

Cenário Macro

Setembro 2025

- Nos EUA, a declaração do Presidente do Fed Powell durante o simpósio de Jackson Hole de que "com a política monetária em território restritivo, o cenário-base e a mudança no balanço de riscos podem justificar um ajuste na posição da política monetária" abriu a possibilidade para um corte de juros na próxima reunião do FOMC. Os mercados passaram a atribuir maior probabilidade a reduções de juro no curto prazo, com um corte em setembro sendo altamente provável. Com relação à inflação, os dados de julho de CPI e PCE mostraram alguma desaceleração, mas a inflação segue acima da meta e as tarifas ainda devem pressionar a inflação à frente. No mercado de trabalho, o payroll de julho voltou a trazer surpresas negativas relevantes, com uma desaceleração de 79 mil para 22 mil vagas, enquanto mercados esperavam 75 mil, e revisões baixistas tanto no setor privado quanto do governo. O saldo da revisão de dois meses foi negativo, em -21 mil. Somado a uma nova elevação na taxa de desemprego para 4.3%, os dados sugerem desaceleração adicional no mercado de trabalho, sancionando cortes de juros na próxima reunião. Os mercados passaram a precificar um cenário-base de 3 cortes consecutivos de 25bps em 2025. Mais sinais de arrefecimento são esperados nos próximos meses, à medida que tarifas mais elevadas pressionem a atividade e elevem a inflação, porém o cenário permanece altamente incerto.
- Com relação à China, os dados de julho sinalizaram alguma desaceleração na economia. Com exceção das exportações, todos os principais indicadores ficaram abaixo das expectativas. O setor imobiliário continua em ajuste e deve permanecer assim no segundo semestre, pesando sobre o setor de construção e a confiança do consumidor. A balança comercial mostrou resiliência em julho, em meio às tensões comerciais: as exportações surpreenderam positivamente, e queda das exportações para os EUA foram mais do que compensadas pelo aumento em envios para ASEAN, América Latina, África e União Europeia. O baixo dinamismo da demanda doméstica e os limitados estímulos do governo devem fazer com que a atividade desacelere gradualmente nos próximos meses.
- No Brasil, a atividade econômica exibe sinais de desaceleração. Em junho, o resultado da produção industrial ficou ligeiramente abaixo das expectativas, com um aumento de 0,1% MoM. Além disso, as vendas no varejo registraram uma queda significativa (-2,5% MoM), mostrando fraqueza na demanda interna. Os serviços, por outro lado, exibiram crescimento sólido (0,3% MoM). Resumindo esse cenário, o IBC-Br apresentou uma queda de 0,1% MoM em junho. O mercado de trabalho formal continua apresentando criação líquida de empregos, mas os dados de julho reforçam a tendência de desaceleração. A divulgação do PIB do segundo trimestre mostrou uma queda expressiva na taxa de crescimento da economia. O resultado foi puxado tanto por atividades menos sensíveis ao ciclo econômico, como a mineração, quanto pela resiliência do setor de serviços. Por outro lado, setores mais dependentes de crédito, como a indústria de transformação e a construção civil, foram os destaques negativos. A queda de 0,2% da absorção doméstica após crescimento de 1,2% no primeiro trimestre, deixa poucas dúvidas de que a demanda está perdendo dinamismo.
- Em relação à política monetária, o Banco Central do Brasil (BCB) manteve a taxa Selic em 15,00% ao ano em sua reunião de julho, como esperado, apontando a necessidade de cautela na condução da política monetária. O comitê se esforçou para sugerir que os recentes desenvolvimentos na atividade e na inflação não alteram sua visão de que o trabalho da política monetária está longe de estar concluído e que ainda é necessário ter cautela extra daqui para frente. No entanto, a melhora nas expectativas de inflação e a valorização do real podem levar o Banco Central a antecipar o ciclo de cortes. Esperamos agora um corte de 0,5 ponto percentual em dezembro, um cenário em linha com a desaceleração da atividade econômica e com os resultados do IPCA melhores do que o esperado. O início do ciclo de cortes do Fed também deve contribuir para a valorização do real.
- O IPCA-15 de agosto caiu 0,14% MoM, porém ainda acima das expectativas do mercado de -0,20% MoM. A variação em 12 meses desacelerou de 5,30% em julho para 4,95% em agosto. Esse resultado foi marcado pelo pagamento do bônus da Itaipu e pela ativação do sinal vermelho 2 nas tarifas de energia, com o subitem caindo 4,93% MoM. Com relação à decomposição, o núcleo de serviços avançou 0,55% MoM, ligeiramente acima das previsões, e a inflação anualizada trimestral (SAAR) de 3 meses subiu de 5,5% para 6,1%. A média do núcleo de inflação aumentou 0,31% MoM, acima das expectativas, com seu SAAR 3M em 4,4%. No geral, a composição do IPCA-15 de agosto apresentou deterioração na margem, com uma reaceleração nos preços dos serviços subjacentes. Contudo, a valorização da moeda se refletiu em uma melhora na inflação recente dos bens comercializáveis.
- No cenário fiscal, o setor público brasileiro registrou um déficit primário de R\$ 59,1 bilhões em julho, acima do consenso de mercado (déficit de R\$ 58,7 bilhões), em relação a um déficit de R\$ 8,9 bilhões em julho de 2024. Em relação à distribuição, o governo central, os governos regionais e as empresas estatais (SOEs) registraram déficits de R\$ 56,4 bilhões, R\$ 8,1 bilhões e R\$ 2,1 bilhões, respectivamente. A Dívida Bruta do Governo Geral (GGGD) aumentou de 76,7% para 77,6% do PIB, com os juros nominais (+0,8 p.p.) sendo o principal motor desse crescimento, enquanto o crescimento do PIB nominal (-0,4 p.p.) compensou parcialmente.

