



REFERÊNCIA
GESTÃO E RISCO



DEZEMBRO DE 2025

1 - Conjuntura Internacional

a) Estados Unidos:

O mercado de trabalho norte-americano continuou a mostrar sinais de arrefecimento em dezembro, embora com nuances importantes no conjunto de indicadores. Segundo o relatório de emprego (Payroll) divulgado pelo Departamento de Trabalho dos EUA, o país adicionou cerca de 50 mil vagas fora do setor agrícola, número inferior às expectativas do mercado e sinalizando um ritmo de criação de empregos moderado para os padrões recentes. A taxa de desemprego recuou ligeiramente para 4,4% em dezembro, contra 4,6% em novembro, refletindo tanto efeitos sazonais quanto ajustes metodológicos no processamento dos dados, mas permanecendo elevada em termos históricos recentes. No detalhamento setorial, os maiores ganhos de vagas foram observados em saúde e assistência social, bem como em serviços de alimentação e lazer, enquanto setores como varejo, transporte, construção e manufatura contribuíram com quedas ou ganhos muito modestos. Em termos de remuneração, os salários médios por hora aumentaram cerca de 0,33% no mês, acumulando um ganho anual próximo de 3,76%, indicando que, embora o mercado esteja mais fraco, a inflação salarial ainda persiste de forma relevante. A conjuntura dos dados de emprego tem tido impacto direto sobre as decisões de política monetária do Federal Reserve (FED). Ao longo de 2025, o FED realizou três cortes consecutivos na taxa básica de juros, reduzindo o intervalo do indicador para 3,50%–3,75%, com o comunicado de dezembro destacando que a moderação no emprego e o enfraquecimento dos indicadores de mercado de trabalho foram fatores determinantes para ajustar o balanço de riscos e justificar o afrouxamento. Em síntese, o relatório de dezembro reforça um panorama de crescimento modesto de vagas e inflação salarial ainda presente, combinando sinais de enfraquecimento do mercado de trabalho com resiliência setorial. Esse contexto tem levado o FED a manter uma política monetária acomodatória no curto prazo, embora os dados sugiram que cortes adicionais sejam mais cautelosamente escalonados em 2026, dependendo da evolução do mercado de trabalho e das pressões inflacionárias nos próximos meses.

b) Zona do Euro e China:

Em dezembro de 2025, a inflação na Zona do Euro apresentou desaceleração em relação a novembro, retornando ao patamar compatível com a meta do Banco Central Europeu (BCE). De acordo com estimativas preliminares da Eurostat, o índice anual de preços ao consumidor ficou em torno de 2,0%, ante 2,1% no mês anterior, sinalizando alívio das pressões inflacionárias no encerramento do ano. A moderação da inflação foi impulsionada principalmente pelo comportamento dos preços de energia, que permaneceram em terreno negativo e ampliaram a deflação anual em dezembro. Os preços de serviços, embora continuem sendo o componente mais pressionado, mantiveram-se elevados, em torno de 3,4% ao ano, mas com leve desaceleração frente a novembro. Já os preços de bens industriais não energéticos e de alimentos, álcool e tabaco seguiram apresentando variações modestas, sem mudanças relevantes no curto prazo. Nesse contexto, a inflação subjacente — que exclui itens mais voláteis e é acompanhada de perto pelo BCE — permaneceu acima de 2%, refletindo a persistência de pressões internas, sobretudo no setor de serviços. Apesar da tendência recente de moderação, essa componente ainda indica que o processo de desinflação não está completamente consolidado.



No campo da atividade econômica, os dados mais recentes apontam para um crescimento moderado na região, com recuperação gradual do setor de serviços, enquanto a indústria segue enfrentando dificuldades. Essa combinação de inflação próxima da meta e atividade ainda frágil reforça a postura cautelosa do BCE, tornando provável a manutenção das taxas de juros nos níveis atuais, à espera de sinais mais claros sobre a convergência sustentável da inflação e a consolidação da recuperação econômica.

