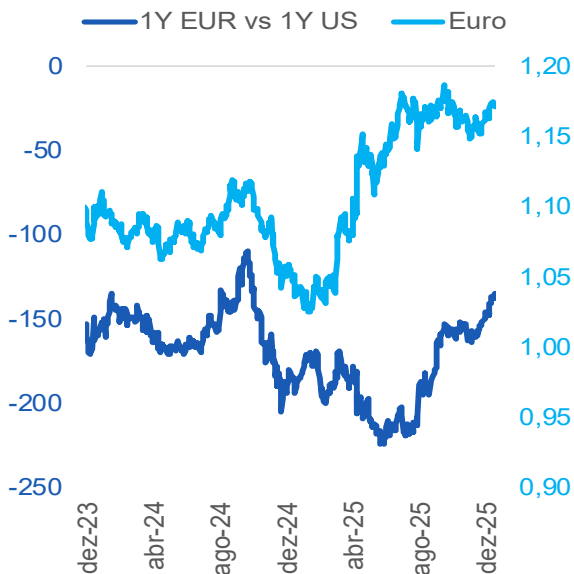
Juros DI	19-dez-25	12-dez-25	19-nov-25	30 dias (bps)	2025 (bps)	12M (bps)
Jan.26	14,90%	14,90%	14,90%	1	0	-16
Jan.27	13,78%	13,65%	13,64%	14	13	-153
Jan.28	13,19%	12,98%	12,91%	28	21	-197
Jan.29	13,25%	13,01%	12,89%	36	23	-171
Jan.30	13,42%	13,18%	13,07%	35	23	-140
Jan.31	13,54%	13,30%	13,23%	31	24	-113
Jan.33	13,66%	13,43%	13,42%	24	23	-81
Jan.34	13,64%	13,43%	13,45%	18	21	-69
Jan.35	13,63%	13,43%	13,48%	16	20	-63

