5 de janeiro de 2026

Spoiler Macro

Macro Strategy – BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Gabriel Fongaro

Lorena Laudares

Victor Amaral

Destaques da Semana

Estados Unidos

4ªF - Jolts: O relatório de mercado de trabalho referente a novembro deve seguir reforçando a leitura de mercado de trabalho com perfil de “no-hire, no-fire”;

6ªF - Payroll: O indicador de dezembro deverá mostrar uma aceleração na criação de vagas frente ao mês anterior, acima do breakeven mensurado pelo Fed para manter o desemprego estável.

Ásia | Europa

4ªF - Inflação na Zona do Euro: O CPI de dezembro deve apresentar alguma desaceleração do índice geral em função de itens voláteis, levando a inflação para a meta do ECB;

Salários no Japão: Os ganhos salariais referentes a novembro devem seguir sustentando a narrativa de mercado de trabalho apertado e aumentos do salário mínimo.

Brasil

3ªF - Balança comercial: Os dados referentes a dezembro devem sinalizar um ano de 2025 frente ao ano anterior, puxado por importações mais elevadas, refletindo o crescimento econômico resiliente, que manteve o quantum importado em patamar elevado ao longo de boa parte do ano;

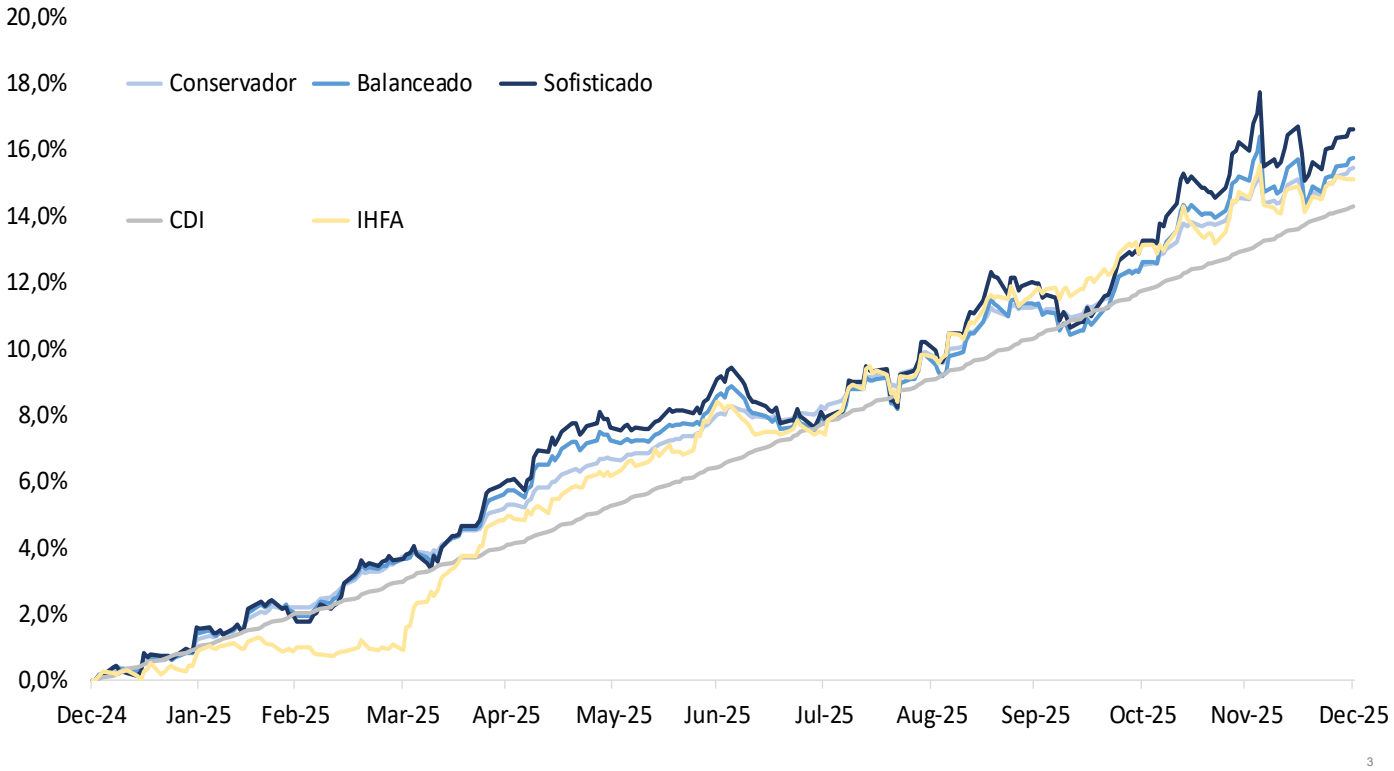
5ªF - Indústria: Os dados da PIM referentes a novembro devem seguir sinalizando trajetória de arrefecimento do setor em meio à desaceleração da atividade econômica.

Dados de fechamento do dia 02-janeiro

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	**IBOV**	**S&P 500**	**Dólar**
14.90	160,539	6,858	5.42
Na Semana			
0.22%	-0.22%	-1.03%	-2.14%
No Ano			
0.11%	-0.36%	0.19%	-0.92%
Em 12 meses			
14.39%	33.64%	15.41%	-11.81%

