



Carta Macro Mensal

Dezembro 2025



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 FOMC, manutenção dos juros em 4,5%. Reunião do Copom para decisão de juros.
Expectativa = + 50pbs.
20/05 2º Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (Brasil).
30/05 PIB do 1º Trimestre de 2025 (Brasil).

Junho

01/06 Eleição extraordinária do poder judiciário do México.
05/06 ECB encerra o ciclo de cortes de juros com taxa de 2,00% a.a.
18/06 Reunião do Copom para decisão de juros.
Expectativa = alta da Selic para 15,00% a.a.

Julho

15/07 – 31/07 **Recesso Parlamentar no Brasil.**
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 manutenção dos juros em 4,5%.**

Agosto

06/08 Início das tarifas de 50% sobre produtos brasileiros.
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.
17/09 FOMC. Expectativa = -25pbs.
23/09 4º Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (Brasil).

Outubro

26/10 Eleição legislativa da Argentina.
29/10 Decisão de juros FOMC. Expectativa = -25bps, Fed funds no intervalo entre 3,75% e 4,00%.

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 manutenção da Selic em 15%.**
10/12 **Decisão de juros FOMC. Expectativa = -25bps, Fed funds no intervalo entre 3,5% e 3,75%.**
10/12 Limite para aprovação do Orçamento 2026 (Brasil);
2ª quinzena **Recesso Parlamentar (Brasil).**
14/12 Segundo turno da eleição presidencial no Chile.
31/12 A Lei de Cortes de Impostos e Emprego de 2017 expira (prazo para acordo orçamentário) nos EUA.

Global: ventos favoráveis no curto prazo, mas necessário prudência no longo prazo

O plano de fundo nas economias avançadas permanece de resiliência da atividade econômica puxada pelo setor de serviços, que por sua vez limita o ritmo de queda da inflação, exigindo juros reais superiores à média histórica dos últimos 20 anos. Acreditamos que apesar do horizonte de um ano à frente ser de corte de juros nos EUA, a história de médio e longo prazo é da Fed Funds em 3%, o dobro do patamar visto de 2000 até o pré-COVID. Isso demanda maior rigor na alocação de capital.

No curto prazo, essa queda de juros é positiva para os ativos dos países emergentes. Além disso, as economias mais integradas às cadeias asiáticas permanecerão se beneficiando da realocação de comércio devido às tensões tarifárias entre EUA e China, enquanto outras ainda enfrentam restrições inflacionárias e pouco espaço para afrouxamento monetário. Contudo, no médio e longo prazo, as taxas terminais de juros das economias desenvolvidas reforçam a necessidade de prudência fiscal e monetária para preservar a atratividade de ativos locais e evitar desequilíbrios externos.

Estados Unidos: o que esperar do FED em 2026?

Com o fim da paralisação do governo americano, a divulgação dos dados atrasados foi retomada, permitindo uma leitura mais clara da economia. No mercado de trabalho — foco do FED — o relatório de emprego de setembro surpreendeu ao registrar a criação de 119 mil vagas, mais que o dobro da mediana das expectativas (51 mil). A taxa de desemprego subiu de 4,3% para 4,4%, ainda baixa em comparação à série histórica. No entanto, **os sinais mais recentes são de arrefecimento: o relatório ADP de novembro mostrou demissão líquida de 32 mil postos no setor privado, abaixo das expectativas e consistente com a desaceleração defendida por alguns membros do Fed.**

Do lado da atividade, a economia perde tração, especialmente na manufatura, enquanto os serviços seguem mais resilientes. As vendas no varejo cresceram apenas 0,2% em setembro, abaixo do esperado e do avanço de 0,6% registrado em agosto, indicando perda de fôlego do consumo após meses de robustez. No setor de manufaturas, as encomendas de bens duráveis subiram 0,5%, em linha com o esperado, enquanto seus núcleos avançaram 0,6% (ex-transportes) e 0,9% (ex-defesa/aeronaves), ambos acima do consenso. O ISM de manufaturas de novembro marcou 48,2 pontos, abaixo da linha d'água de 50 pontos, registrando o décimo mês em território de contração. Já o índice de serviços indicou expansão, atingindo 52,6 pontos.