Na China, os PMIs oficiais de dezembro indicaram uma melhora em relação ao cenário mais frágil observado em novembro, com sinais de estabilização da atividade econômica no encerramento do ano. O PMI oficial da indústria avançou para 50,1 pontos, ante 49,2 no mês anterior, retornando à zona de expansão após um período prolongado de contração. Esse movimento sugere recuperação gradual da atividade fabril, apoiada por aumento da produção, melhora nos novos pedidos e maior dinamismo da demanda doméstica. O PMI oficial de serviços e construção também apresentou avanço relevante, subindo para cerca de 50,2 pontos em dezembro, frente a 49,5 em novembro. Com isso, o segmento não manufatureiro voltou à zona de expansão, após ter registrado contração no mês anterior, indicando retomada moderada da atividade em serviços e construção, favorecida por estímulos pontuais e melhora das expectativas empresariais. No agregado, o PMI composto oficial passou a indicar expansão da atividade econômica, reforçando a percepção de que a economia chinesa encerrou 2025 com sinais iniciais de estabilização. Ainda assim, o cenário segue desafiador. A recuperação da indústria permanece condicionada ao fortalecimento da demanda interna, enquanto a demanda externa continua fraca. No setor de serviços, embora haja melhora recente, o consumo segue sensível ao ambiente econômico. Diante desse quadro, persistem limitações para a adoção de estímulos amplos, o que torna mais provável a continuidade de medidas pontuais e direcionadas por parte das autoridades, com o objetivo de sustentar a atividade sem agravar desequilíbrios estruturais.

2 - Cenário Doméstico

c) PIB e Crescimento Econômico:

Em outubro de 2025, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), divulgado em dezembro pelo próprio BACEN, apresentou um recuo de atividade após os níveis observados nos meses anteriores, refletindo um arrefecimento mais abrangente da economia brasileira. O IBC-Br — indicador mensal amplamente utilizado como prévia do Produto Interno Bruto (PIB), embora com metodologia distinta — mostrou queda de aproximadamente 0,2% em outubro em relação a setembro, em dados dessazonalizados, indicando que a economia iniciou o quarto trimestre de 2025 em terreno negativo. A análise setorial revela que o desempenho fraco foi influenciado pelo recuo da indústria e dos serviços, enquanto a agropecuária mostrou expansão mais vigorosa. Dados dessazonalizados apontam expansão de cerca de 3,1% na agropecuária, ao passo que indústria e serviços registraram contrações, o que reduz o dinamismo agregado do índice. Na comparação interanual, o índice manteve sinais de crescimento mais moderado, com avanço em torno de 0,4% sobre outubro de 2024 na série sem ajuste sazonal, sugerindo que, apesar do resultado mensal negativo, a atividade econômica ainda registrou expansão em 12 meses. Ao considerar o desempenho trimestral, a análise do IBC-Br para o período mais recente mostra uma moderação do crescimento em relação ao trimestre imediatamente anterior. Essa desaceleração trimestral reforça a percepção de perda de ritmo da economia no final de 2025, que já vinha sendo sinalizada por indicadores antecedente e pela própria recuperação observada ao longo dos meses anteriores. Em termos de perspectivas macroeconômicas, as projeções coletadas no Boletim Focus mais recente divulgadas no início de janeiro de 2026 mostram que o mercado financeiro segue estimando crescimento do PIB brasileiro para 2025 em torno de 2,2%, cifra próxima ao consenso de fechamento do ano, mantendo-se abaixo dos níveis de recuperação mais robusta observados em 2023 e 2024.



REFERÊNCIA
GESTÃO E RISCO



Para 2026, as expectativas dos agentes também apontam para um crescimento moderado, com projeções situadas em aproximadamente 1,8% a 1,80% na mediana das estimativas, refletindo um cenário de atividade econômica mais contido para o próximo ano. Esse conjunto de dados sinaliza que a economia brasileira segue em um processo de crescimento moderado no curto prazo, com desaceleração gradual, em linha com o atual ciclo de política monetária restritiva e com as expectativas de inflação e atividade delineadas tanto pelo Banco Central como pelo mercado.

d) Inflação:

No último mês de 2025 o IPCA registrou variação de +0,33%, acima dos 0,18% observados em novembro, mas ainda em patamar moderado para a série histórica de dezembro. Com isso, o índice acumulado para 2025 fechou em 4,26%, inferior ao resultado de 2024 e abaixo do teto da meta oficial de inflação (4,5%) — consistindo no menor acumulado para o ano desde 2018. Assim como em novembro, a alta de dezembro foi novamente influenciada por pressões em grupos como Habitação e Transportes, ainda que com menores impactos relativos ao comportamento observado nos meses anteriores. Este padrão sugere que componentes específicos continuam a exercer alguma pressão sobre o índice mensal, mesmo diante de um quadro geral de decompressão dos preços. Em contraste, a inflação subjacente — que exclui itens mais sensíveis a variações sazonais e administrativas — segue moderada, indicando que grande parte da dinâmica de preços continua de ordem doméstica e relativamente contida. Em síntese, o resultado de dezembro reforça que o quadro inflacionário de médio e longo prazo permanece benigno, com a inflação encerrando 2025 dentro da banda de tolerância e sem sinais claros de reversão estrutural da trajetória descendente observada ao longo do ano. Apesar do ambiente favorável, o comportamento do IPCA segue exigindo cautela em termos de política monetária, o que dialoga com a tendência de manutenção da Selic em patamar elevado ao longo do ano. Quanto às previsões mais recentes da Pesquisa Focus, o mercado projeta uma inflação de aproximadamente 4,06% em 2026, levemente superior às leituras anteriores, e de 3,80% em 2027, mantendo expectativa de acomodação gradativa da inflação ao longo corrente biênio.

e) Taxa Selic:

Para a próxima reunião do COPOM, prevista para 27 e 28 de janeiro de 2026, a expectativa majoritária do mercado é de manutenção da taxa Selic em 15% ao ano, em linha com a estratégia adotada no encerramento de 2025. A avaliação reflete a postura cautelosa do Banco Central, que tem enfatizado a necessidade de preservar um grau elevado de restrição monetária diante da persistência das pressões inflacionárias e da lenta convergência das expectativas para a meta. De acordo com a Pesquisa Focus mais recente, não houve alteração relevante nas projeções de curto prazo para a Selic, reforçando a percepção de que o Comitê deve aguardar sinais mais consistentes de desaceleração dos núcleos de inflação antes de iniciar um novo ciclo de queda. Para o fim de 2026, o mercado segue projetando redução gradual da taxa básica para cerca de 12,25%, o que sugere que os cortes, quando iniciados, devem ocorrer de forma cautelosa e condicionada. O cenário segue influenciado por um ambiente externo ainda desafiador, marcado por resiliência inflacionária nas economias avançadas e episódios de volatilidade nos mercados financeiros internacionais. No plano doméstico, a política fiscal continua sendo um elemento central no balanço de riscos, com impacto direto sobre a ancoragem das expectativas de inflação. Nesse contexto, a tendência é que o COPOM reforce, na reunião de janeiro, a estratégia de juros elevados por um período prolongado, priorizando a convergência da inflação à meta e a preservação da credibilidade da política monetária, mesmo que isso implique postergar o início do ciclo de cortes ao longo de 2026.



REFERÊNCIA
GESTÃO E RISCO



f) Balança Comercial:

A balança comercial brasileira registrou um superávit de US\$ 9,63 bilhões em dezembro de 2025, valor significativamente superior ao observado em novembro e o maior registrado para o mês desde o início da série histórica em 1989. Esse resultado superou de forma expressiva as expectativas de mercado e refletiu tanto o forte desempenho das exportações quanto o controle relativo no ritmo de crescimento das importações em dezembro. No mês, as exportações somaram cerca de US\$ 31,04 bilhões, com alta de aproximadamente 24,7% na comparação anual, enquanto as importações totalizaram cerca de US\$ 21,40 bilhões, crescimento de cerca de 5,7% em relação a dezembro de 2024. Como consequência, a corrente de comércio alcançou cerca de US\$ 52,44 bilhões, também patamar recorde para o mês. No acumulado de janeiro a dezembro de 2025, o superávit comercial brasileiro somou aproximadamente US\$ 68,29 bilhões, recuo de cerca de 7,9% frente a 2024, em grande parte devido ao crescimento mais acelerado das importações em relação às exportações ao longo do ano. As exportações acumuladas do ano atingiram cerca de US\$ 348,68 bilhões, com expansão de 3,5%, e as importações somaram cerca de US\$ 280,38 bilhões, avançando cerca de 6,7% em comparação ao ano anterior. Setorialmente, em dezembro, a agropecuária apresentou forte desempenho (+43,5%), impulsionada por produtos como soja e milho, enquanto a indústria extrativa cresceu 53,0% e a indústria de transformação avançou cerca de 11,0%. No lado das importações, os bens de transformação continuaram a puxar o crescimento, embora em ritmo mais moderado. Apesar da redução acumulada no saldo anual em comparação a 2024, o desempenho de dezembro reforça a relevância da balança comercial como componente estrutural das contas externas brasileiras, sustentando a entrada de divisas e mitigando pressões sobre o câmbio. A tendência indica que, enquanto as exportações permanecem resilientes frente a desafios externos, o crescimento das importações acompanha a recuperação da demanda interna e os investimentos, com impacto no resultado agregado.