Asset Strategy: perfis vs *benchmarks.* Rentabilidade YTD

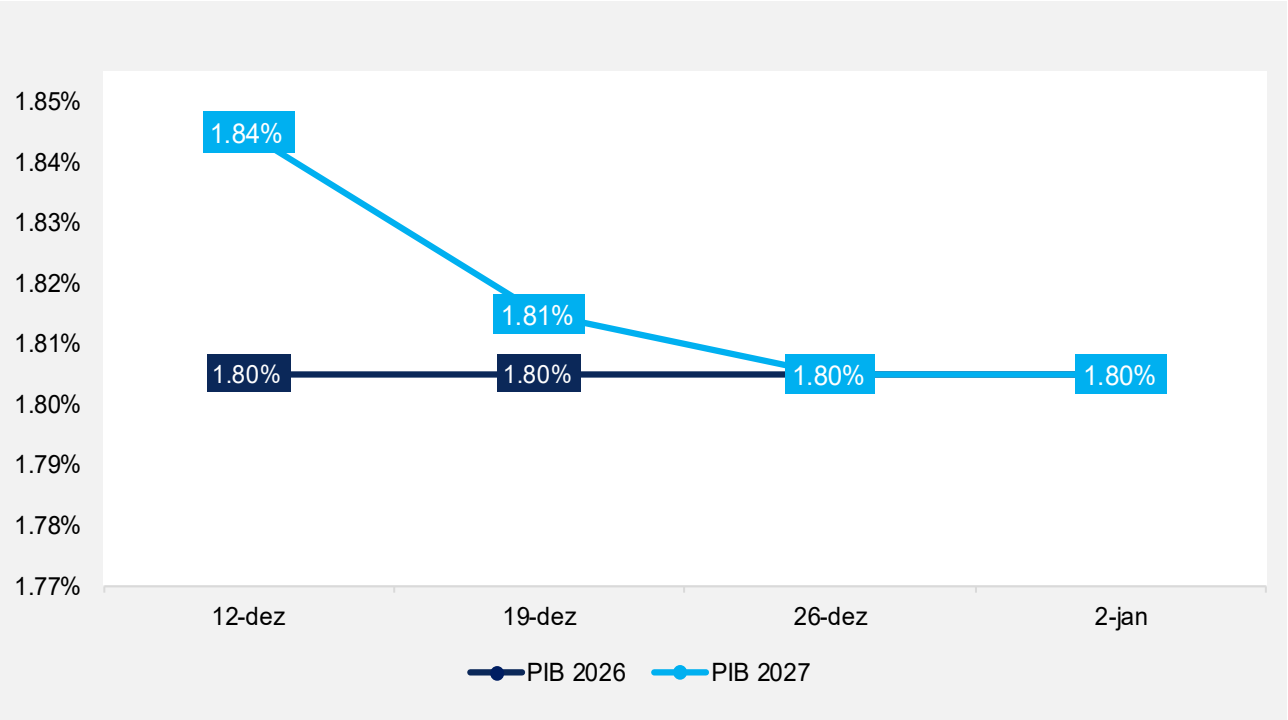


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

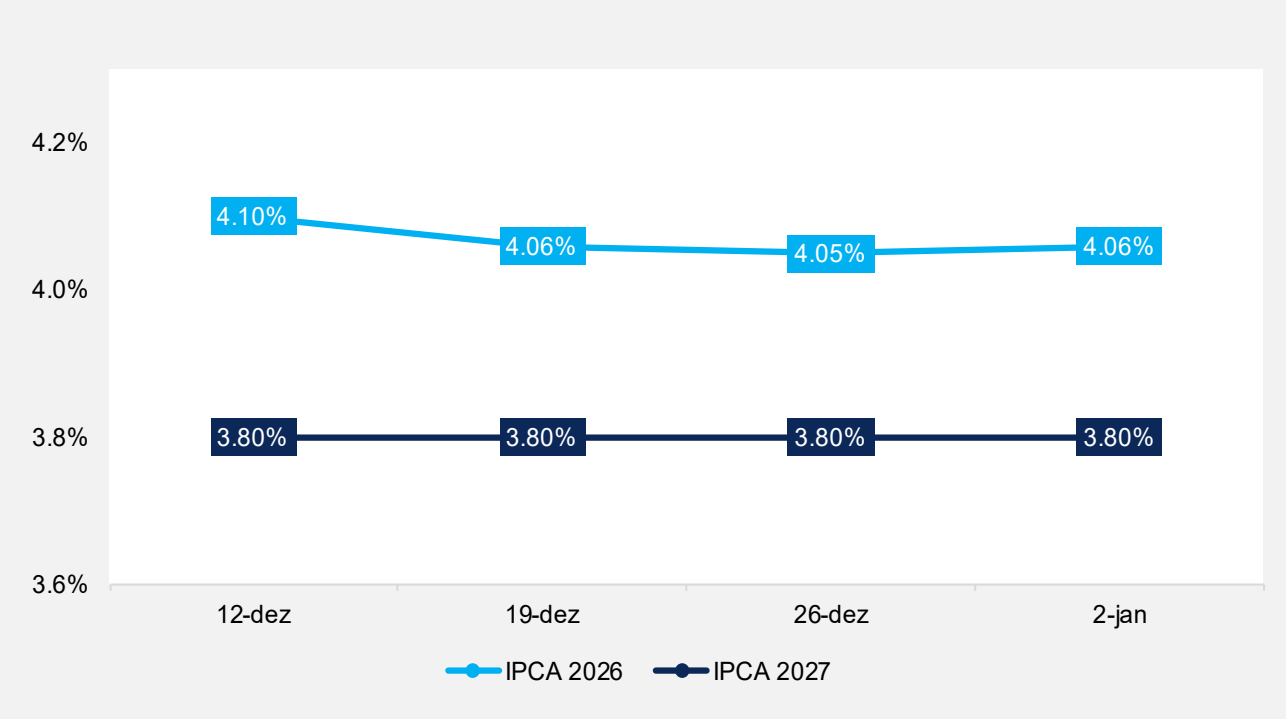
5-jan-26

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



Expectativas IPCA – a/a %

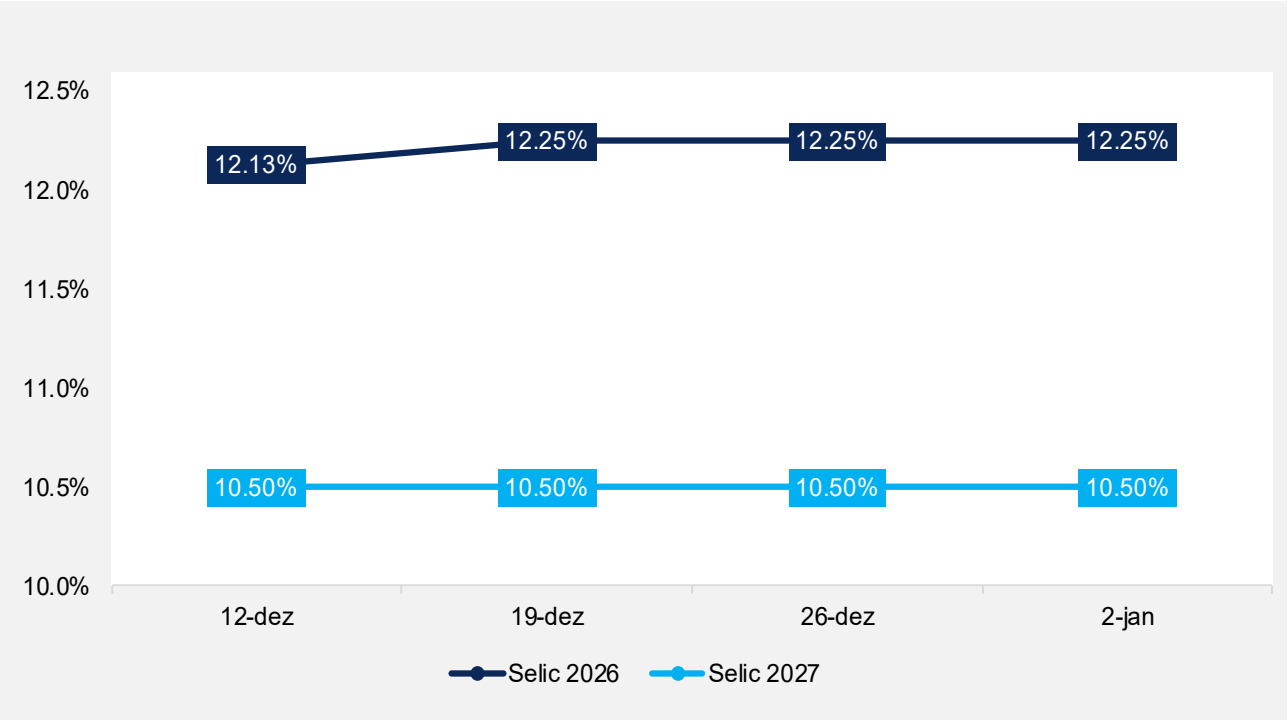


Fonte: Banco Central do Brasil e BTG Pactual

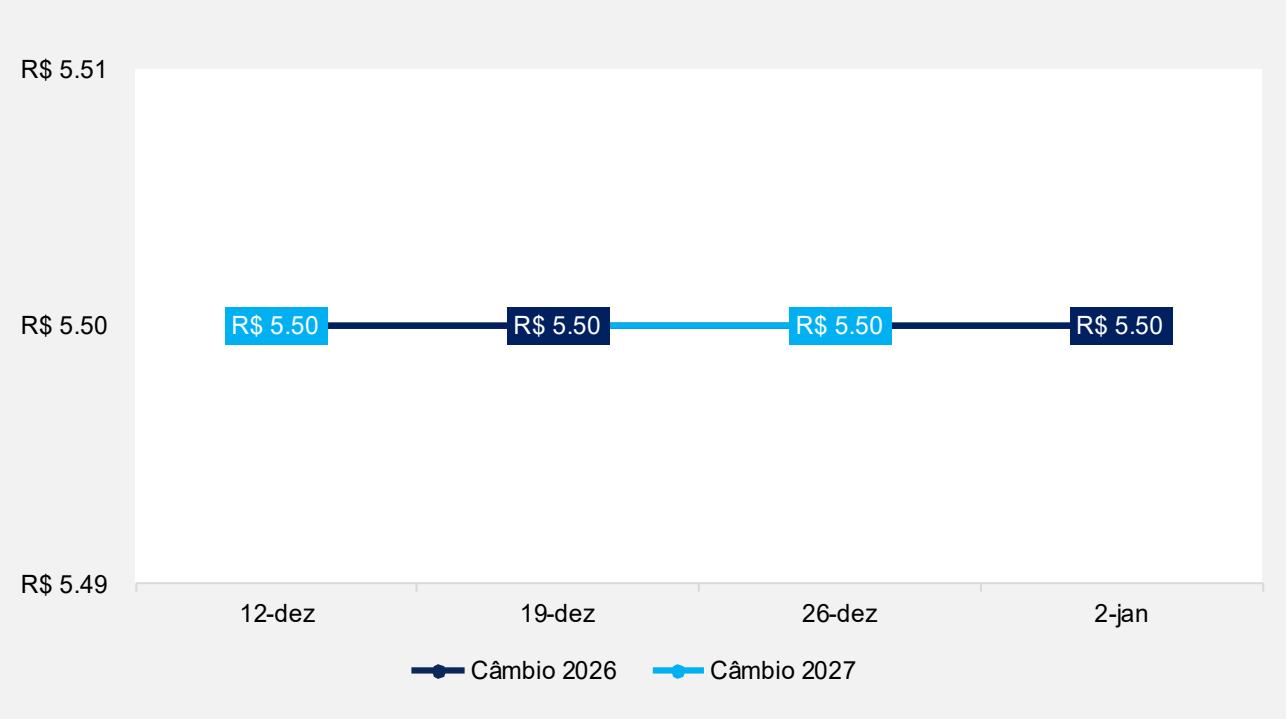
5-jan-26

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



Fonte: Banco Central do Brasil e BTG Pactual

5-jan-26

Projeções BTG Pactual

Macro Research	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Atividade Econômica							
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
Agricultura (%, a/a)	0.28	(1.74)	16.30	(3.20)	10.40	(1.50)	0.00
Industria (%, 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
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
Investmentos (%, 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
Inflação & Taxa de Juros							
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
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio							
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
Contas Fiscais							
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

Fonte: BTG Pactual

de 05 a 09 de janeiro

Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
Segunda-feira	**5-jan**				
12:00	EUA	ISM Industrial	1-Dec	48.4	48.2
Terça-feira	**6-jan**				
5:55	Alemanha	PMI Composite	1-Dec	51.5	51.5
6:00	Z. do Euro	PMI Composite	1-Dec	51.9	51.9