No front inflacionário, o FOMC chegará à próxima reunião com poucos dados novos. Até o momento, apenas o PCE de setembro foi divulgado, reforçando um quadro de inflação bem-comportada e com impacto limitado das tarifas de importação. O índice cheio registrou inflação 2,8% na variação anual e o núcleo (excluindo energia e alimentos) ficou em 2,8%, ambos em linha com as expectativas e não tão distantes da meta de 2%. Assim, **a decisão sobre juros deverá ser tomada com base em informações defasadas - ainda assim, compatíveis com um ambiente favorável ao início dos cortes.**

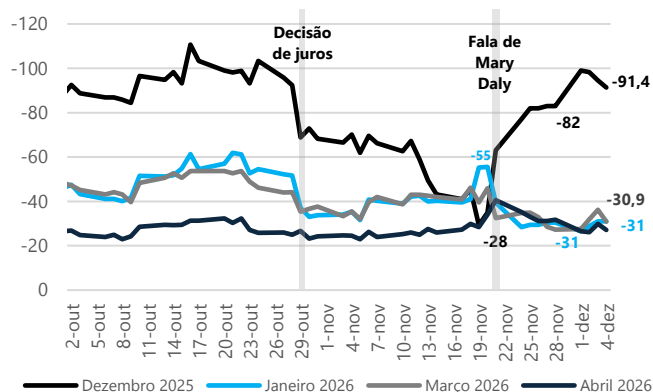
Diante desse conjunto de indicadores e das recentes comunicações do comitê, revisamos nosso cenário e passamos a projetar um corte de 25 pontos-base, após inicialmente esperarmos manutenção. Entre os 12 votantes, viamos cinco a favor de manter, quatro a favor de cortar e três indecisos — entre eles o próprio presidente

Jerome Powell. A sinalização pública de **Mary Daly, presidente do Fed de São Francisco e voz influente no comitê, apoiando um corte, foi interpretada pelo mercado como indicação indireta do voto de Powell**. Após sua fala, a probabilidade implícita de corte saltou de 32% para mais de 80%. Acreditamos que os dois indecisos restantes devem se alinhar à posição de Powell, formando maioria pelo corte.

Olhando para 2026, o presidente Donald Trump deverá indicar o sucessor de Jerome Powell no comando do Federal Reserve a partir de maio. O nome mais citado pelo mercado é Kevin Hassett, atual diretor do Conselho Econômico Nacional. A expectativa predominante é que o comitê adote um viés menos duro sob a nova liderança. **Entre os membros votantes de 2026 — excluindo o presidente — três são considerados mais inclinados ao afrouxamento, três tendem a manter postura restritiva e cinco são neutros. Esse balanço sugere um comitê mais dividido, mas com viés para redução de juros, dada a provável orientação do novo presidente do Fed.**

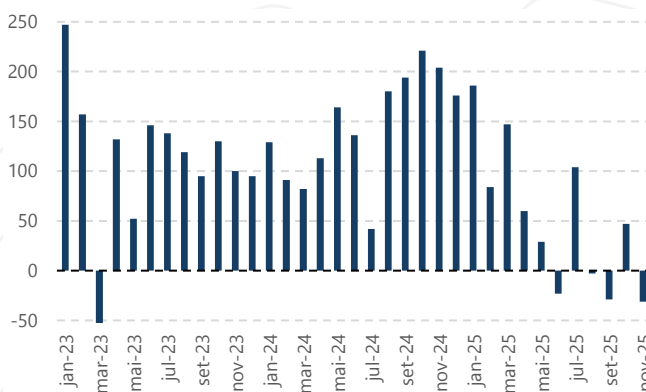
Para monitorar: posicionamento dos membros do FED após a decisão, indicação de Donald Trump para a presidência do FED e divulgação de dados atrasados (em especial inflação e mercado de trabalho).

Gráfico 1: Probabilidade de corte de 25pbs



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

Gráfico 2: Relatório ADP - Criação Líquida de Vagas Privadas (em mil postos de trabalho privados)



Zona do Euro: o bom momento continua.