# Visão estratégica

## Taxas de Juros

### Internacional

Euro vs Spread de juros 1Y (bps) UE vs EUA

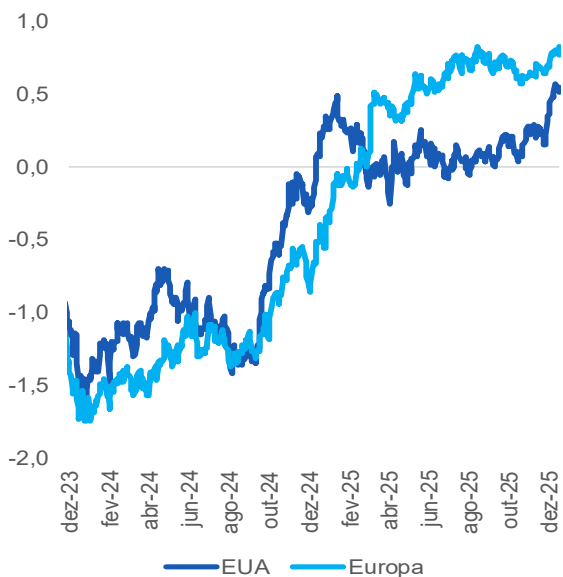


### Doméstico

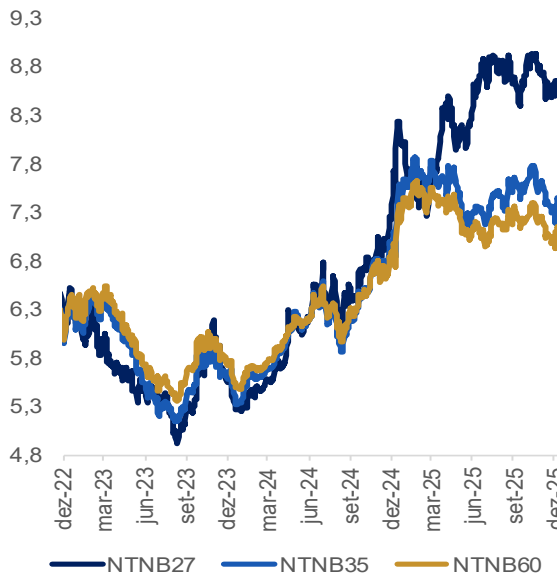
Inclinação da Curva de Juros



Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



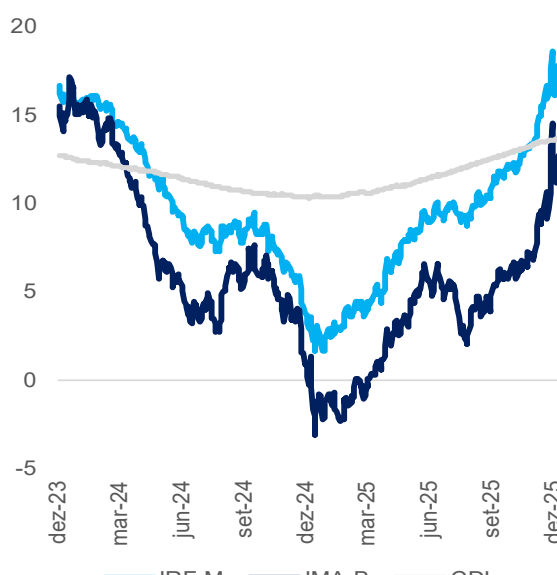
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



Retorno (% a/a): Pré (IRF-M) vs IPCA+ (IMA-B)

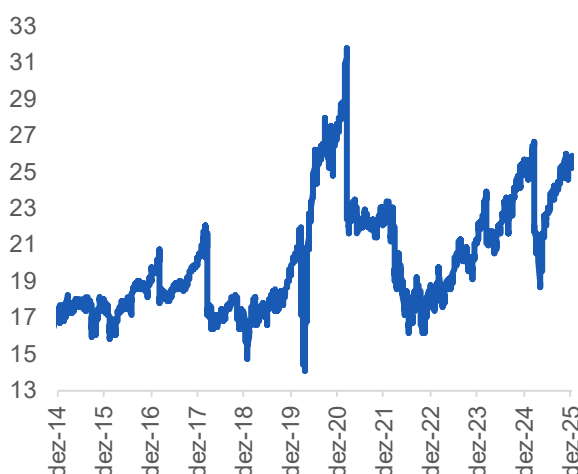


## Visão estratégica

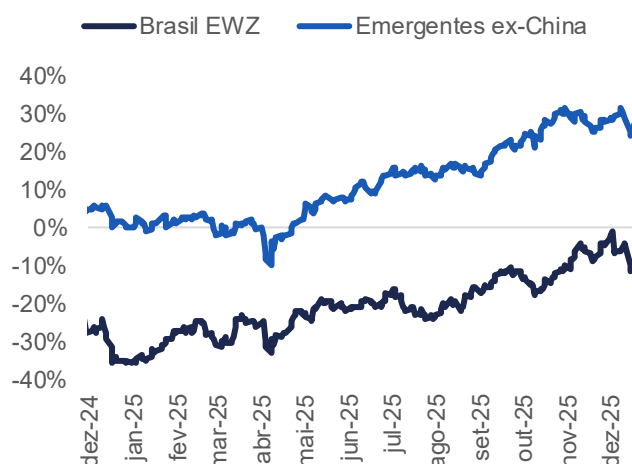
# Renda Variável

Nos Estados Unidos, o S&P 500 registrou ganhos marginais na semana, apoiado por leituras de inflação abaixo do esperado e por alguma recuperação das ações ligadas ao setor de tecnologia. No Brasil, por sua vez, a pauta eleitoral, com a divulgação das pesquisas para 2026, pressionou o Ibovespa, que encerrou a semana em queda.