10:00	Alemanha	CPI Harmonizado (YoY%) - Prévia	1-Dec	2.2	2.6
11:45	EUA	PMI Composite	1-Dec		53
Quarta-feira	**7-jan**				
7:00	Z. do Euro	CPI: Núcleo (YoY %) - Prévia	31-Dec	2.4	2.4
7:00	Z. do Euro	CPI (YoY %) - Prévia	31-Dec	2	2.1
7:00	Z. do Euro	Taxa de Desemprego (%)	1-Nov	6.4	6.4
10:15	EUA	Emprego no Setor Privado (em milhares de vagas)	1-Dec	45	-32
12:00	EUA	ISM Serviços	1-Dec	52.2	52.6
12:00	EUA	JOLTS: estoque de vagas em aberto (em milhares)	1-Nov	7700	7670
12:00	EUA	Encomendas à Indústria (MoM % a.s.)	1-Oct	-1	0.2
Quinta-feira	**8-jan**				
8:00	Brasil	IGP-DI (MoM %)	1-Dec	0.21	0.01
8:00	Brasil	IGP-DI (YoY %)	1-Dec	-1.09	-0.44
9:00	Brasil	PIM: Produção Industrial (MoM %)	1-Nov	0.4	0.1
10:30	EUA	Produtividade do Trabalho (QoQ %, a.s.) - prévia	1-Sep	3.8	3.3
10:30	EUA	Custo Unitário do Trabalho (QoQ %, a.s. anualiz.) - prévia	1-Sep	0.6	1
10:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	3-Jan	220	199
22:30	China	CPI (YoY %)	1-Dec		0.7
22:30	China	PPI (YoY %)	1-Dec		-2.2
Sexta-feira	**9-jan**				
7:00	Z. do Euro	Vendas no Varejo (YoY %)	1-Nov	1.6	1.5
9:00	Brasil	IPCA (YoY %)	1-Dec	4.27	4.46
9:00	Brasil	IPCA (MoM %)	1-Dec	0.33	0.18
10:30	EUA	Taxa de Desemprego (%)	1-Dec	4.5	4.6
10:30	EUA	Relatório de Emprego - criação de vagas (milhares)	1-Dec	55	64
10:30	EUA	Ganho Médio por Hora (YoY %)	1-Dec	3.6	3.5
12:00	EUA	Confiança do Consumidor - prévia	1-Jan	53.5	52.9
Na Semana					
	China	Variação Crédito Agregado (YTD, em Bilhões de yuans)	1-Dec		33390
	China	Variação Crédito Bancário (YTD, em Bilhões de yuans)	1-Dec		15360