- A atividade econômica mensal desacelerou em julho, sugerindo que o ímpeto da economia chinesa diminuiu no mês, já que todos os principais indicadores, exceto exportações, ficaram abaixo das expectativas, e que os fatores domésticos são os pontos fracos, mesmo com as tensões comerciais dominando as notícias;
- Vendas no varejo desaceleraram de 4,8% para 3,7% YoY (esperado: 4,6%), abaixo das expectativas do mercado. Foi o ritmo mais lento em seis meses. Esse resultado foi puxado por quedas em automóveis e construção, além da fraqueza contínua nos serviços de alimentação;
- Produção industrial moderou de 6,8% para 5,7% YoY (esperado: 6,0%), também abaixo do consenso. Apesar de pouco abaixo do esperado, foi o ritmo mais lento desde novembro de 2024, com enfraquecimento tanto na manufatura quanto na mineração (enquanto serviços públicos aceleraram modestamente);
- Investimento em ativos fixos (YTD) caiu de 2,8% para 1,6% YoY (esperado: 2,7%), abaixo do consenso. Na mês contra mês, o investimento em ativos fixos caiu -0,63% em julho. O setor privado recuou -1,5% YTD YoY, uma deterioração significativa em relação aos meses anteriores;
- Habitação: As construções de novas moradias registraram nova queda na média móvel de 12 meses, atingindo o menor nível em 20 anos. A demanda enfraquecida também parece refletida nos dados de crédito, já que os empréstimos às famílias permaneceram relativamente fracos, apesar da emissão robusta de títulos governamentais.

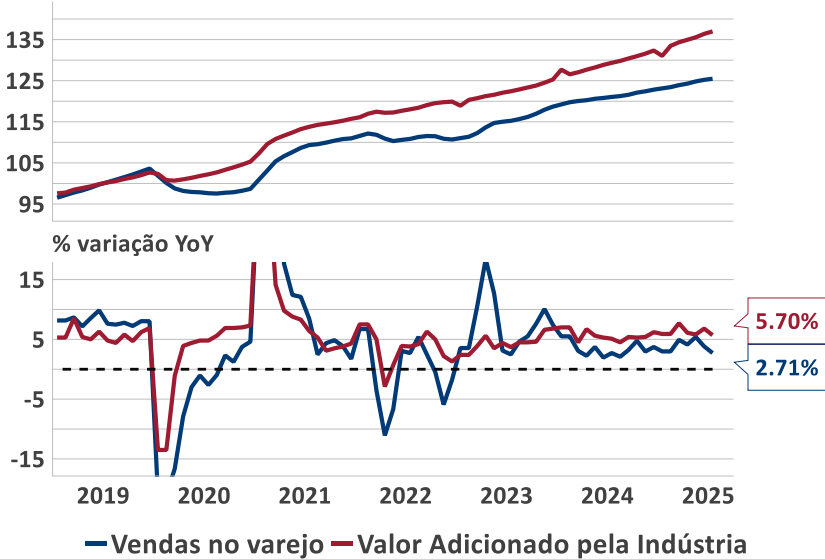
China: Atividade (% YoY)