### S&P 500: preço/lucro



### Brasil (EWZ) vs Emerging Markets ex-China (% 12 meses)



País	Índice/ETF	19-dez-25	Semana	Dezembro	2025	12 meses
EUA	Dow Jones	48.135	-0,7%	0,9%	13,1%	13,7%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 37,15	-2,4%	-2,3%	25,5%	24,5%
EUA	S&P	6.835	0,1%	-0,2%	16,2%	16,5%
China	MCHI Equity	\$ 60,63	-1,4%	-2,5%	29,4%	29,8%
Europa	EZU Equity	\$ 63,79	-0,3%	1,8%	35,1%	35,8%
Brasil	EWZ Equity	\$ 31,17	-6,5%	-7,3%	38,5%	36,5%
EUA	Nasdaq	23.308	0,5%	-0,2%	20,7%	20,3%

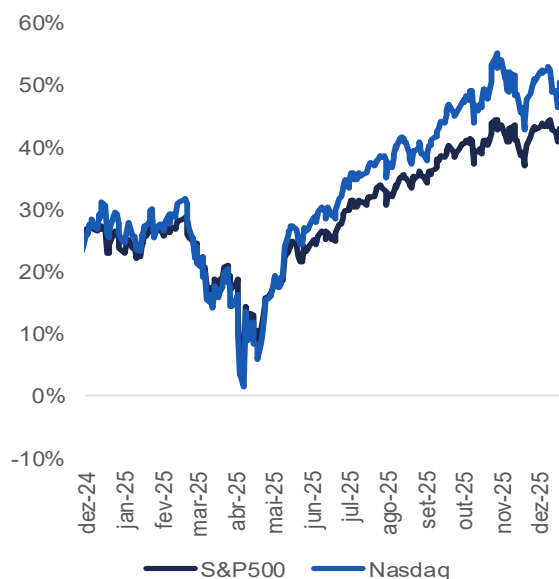
Índices	Código	19-dez-25	Semana	Dezembro	2025	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3.707	0,6%	1,3%	19,0%	28,4%
Indústria	INDX	29.482	-0,1%	4,0%	13,4%	9,4%
Mat. Básicos	IMAT	6.114	2,2%	8,1%	10,6%	7,6%
Ibovespa	IBOV	158.473	-1,4%	-0,4%	31,7%	31,2%
Small Caps	SMLL	2.264	-3,4%	-5,3%	28,3%	27,9%
Utilities	UTIL	16.696	-1,6%	-1,7%	60,6%	58,6%
Consumo	ICON	3.052	-3,8%	-4,8%	25,5%	24,5%
Finanças	IFNC	16.954	-2,5%	-3,8%	43,3%	44,5%