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Cenário macroeconômico

Estados Unidos

Mercado de trabalho com baixa rotatividade

Na primeira semana cheia do ano, o principal destaque da agenda econômica será a divulgação dos indicadores do mercado de trabalho. O relatório **JOLTS (7 de janeiro)**, deve continuar indicando estabilidade no número de vagas abertas em novembro (consenso de 7,726 milhões, ante 7,670 milhões na leitura anterior). Caso esse cenário se confirme, a variação móvel de seis meses das vagas abertas ficará em 2,33 mil, reforçando a leitura de um mercado de trabalho com perfil de "no-hire, no-fire".

Já o **Payroll (9 de janeiro)** de dezembro deve apresentar aceleração na criação de vagas em relação ao mês anterior (78 mil na projeção BTG Pactual Macro Strategy, contra 55 mil no consenso e 64 mil na leitura anterior). Nesse contexto, as médias móveis mensais de três e seis meses devem se situar em 12,33 mil (vs. 22,33 mil anteriormente) e 31,83 mil (vs. 16,67 mil), respectivamente.

Vale destacar que essas médias abaixo do breakeven do mercado de trabalho mensurado pelo FOMC decorrem, em grande parte, do programa de desligamentos promovido pelo Department of Government Efficiency (DOGE). Esse fator explica parcela relevante da contração de 157 mil vagas no setor público em outubro e a manutenção do setor em território negativo em novembro (-5 mil). Nesse sentido, ao observarmos a média móvel trimestral exclusivamente do setor privado — de forma a eliminar essa distorção —, as expectativas apontam para a criação de cerca de 63 mil vagas mensais, número compatível com um mercado de trabalho estável e sem sinais de deterioração.

Por outro lado, é importante ressaltar que a próxima divulgação do payroll, referente a janeiro, trará a revisão anual da série histórica. Esse evento deve ganhar especial atenção, pois, conforme antecipado pelo Fed em sua última decisão de política monetária, espera-se uma revisão negativa em torno de 60 mil vagas por mês, o que implicaria uma destruição média de cerca de 20 mil vagas — um cenário mais fraco do que o sugerido pelos dados atualmente disponíveis.

No âmbito salarial, a expectativa é de alta de 0,3% na variação mensal (ante 0,1% anteriormente), levando o crescimento acumulado em 12 meses a 3,6% (ante 3,5%). Esse resultado segue compatível com a manutenção de um consumo doméstico saudável, fator que tende a sustentar a demanda das famílias ao longo de 2026, em conjunto com os efeitos de uma política monetária menos restritiva decorrente dos cortes de juros promovidos pelo Fed ao longo do ano.

Ainda no âmbito dos indicadores de atividade, o **ISM de serviços (07 de janeiro)** de dezembro deve permanecer em território expansionista (consenso de 52,3 pts. vs. 52,6 anterior). Caso esse resultado se confirme, a média trimestral do indicador avançará de 50,7 para 52,3 pontos, sinalizando um ambiente favorável para a atividade do setor de serviços e para a dinâmica do consumo.

Do lado da política monetária, os membros do Fed voltam a se comunicar ao longo dos próximos dias, com destaque para: Paulson (03 de janeiro, neutro); Kashkari (04 de janeiro, hawkish); Barkin (09 de janeiro, hawkish).

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Cenário macroeconômico

Europa

Inflação na meta com riscos equilibrados

Na Zona do Euro, o principal destaque será a divulgação da inflação ao consumidor (07 de janeiro) de dezembro. O índice cheio deve apresentar desaceleração na margem (consenso de 2,0% a/a vs. 2,1% anterior), encerrando o ano exatamente na meta do ECB. Em contrapartida, a inflação subjacente deve permanecer estável (consenso de 2,4% a/a, em linha com a leitura anterior). A desaceleração do índice cheio deve estar associada, sobretudo, ao comportamento das passagens aéreas, que haviam registrado alta expressiva de 14,8% m/m em dezembro de 2024.

Na última reunião do ECB, Christine Lagarde destacou, em sua coletiva, que a composição qualitativa da inflação segue evidenciando dinâmicas distintas entre bens e serviços. Enquanto a inflação de bens arrefeceu para 0,5% em novembro (ante 0,6%), a inflação de serviços acelerou para 3,5% (ante 3,4%). Segundo o ECB, essa dinâmica está possivelmente relacionada à evolução do custo unitário do trabalho, que cresceu a uma taxa ligeiramente superior à observada no segundo trimestre, pressionando de forma mais intensa o setor de serviços.

Para 2026, apesar da expectativa de um mercado de trabalho resiliente — com a taxa de desemprego permanecendo próxima das mínimas históricas —, a inflação tende a desacelerar à medida que os desequilíbrios no mercado de trabalho sejam gradualmente corrigidos. Ainda assim, o balanço de riscos permanece bilateral. De um lado, a apreciação cambial e um eventual redirecionamento das exportações chinesas para o mercado europeu podem exercer pressão desinflacionária. De outro, estímulos fiscais em um ambiente doméstico de baixa ociosidade podem atrasar a convergência da inflação à meta do ECB. Nesse contexto, avaliamos que não há espaço para novos cortes de juros pelo Banco Central Europeu em 2026, com a taxa atualmente em 2%, nível considerado neutro pela própria autoridade monetária.