g) Fluxo Cambial:

Em dezembro, o fluxo cambial do Brasil permaneceu em déficit, embora em magnitude menor em comparação com novembro: o saldo total foi de aproximadamente US\$ -5,427 bilhões, após o déficit de US\$ -7,115 bilhões apurado em novembro. No detalhamento dos canais, o segmento financeiro registrou uma saída líquida de cerca de US\$ 5,863 bilhões, enquanto a conta comercial apresentou entrada líquida positiva de cerca de US\$ 436 milhões, refletindo novamente o peso dos fluxos financeiros frente à relativa estabilidade do desempenho comercial. Esse resultado contrasta com o perfil observado em outubro, quando o canal comercial havia sido decisivo para o superávit total e o canal financeiro mostrava menor pressão. Em dezembro, ainda que o comércio exterior continue gerando entradas líquidas, as saídas significativas de capital financeiro continuam a exercer pressão cambial expressiva. A disparidade entre os canais sinaliza que, apesar de a balança comercial manter saldos positivos, os fluxos financeiros — especialmente saídas de portfólio e pagamentos de renda de investimentos — têm dominado o resultado agregado. Importante registrar que em dezembro o investimento estrangeiro direto (IED) manteve entradas líquidas, sugerindo interesse contínuo em ativos reais no país. Contudo, essas entradas foram insuficientes para compensar as remessas líquidas de lucros e dividendos ao exterior e amortizações de dívidas, que pesaram de forma mais elevada no fluxo financeiro total. Em termos de tendência acumulada, o Banco Central reporta que, até 31 de dezembro de 2025, o fluxo cambial total do ano permaneceu negativo em cerca de US\$ 24,856 bilhões, resultado da soma das saídas líquidas no canal financeiro e dos saldos positivos do canal comercial. Em resumo, dezembro confirma a continuidade do déficit cambial verificado no mês anterior, refletindo a fragilidade persistente dos fluxos financeiros internacionais e sua influência sobre o comportamento do câmbio, em contraste com a resiliência relativa do comércio exterior, ainda que este não seja suficiente para reverter o saldo agregado.



REFERÊNCIA
GESTÃO E RISCO



h) Renda Variável:

O Ibovespa encerrou dezembro de 2025 perfazendo alta moderada, com valorização de cerca de 1,3% no mês, superando novamente os 160 mil pontos apesar de liquidez reduzida e maior incerteza em relação ao cenário externo e político doméstico. No acumulado do ano, o principal índice brasileiro consolidou um forte desempenho de cerca de 34% em 2025, bem acima da valorização observada em 2024, confirmando o melhor resultado anual desde 2016 e refletindo renovadas máximas históricas e forte entrada de fluxo comprador. O desempenho de dezembro refletiu um contexto de baixa liquidez típico de fim de ano, realização de lucros após sucessivos recordes ao longo de 2025 e atenção redobrada dos investidores às expectativas de juros nos Estados Unidos e à conjuntura política no Brasil. Houve movimentos mistos entre setores exportadores — beneficiados por um real mais competitivo — e segmentos mais sensíveis a juros e riscos domésticos. Entre as ações com maiores altas no mês, destacaram-se BRAV3 (+5,0%), PCAR3 (+2,5%), CVCB3 (+1,9%), AZZA3 (+1,5%) e HAPV3 (+1,4%), refletindo ganhos em segmentos de energia renovável, varejo e turismo. Por outro lado, as quedas mais expressivas incluíram COGN3 (-3,1%), SANB11 (-2,7%), CSNA3 (-2,5%), BRAP4 (-2,4%) e CYRE3 (-2,1%), com pressão em educação, bancos e siderurgia. Esse padrão reforça que, mesmo com o avanço consistente do Ibovespa no ano, a dispersão setorial permaneceu significativa em dezembro, com ações ligadas ao consumo de bens e serviços não essenciais e setores de menor liquidez oscilando mais fortemente. No que tange aos riscos, a sensibilidade a variáveis como juros globais, fluxos internacionais e incerteza eleitoral segue adicionando volatilidade, particularmente para papéis mais dependentes de financiamento e de característica cíclica, sendo esta uma tendência para o começo de 2026.