## Visão estratégica

# Renda Variável

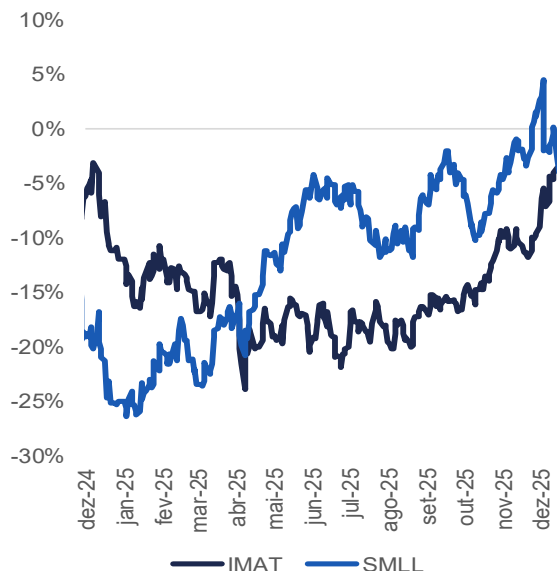
### Internacional

#### S&P e Nasdaq

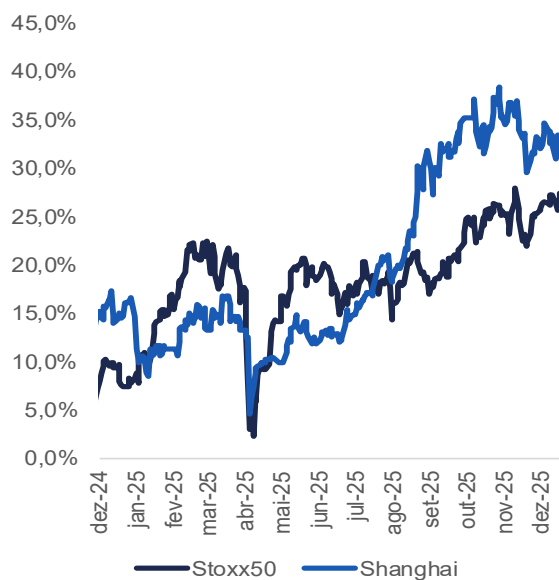


### Doméstico

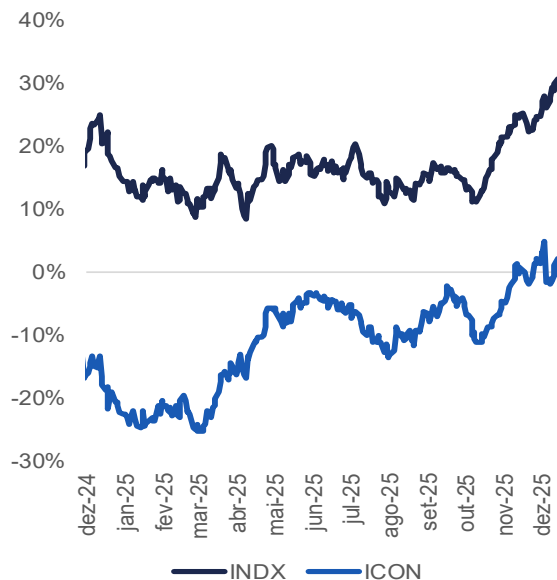
#### Materiais Básicos x Small Caps



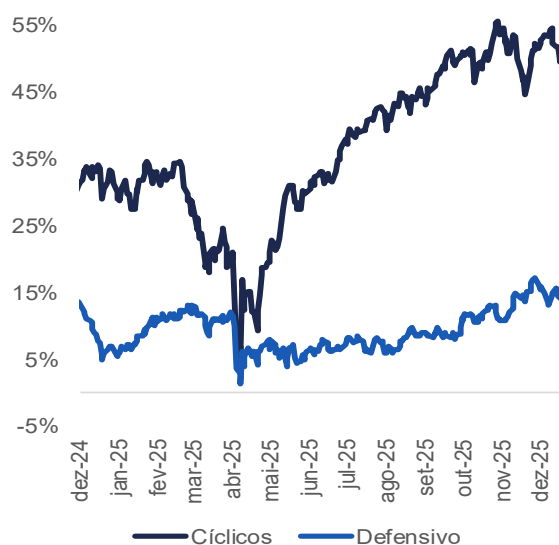
#### Shanghai vs Euro stoxx



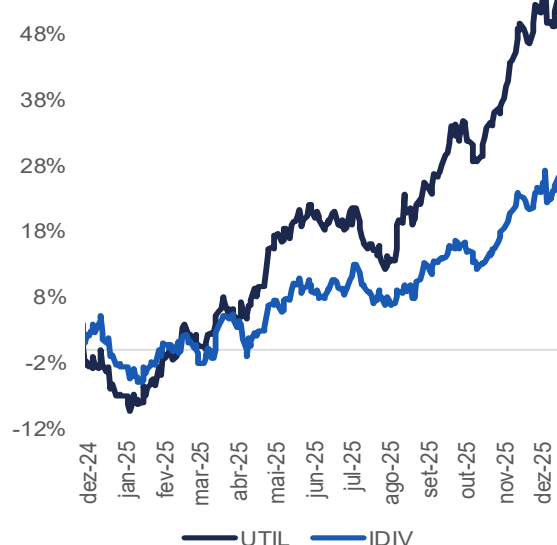
#### Indústria x Serviços



#### Cíclicos vs defensivos



#### Utilidade Pública x Dividendos

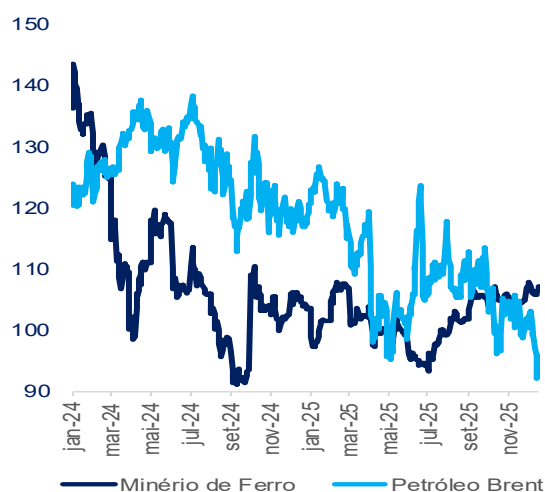


## Visão estratégica

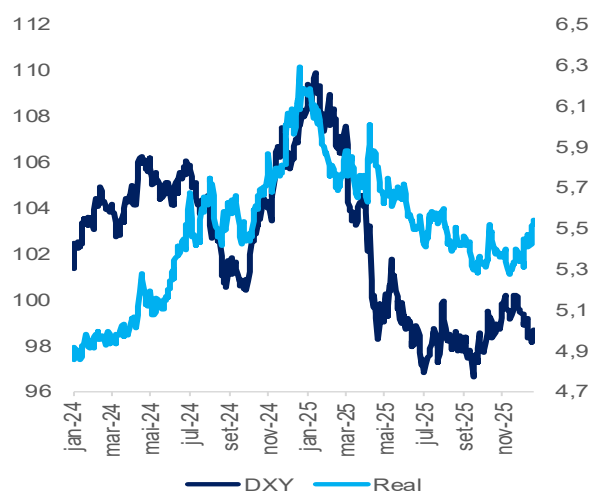
# Commodities e moedas

No mercado de moedas, o DXY ganhou força, apesar dos dados de inflação mais fracos do que o esperado nos EUA, em meio a um movimento de aversão a risco, ainda que sem um gatilho claro. Por sua vez, o dólar se valorizou de forma mais acentuada frente ao real, com a deterioração do cenário eleitoral doméstico sustentando uma reprecificação negativa dos ativos brasileiros nos últimos dias.