Na Alemanha, os dados de produção industrial referentes a novembro (09 de janeiro) devem apresentar retração (consenso de -0,4% m/m vs. 1,8% anterior), após o resultado mais forte do que o esperado em outubro. Caso confirmado, o movimento resultaria em retração em 12 meses (consenso de -0,1% a/a vs. 0,8% anterior). Esperamos que o setor continue sinalizando fragilidade à frente, ao menos até que os aumentos de gastos fiscais comecem a produzir algum efeito de melhora ao longo de 2026.

No campo da política monetária, os membros do ECB voltam a se comunicar, com destaque para Villeroy (06 de janeiro, neutro) e Cipollone (06 de janeiro, neutro).

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Cenário macroeconômico

Ásia e Oceania

Crédito na China mais fraco no 4T

Na China, os dados de crédito referentes a dezembro devem ser divulgados entre os dias 08 e 15 de janeiro. As expectativas de mercado apontam para uma desaceleração acentuada do indicador agregado de crédito em relação a novembro, impulsionada principalmente pelo enfraquecimento do financiamento governamental, cujas emissões se concentraram majoritariamente no primeiro semestre do ano. Além disso, a emissão de títulos corporativos também deve ter arrefecido, refletindo a desaceleração do financiamento líquido. Esses resultados devem continuar sinalizando a fraqueza da economia observada na segunda metade de 2025, à medida que o governo demonstra confiança no atingimento da meta de crescimento no ano e preserva novos estímulos para 2026.

No Japão, os dados de ganhos salariais referentes a novembro (07 de janeiro) provavelmente devem apresentar desaceleração (consenso de 2,3% a/a vs. 2,5% anteriormente), afetados tanto por uma base de comparação mais elevada — em função do aumento inesperado em 2025 associado ao pagamento pontual de bônus discricionários — quanto por um menor número de dias úteis. Como resultado, após os ajustes pela inflação, o crescimento real dos salários deve recuar de -0,8% para -1,3% a/a. Ainda assim, o ritmo de crescimento salarial permanece sustentado por um mercado de trabalho apertado e por aumentos do salário mínimo. Nesse contexto, a avaliação do BoJ de que o crescimento robusto dos salários segue sustentando a inflação tende a ser mantida, uma vez que o mercado de trabalho segue apertado.

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Brasil

Piora da balança comercial em 2025 puxada por importações

Nesta quinta-feira (08 de janeiro), o IBGE divulgará a produção industrial referente ao mês de novembro. Esperamos uma queda interanual de 0,8% a/a, o que se traduz em um crescimento mensal de 0,2% m/m (a.s.). Nossa projeção reflete um crescimento de 0,3% m/m (a.s.) na indústria extrativa (+9,5% a/a) e estabilidade na indústria de transformação (-2,5% a/a). Entre os setores da indústria de transformação, esperamos desaceleração no crescimento interanual na produção de alimentos e bebidas, produtos têxteis, veículos e produtos diversos, enquanto o setor metalúrgico e a fabricação de produtos de metal devem apresentar aceleração no crescimento interanual.

A balança comercial (06 de janeiro) deverá totalizar US$7,4 bilhões em dezembro, acima dos resultados observados no mesmo mês de 2024 (US$4,6 bilhões) e em novembro (US$5,8 bilhões). O aumento do saldo no mês decorre de exportações mais fortes (+18,9% a/a por dia útil), puxadas por carnes e minério de ferro. As importações também deverão acelerar (+11,3% a/a por dia útil), e será importante monitorar a evolução do quantum importado, após a moderação observada em novembro. Com isso, o saldo comercial deverá totalizar US$65,2 bilhões em 2025, abaixo do resultado observado em 2024 (US$74,2 bilhões). A piora do resultado no ano foi puxada por importações mais elevadas (+7,9% a/a por dia útil), refletindo o crescimento econômico resiliente, que manteve o quantum importado em patamar elevado ao longo de boa parte do ano, e disseminado em todas as categorias (com exceção de combustíveis e lubrificantes). Já as exportações deverão registrar crescimento de 3,5% a/a (por dia útil), sustentadas por uma safra maior e pelo bom desempenho das vendas externas de produtos como carnes e minério de ferro.

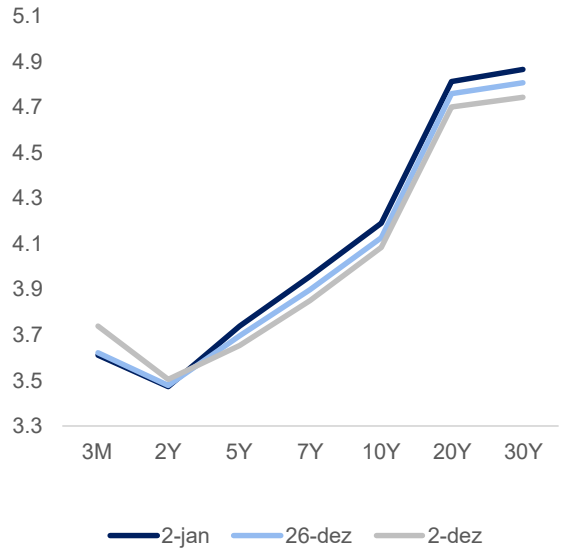
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

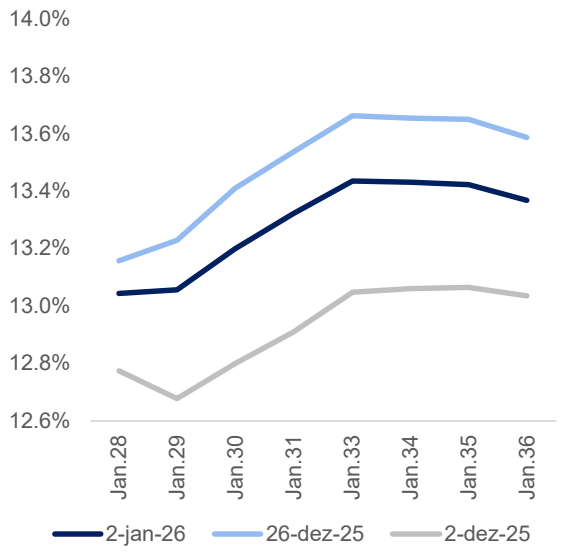
Taxas de Juros

Nos EUA, a curva de juros apresentou pouca alteração na última semana do ano, encurtada pelo feriado. Por sua vez, essa semana, a divulgação dos dados de atividade, em especial de mercado de trabalho, com o relatório JOLTS (07 de janeiro) e Payroll (09 de janeiro), podem ser triggers importantes. No Brasil, a curva DI apresentou fechamento, sobretudo nos vértices mais longos, apesar de não haver um motivo evidente para tal ajuste.