A economia europeia permanece resiliente e sem sinais recentes de mudança. O CPI da Zona do Euro de novembro registrou deflação de -0,3% m/m e inflação de 2,2% a/a — bastante próxima da meta de 2% do Banco Central Europeu (BCE). No mercado de trabalho, a taxa de desemprego permaneceu em 6,4%, próxima da mínima histórica observada desde o início do ano.

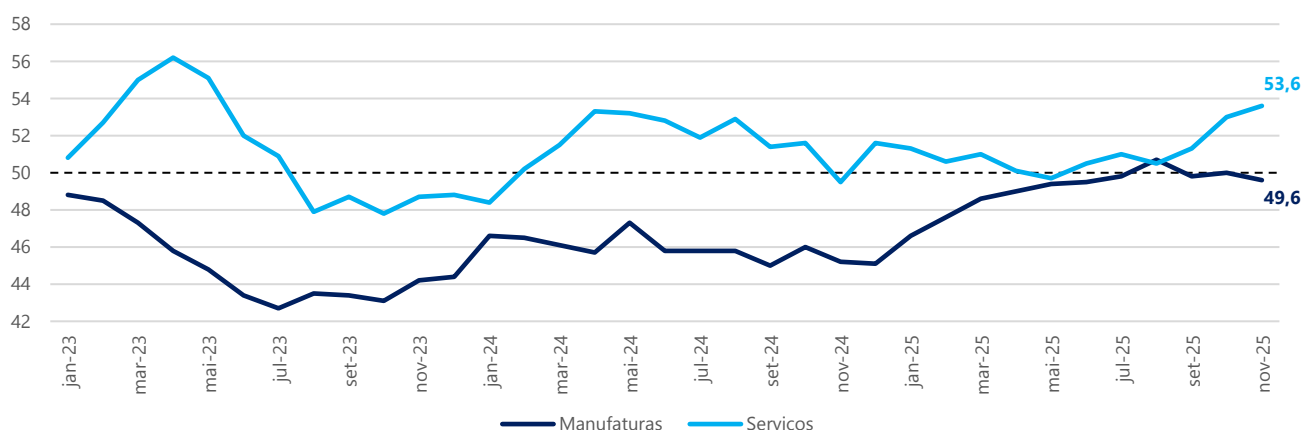
Em relação à atividade, o PMI de manufaturas da Zona do Euro recuou para 49,6 pontos, abaixo da linha d'água de 50 pontos, indicando contração no setor. Por outro lado, o índice de serviços avançou para 53,6 pontos, registrando o sexto mês consecutivo em território de expansão. Assim, o setor de serviços segue como o principal responsável pela resiliência da economia europeia.

A fala mais recente da presidente do BCE, Christine Lagarde, foi alinhada aos dados divulgados. Ela destacou que o escopo dos riscos para a inflação diminuiu, mas reconheceu a possibilidade de mudanças caso os Estados

Unidos restabeleçam tarifas ou ocorra algum rompimento relevante nas cadeias globais de suprimentos. **Lagarde avaliou ainda que a taxa de juros se encontra em um nível compatível com o balanço de riscos — o que reforça nossa expectativa de que o BCE só deve retomar o ciclo de cortes na primeira metade de 2026.**

Para monitorar: declarações da presidente do BCE, indicadores do setor de serviços e relações comerciais da Zona do Euro.

Gráfico 3: PMIs (em pontos)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

China: desafios às vésperas do 15º Plano Quinquenal

A economia chinesa mostra sinais de desaceleração, com excesso de capacidade produtiva, acúmulo de estoques e o setor imobiliário ainda frágil. O PMI de manufaturas de novembro aponta para um cenário de desaceleração do setor de manufaturas: o índice caiu para 49,9 pontos, ficando ligeiramente abaixo da linha d'água de 50 pontos, enquanto o de serviços avançou para 52 pontos, permanecendo em território de expansão. Em relação às exportações, em outubro foi registrada a primeira contração em oito meses, com queda de 1,1% em relação a outubro do ano passado, mostrando os efeitos das tarifas de importação dos Estados Unidos. **O aumento de 3,1% a/a nas exportações para o resto do mundo não foi capaz de compensar a queda de mais de 25% nas exportações para os Estados Unidos.**