i) Renda Fixa:

Em dezembro, o mercado de renda fixa manteve desempenho positivo no agregado dos indicadores IMA, ainda que com maior heterogeneidade entre os subíndices, refletindo ajustes pontuais ao longo da curva de juros e alguma recomposição de prêmios nos vértices mais longos. O IMA-Geral avançou cerca de 0,79% no mês, encerrando 2025 com alta acumulada próxima de 14,8%, sustentada pelo bom desempenho dos títulos pós-fixados e prefixados de menor duration ao longo do ano. Os títulos prefixados apresentaram comportamento misto. O IRF-M1 registrou valorização de aproximadamente 1,16%, beneficiado pela estabilidade da parte curta da curva de juros e pela remuneração ainda atrativa em termos reais. Em contrapartida, o IRF-M1+ recuou levemente (-0,06%), refletindo maior sensibilidade aos ajustes nos prazos mais longos e à reprecificação marginal das expectativas para o início do ciclo de flexibilização monetária. Ainda assim, o índice encerrou o ano com ganho expressivo, superior a 20%, mantendo o protagonismo no acumulado de 2025. Por sua vez, o IMA-S avançou cerca de 1,23% em dezembro, acompanhando a remuneração elevada das LFTs em um ambiente de Selic ainda restritiva, o que contribuiu para o bom desempenho dos pós-fixados no fechamento do ano. Já entre os títulos indexados ao IPCA, o comportamento foi mais contido. O IMA-B5 subiu aproximadamente 0,95%, enquanto o IMA-B5+ recuou cerca de -0,19%, evidenciando maior cautela dos investidores em relação às variações de longo prazo. Como resultado, o IMA-B apresentou ganho modesto de 0,31% no mês, encerrando o ano com valorização próxima de 13,2%. No que tange ao atendimento das metas atuariais, normalmente definidas como o IPCA acumulado no ano acrescido de um spread real de 6%, o desempenho dos indicadores IMA foi favorável. Considerando uma inflação próxima de 4,3% em 2025, a meta atuarial situou-se ao redor de 10,5%, patamar superado pelo IMA-Geral, pelo IMA-B, pelo IMA-S e, com maior folga, pelos subíndices de prefixados, em especial o IRF-M1+. Esse resultado reforça a eficácia das estratégias de alocação em renda fixa ao longo do ano, sobretudo aquelas que combinaram exposição a títulos pós-fixados e prefixados de maior duration, permitindo não apenas a preservação do poder de compra dos ativos previdenciários, mas também a geração de ganho real consistente, contribuindo para a melhoria do equilíbrio atuarial dos planos.



REFERÊNCIA

GESTÃO E RISCO



Nome	Retorno		Nome	Retorno	
	Dezembro 2025	no ano		Dezembro 2025	no ano
Prefixados			Formado por TP indexado ao IPCA		
IRF-M	0,30%	18,22%	IMA-B	0,31%	13,17%
IRF-M 1	1,16%	14,76%	IMA-B 5	0,95%	11,65%
IRF-M 1+	-0,06%	20,07%	IMA-B 5+	-0,19%	14,20%
Formado por Títulos da Dívida Pública			DI		
IMA Geral	0,79%	14,83%	CDI	1,22%	14,31%
Duração Constante					
IDkA IPCA 2 Anos	1,15%	12,03%			
Nome	Retorno		Nome	Retorno	
	Dezembro 2025	no ano		Dezembro 2025	no ano
Doméstico			Exterior		
Ibovespa	1,29%	33,95%	S&P 500	3,11%	3,42%
IBX	1,19%	33,45%	MSCI World	3,91%	6,17%
IBX-50	1,44%	32,11%			

Referência Gestão e Risco