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	3.47%	4.19%	2.32%	2.26%	1.15%	1.93%
Alemanha	2.14%	2.90%	2.09%	1.74%	0.05%	1.16%
Reino Unido	3.74%	4.54%	2.95%	2.93%	0.78%	1.61%
Brasil	13.07%	13.61%	8.01%	7.32%	5.06%	6.29%
Diferencial de Juros						
Brasil vs EUA	9.59%	9.42%	5.68%	5.06%	3.91%	4.36%
EUA vs Alemanha	1.33%	1.29%	0.23%	0.52%	1.10%	0.77%
UK vs Alemanha	-1.60%	-1.64%	-0.86%	-1.19%	-0.73%	-0.45%
EUA vs UK	-0.26%	-0.35%	-0.63%	-0.67%	0.37%	0.32%

Juros DI	2-jan-26	26-dez-25	2-dez-25	30 dias (bps)	2026 (bps)	12M (bps)
Jan.27	13.70%	13.75%	13.58%	12	-120	-149
Jan.28	13.04%	13.16%	12.78%	27	-71	-266
Jan.29	13.06%	13.23%	12.68%	38	-11	-262
Jan.30	13.20%	13.41%	12.80%	40	-3	-235
Jan.31	13.32%	13.54%	12.91%	42	-9	-209
Jan.33	13.44%	13.66%	13.05%	39	-10	-182
Jan.34	13.43%	13.66%	13.06%	37	-23	-158
Jan.35	13.43%	13.65%	13.07%	36	-23	-145
Jan.36	13.37%	13.59%	13.04%	33	-28	-143

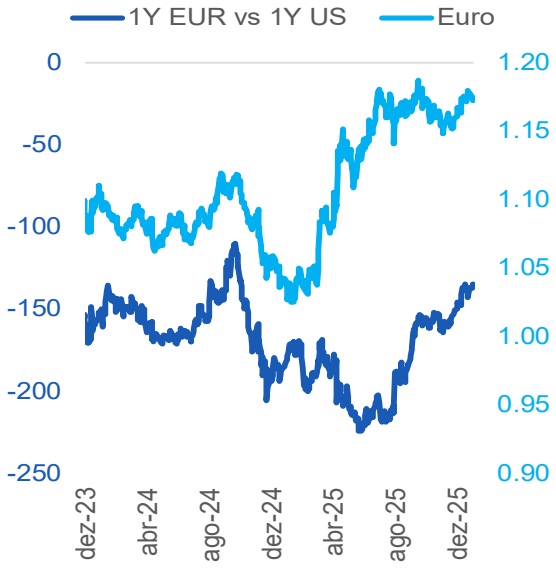
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

Taxas de Juros

Internacional

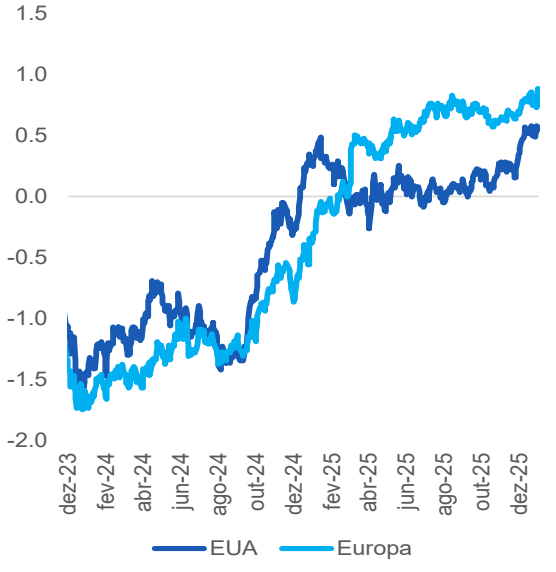
Euro vs Spread de juros 1Y (bps) UE vs EUA



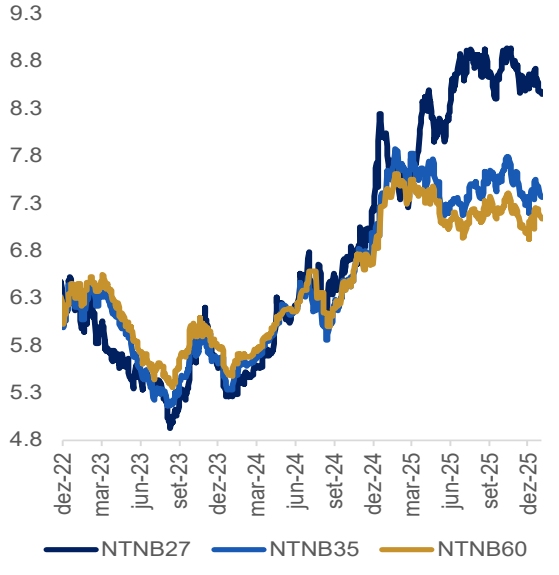
Doméstico

Inclinação da Curva de Juros

Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro

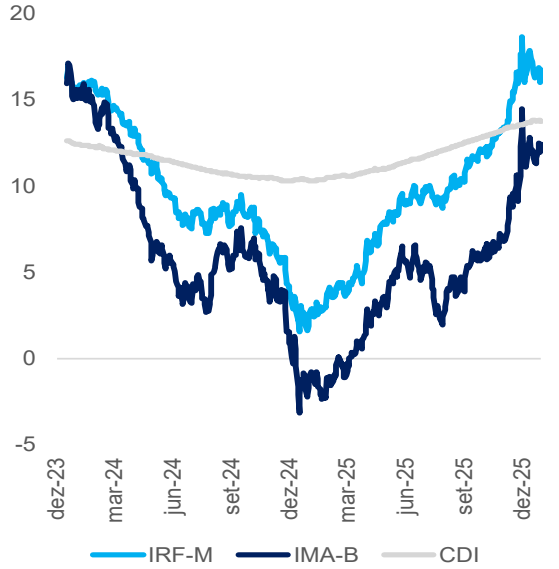


Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito

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



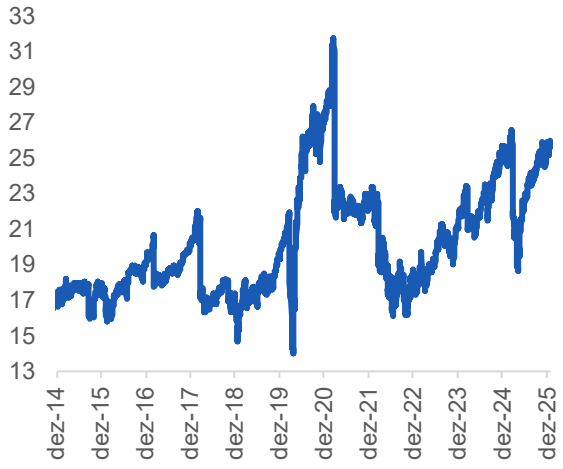
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