Uma surpresa positiva foi a inflação de outubro, que registrou alta de 0,2% em relação a outubro do ano passado, após dois meses seguidos de deflação. Na política monetária, **o Banco Popular da China (BPoC) manteve as taxas de juros de 1 e 5 anos em 3% e 3,5%, respectivamente, pelo sexto mês consecutivo e reduziu a urgência de implementar estímulos monetários adicionais.**

Mesmo com alertas de desaceleração, **a economia chinesa deve alcançar a meta de crescimento de 5% em 2025**, após o PIB do terceiro trimestre registrar crescimento de 4,8%, às vésperas do 15º Plano Quinquenal (2026–2030).

Para monitorar: continuação da negociação comercial com os EUA, novo Plano Quinquenal e dados de exportação.

Gráfico 4: Nowcast do PIB

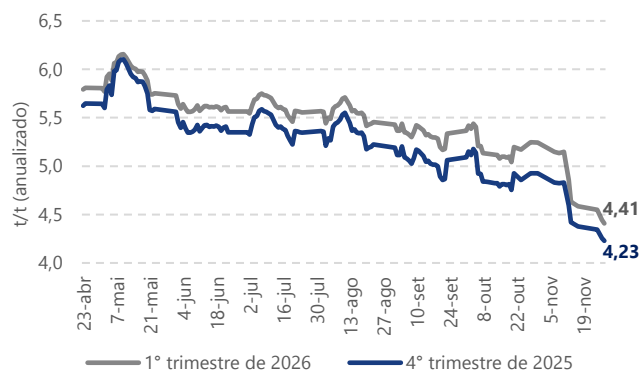
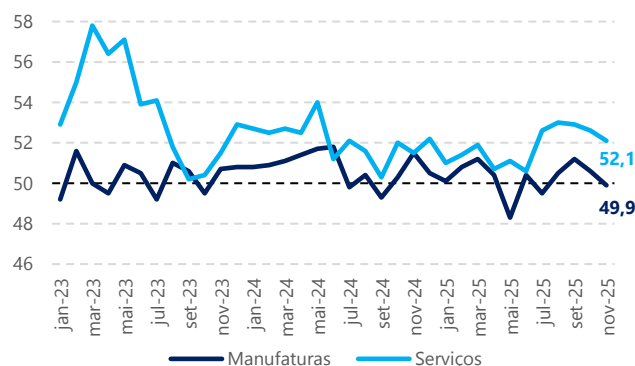


Gráfico 5: PMI RatingDog (em pontos)



Fontes: CEIC e Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

Brasil: autoridade monetária mantém tom duro

Na penúltima reunião do ano, em novembro, o Banco Central manteve a Selic em 15% a.a., por decisão unânime, reafirmando que a manutenção desse patamar por um período prolongado ainda é necessária para assegurar a convergência da inflação à meta. Embora, na nossa opinião, a comunicação tenha sido menos dura em relação ao balanço de riscos de atividade e inflação — inclusive com revisão para baixo da projeção de inflação no horizonte relevante (2T27) — o Comitê reforçou que não há espaço imediato para flexibilização monetária. Com isso, **adiamos nossa projeção de início dos cortes de dezembro para janeiro. Projetamos a Selic em 15% em 2025 e em 10,5% em 2026. Mantemos nossa avaliação de que o processo de desinflação vigente prevalecerá sobre a resiliência da economia, abrindo espaço para ajuste relevante dos juros.**

No campo inflacionário, **o IPCA-15 de novembro acumulou alta de 4,50% em 12 meses, uma desaceleração expressiva em relação ao pico de 5,53% registrado em abril.** O IGP-M acumulado em 12 meses até novembro, registrou deflação de -0,11%, refletindo queda de preços no atacado. As expectativas de inflação continuam cedendo, com as de longo prazo cada vez mais próximas da meta de 3%. Contudo, **pelo lado da atividade, os sinais permanecem mistos:** o mercado de trabalho segue aquecido, com a taxa de desemprego atingindo 5,4% em outubro — mínima histórica e bem abaixo da nossa estimativa de taxa natural (~8%) — ao mesmo tempo em que o PIB do 3º trimestre mostrou virtual estagnação, com crescimento de apenas 0,1% na comparação trimestral. O arrefecimento foi concentrado em serviços e no consumo das famílias, ambos também com avanço marginal de 0,1%.