### Minério de Ferro Cingapura vs Petróleo Brent (US\$)



### DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa		19-dez-25	Semana	Dezembro	2025	12 meses
CRB Index			540,31	-0,62%	1,2%	0,4%	0,6%
Café	Nova Iorque	\$	340,65	-7,8%	-10,6%	20,8%	23,0%
Gado	Chicago	\$	230,80	0,5%	5,9%	21,3%	23,1%
Minério de Ferro	Cingapura	\$	104,15	2,1%	1,9%	8,6%	8,5%
Soja (bu)	Chicago	\$	1.059,50	-2,5%	-7,5%	4,1%	6,0%
Petróleo Brent	Londres	\$	60,55	-0,9%	-2,9%	-14,4%	-13,2%
Ouro		\$	4.338,88	0,91%	2,35%	66,46%	65,42%
Milho (bu)	Chicago	\$	443,75	0,7%	-0,9%	-1,5%	-1,2%

Moedas	País		19-dez-25	Semana	Dezembro	2025	12 meses
DXY	EUA		98,72	0,3%	-0,7%	-8,7%	-8,9%
Real	Brasil	R\$	5,54	2,3%	-3,8%	-10,3%	-11,9%
Peso Mexicano	México	R\$	0,31	2,3%	-5,2%	2,8%	1,9%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$	7,42	2,4%	-4,8%	-4,4%	-3,4%
Yuan	China	R\$	0,79	2,4%	-4,0%	-7,2%	-6,7%
Euro	Europa	R\$	6,49	2,1%	-4,7%	1,1%	2,0%
Rand Sul-African	África do Sul	R\$	0,33	2,9%	-5,6%	0,5%	-0,9%

# Disclaimer

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e os seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse

[www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)