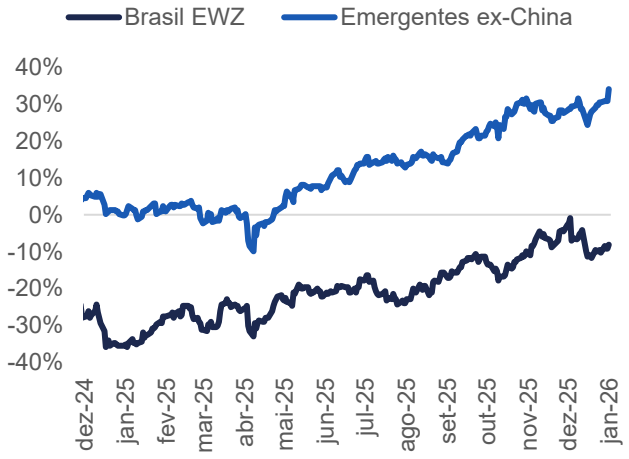
Renda Variável

O S&P 500 encerrou a última semana do ano em queda, apesar do período sazonal historicamente vantajoso para o índice. O Ibovespa também registrou queda, embora em magnitude menor, apesar do fechamento da curva DI e ganho de força do real frente ao dólar.

S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	2-jan-26	Semana	Janeiro	2026	12 meses
EUA	Dow Jones	48,382	-0.7%	0.7%	0.7%	14.1%
Emergentes	XCEM Equity	$ 39.24	3.0%	2.3%	2.3%	32.4%
EUA	S&P	6,858	-1.0%	0.2%	0.2%	16.9%
China	MCHI Equity	$ 62.24	1.6%	3.6%	3.6%	35.2%
Europa	EZU Equity	$ 65.01	1.1%	1.4%	1.4%	38.8%
Brasil	EWZ Equity	$ 32.20	1.5%	1.4%	1.4%	41.8%
EUA	Nasdaq	23,236	-1.5%	0.0%	0.0%	20.5%

Índices	Código	2-jan-26	Semana	Janeiro	2026	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3,779	0.1%	0.1%	0.1%	21.2%
Indústria	INDX	29,671	-0.9%	-0.7%	-0.7%	14.2%
Mat. Básicos	IMAT	6,182	-0.8%	0.2%	0.2%	12.7%
Ibovespa	IBOV	160,539	-0.2%	-0.4%	-0.4%	33.6%
Small Caps	SMLL	2,283	-0.5%	-1.0%	-1.0%	30.6%
Utilities	UTIL	16,842	-0.3%	-0.7%	-0.7%	64.1%
Consumo	ICON	3,085	-0.5%	-0.9%	-0.9%	27.9%
Finanças	IFNC	17,199	0.0%	-0.6%	-0.6%	45.7%

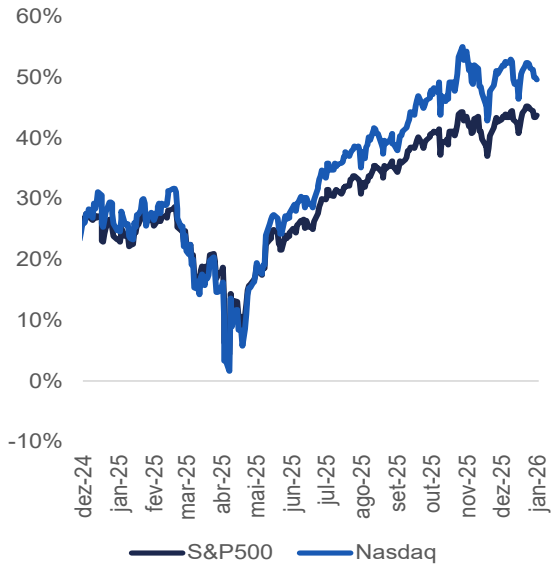
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