Gráfico 6: Composição do Crescimento Trimestral

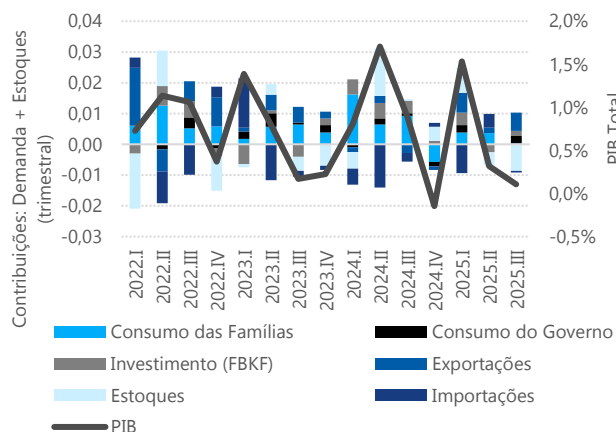
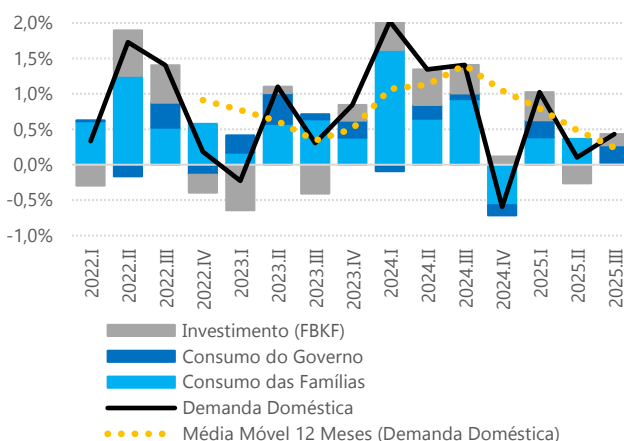


Gráfico 7: Demanda Doméstica (t/t-1)



Fonte: IBGE. Estimativa e Elaboração: Galapagos Capital.

No campo fiscal, **o leilão de reservas do pré-sal frustrou expectativas** ao vender apenas duas das três áreas ofertadas, arrecadando R\$ 8 bilhões frente aos R\$ 11 bilhões esperados. **O resultado aumenta a necessidade de contenção de gastos em dezembro para garantir o cumprimento do piso da meta primária de 2025.** Para 2026, **o Congresso aprovou a lei de diretrizes orçamentárias (LDO).** Entre os pontos negativos, **destacam-se: maior flexibilidade na meta primária das estatais, com possibilidade de desconto de até R\$ 10 bilhões para empresas com planos de reequilíbrio econômico-financeiro; calendário determinando o pagamento de 65% das emendas impositivas até julho; e manutenção da possibilidade de o governo usar o piso da meta para fins de contingenciamento.** Por outro lado, a LDO incorporou salvaguardas significativas, ao proibir a **ampliação ou prorrogação de gastos tributários, a criação de novas despesas obrigatórias (mesmo restritas a 2026) e a formação de fundos para financiar políticas públicas.**

Com o recesso legislativo se aproximando (segunda quinzena de dezembro), segue a corrida para aprovar o Orçamento de 2026. Mas, a pauta permanece carregada, com votações sensíveis — como o projeto de lei Antifacção e as medidas que elevam a tributação de apostas, criptomoedas e CSLL, além da redução de isenções tributárias — que devem continuar alimentando volatilidade política no curto prazo.

Para monitorar: pesquisa de opinião sobre a aprovação do governo, a comunicação do Banco Central na decisão de dezembro, os dados de atividade econômica e de inflação.