Renda Variável

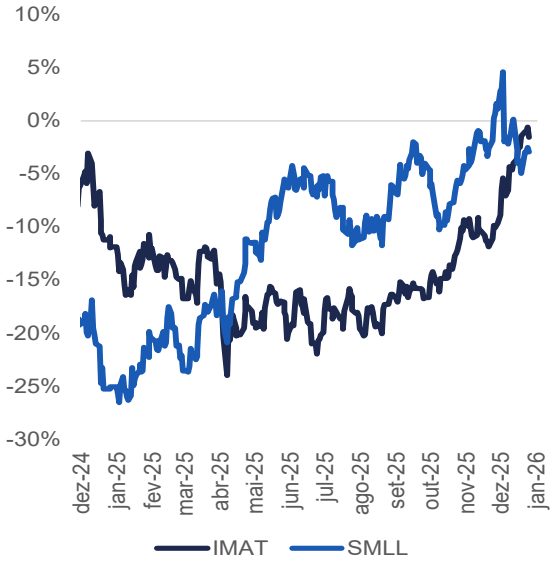
Internacional

S&P e Nasdaq



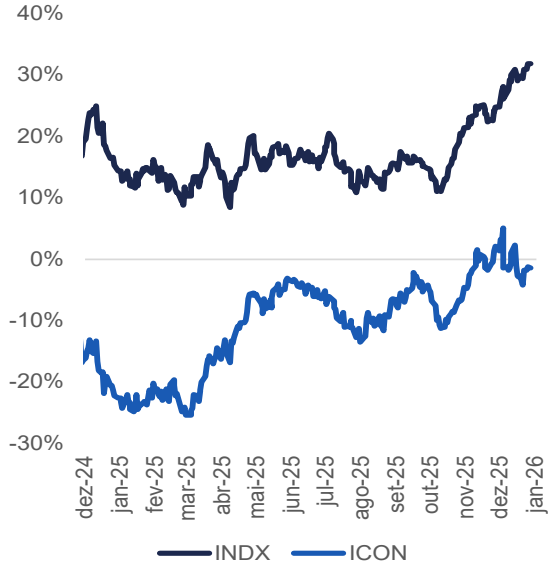
Doméstico

Materiais Básicos x Small Caps

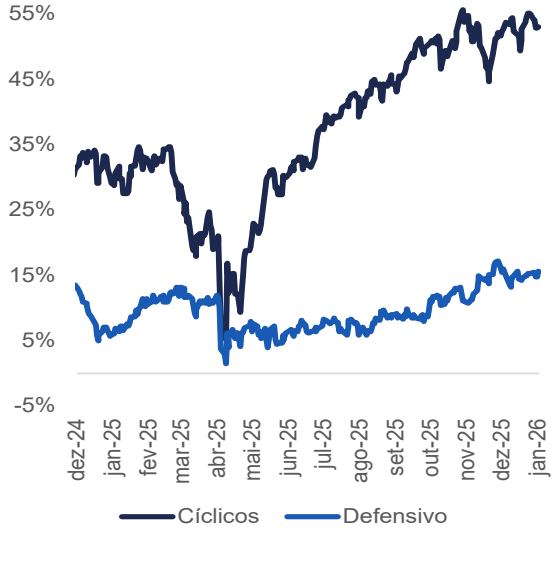


Shangai vs Euro stoxx

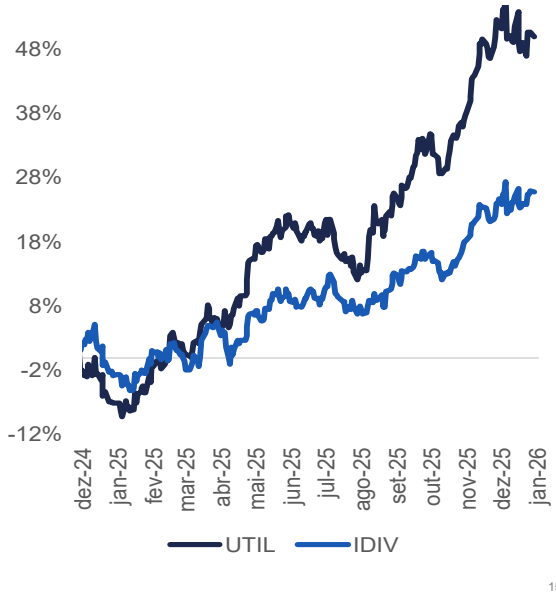
Indústria x Serviços



Cíclicos vs defensivos



Utilidade Pública x Dividendos



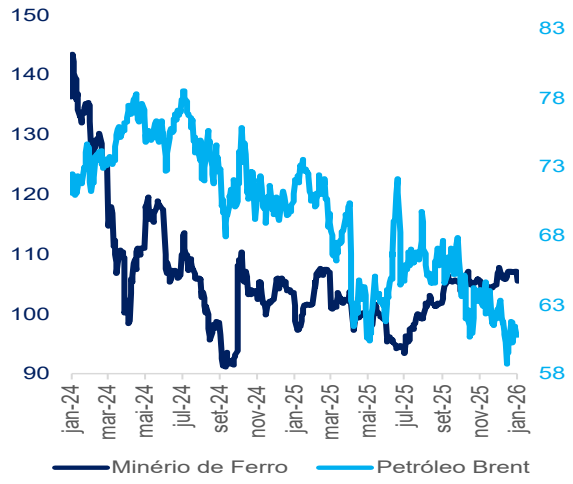
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

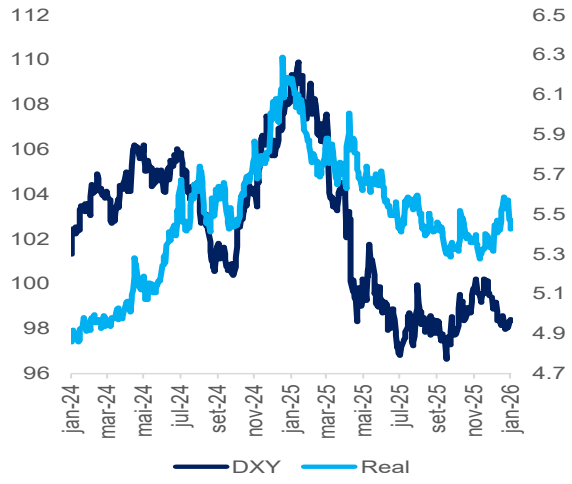
Commodities e moedas

No mercado de câmbio, o dólar apresentou ganho de força frente aos principais pares (DXY), mas desvalorização em relação ao real. No acumulado do ano, embora o dólar tenha apresentado perda de força mundialmente, ainda não foi suficiente para apagar a desvalorização do real em 2024. No campo das commodities, o ano marcado por maior cautela refletiu, sobretudo, na valorização do ouro.

Minério de Ferro Cingapura vs Petróleo Brent (US$)



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa	2-jan-26	Semana	Janeiro	2026	12 meses
CRB Index		539.89	-0.38%	1.1%	0.0%	0.7%
Café	Nova Iorque	$ 357.30	2.0%	2.5%	2.5%	28.5%
Gado	Chicago	$ 236.00	2.8%	1.9%	1.9%	24.1%
Minério de Ferro	Cingapura	$ 105.45	0.7%	0.1%	0.1%	12.0%
Soja (bu)	Chicago	$ 1,045.75	-2.5%	-0.2%	-0.2%	2.6%
Petróleo Brent	Londres	$ 60.80	0.9%	-0.1%	-0.1%	-15.7%
Ouro		$ 4,332.29	-4.43%	0.30%	0.30%	64.09%
Milho (bu)	Chicago	$ 437.50	-2.8%	-0.6%	-0.6%	-3.3%

Moedas	País	2-jan-26	Semana	Janeiro	2026	12 meses
DXY	EUA	98.43	0.4%	0.1%	0.2%	-9.7%
Real	Brasil	R$ 5.42	-2.1%	0.9%	-0.9%	-11.8%
Peso Mexicano	México	R$ 0.30	-2.2%	0.7%	-0.6%	1.2%
Libra Esterlina	Inglaterra	R$ 7.30	-2.4%	1.4%	-1.0%	-5.0%
Yuan	China	R$ 0.78	-1.5%	0.7%	-0.7%	-7.7%
Euro	Europa	R$ 6.36	-2.6%	1.6%	-1.2%	-0.3%
Rand Sul-African	África do Sul	R$ 0.33	-1.1%	0.9%	-0.3%	-0.5%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

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 pessoas 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 filiadas 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, consequentemente, 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*