América Latina

CHILE: No primeiro turno das eleições presidenciais, Jeannette Jara, do Partido Comunista, e o ultraconservador José Antonio Kast, do Partido Republicano, avançaram para o 2º turno, marcado para 14 de dezembro. Jara obteve 26,85% dos votos, um desempenho abaixo do previsto pelas pesquisas, enquanto Kast alcançou 23,92%, acima das expectativas e disputando contra outros nomes da direita. Acreditamos que no 2º turno, com o apoio dos outros candidatos da direita, Kast será eleito. No âmbito econômico, o PIB do 3º trimestre cresceu 1,6% a/a, um ritmo mais moderado do que sugerido pelo indicador mensal IMACEC (1,8% a/a). O resultado mais fraco refletiu principalmente a contração de 6,5% na atividade de mineração, enquanto o setor não minerador

manteve bom desempenho, avançando 2,6% a/a. **Assim, mesmo com a atividade mais fraca, dado o tom mais cauteloso adotado na última decisão, que destacou a necessidade de mais informações antes de retomar os cortes de juros, esperamos que a taxa permaneça em 4,75% na reunião de 16 de dezembro.**

COLÔMBIA: No cenário político, as tensões entre Colômbia e EUA aumentaram após o presidente Gustavo Petro afirmar que ações dos EUA em território colombiano, justificadas como combate ao narcotráfico, seriam consideradas uma invasão. Do lado econômico, o PIB do 3º trimestre cresceu 1,2% q/q e 3,6% a/a, superando a projeção de 3,0% do Banco Central (Banrep). Na abertura, formação bruta de capital fixo avançou 4,8% a/a, enquanto o consumo acelerou para 5,7% a/a, sustentado tanto pelo consumo público (14,2% a/a) quanto pelo privado (4,2% a/a). Assim, a demanda interna cresceu 5,0% a/a. **Nesse contexto, com a inflação preocupante, como destacado na última decisão de política monetária, e a atividade mostrando resiliência, esperamos que o Banrep mantenha a taxa básica em 9,25% na reunião de 19 de dezembro.**

MÉXICO: A inflação da 1ª quinzena de novembro registrou 0,47% m/m e 3,61% a/a, ligeiramente acima do consenso. A inflação subjacente ficou em 4,32% a/a, em linha com as expectativas, mas a inflação de serviços alcançou 4,5% a/a, impulsionada por pressões no setor de educação (5,82% a/a) ligadas a mudanças no calendário escolar de 2025. A leitura final do PIB do 3º trimestre mostrou contração de -0,3% q/q e -0,2% a/a, com destaque negativo para as atividades secundárias (-1,5% q/q e -2,7% a/a). **Em nossa avaliação, apesar da leve surpresa altista na inflação, os sinais claros de desaceleração da atividade devem levar o Banxico a cortar a taxa de juros em 25 pbs na reunião de 18 de dezembro.**

Tabela 1: Indicadores Financeiros (novembro de 2025)

| Novembro 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 | 6.849,09 | 25.434,89 | 47.716,42 | 25.858,89 | 9.720,51 | 159.072,13 | 63.596,78 | 1.366,92 | 2.898,07 | 2.352,33 |
| % Perf. | 0,13% | -1,64% | 0,32% | -0,18% | 0,03% | 6,37% | 1,32% | -2,47% | 0,58% | 0,62% |

| CURRENCY | Dólar Australiano | Real Brasileiro | Libra Esterlina | Dólar Canadense | Euro | Iene Japonês | Franco Suíço |
|----------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------|--------------|--------------|
| Mês | 0,66 | 5,34 | 1,32 | 1,40 | 1,16 | 156,18 | 0,80 |
| % Perf. | 0,08% | -0,77% | 0,63% | -0,24% | 0,53% | 1,42% | -0,07% |

| 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 | 3,86 | 3,80 | 4,02 | 2,69 | 14,90 |
| % Perf. | 0,00% | -3,39% | -0,13% | -1,54% | 2,13% | 0,00% |

| COMMODITIES | BCOM | Ouro | Petróleo | Ferro |
|-------------|--------|---------|----------|--------|
| Mês | 110,41 | 4239,43 | 58,55 | 768,00 |
| % Perf. | 2,90% | 5,91% | -3,98% | -0,90% |

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