	7/2025	6/2025	7/2024
Produção Industrial	5,7	6,8	5,1
Mineração	5,0	6,1	4,6
Indústria	6,2	7,4	5,3
Utilidades	3,3	1,8	4,0
Investimento em Ativos Fixos (YTD)	1,6	2,8	3,6
Indústria	6,2	7,5	9,3
Setor Imobiliário	-12,0	-11,2	-10,2
Infraestrutura	3,2	4,6	4,9
Vendas no Varejo	3,7	4,8	2,7
Serviços de Alimentação	1,1	0,9	3,0
Bens de Consumo	4,0	5,3	2,7
Vestuário	1,8	1,9	-5,2
Automóveis	-1,5	4,6	-4,9
Móbilias	20,6	28,7	-1,1
Aparelhos Celulares	14,9	13,9	12,7
Eletrodomésticos	28,7	32,4	-2,4
Construção	-0,5	1,0	-2,1

Fonte: BOCOM BBM, Macrobond

China: Produção Industrial x Vendas no Varejo

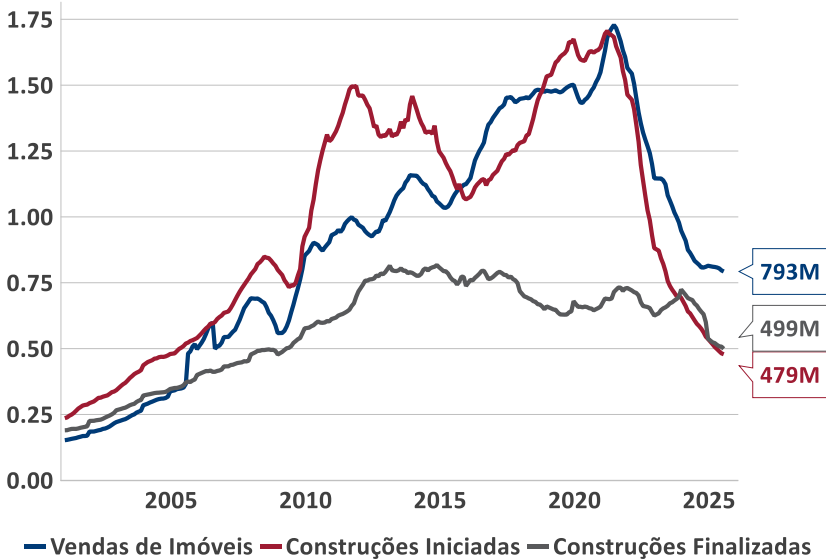
12MMA, Índice (2019=100)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

China: Indicadores Imobiliários

Bilhões de metros quadrados, acumulado em 12 meses

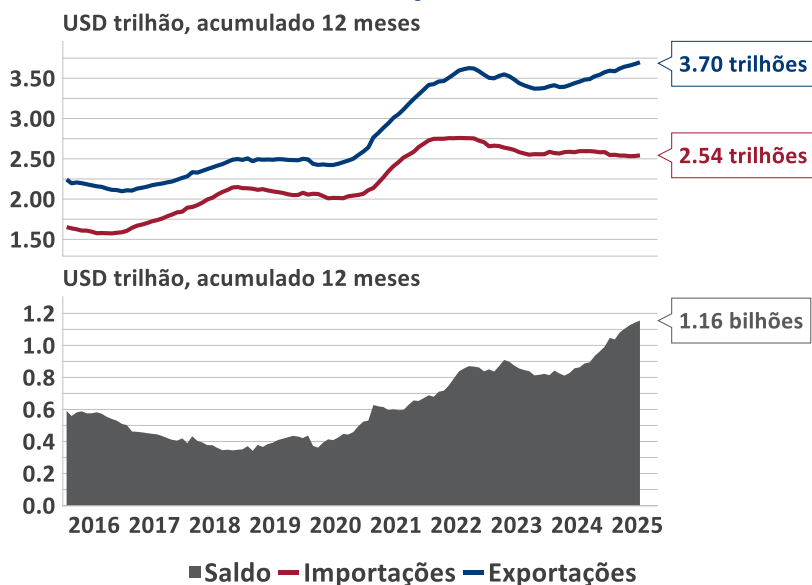


Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

O saldo da balança comercial da China avançou em julho, com os dados mais recentes superando as expectativas:

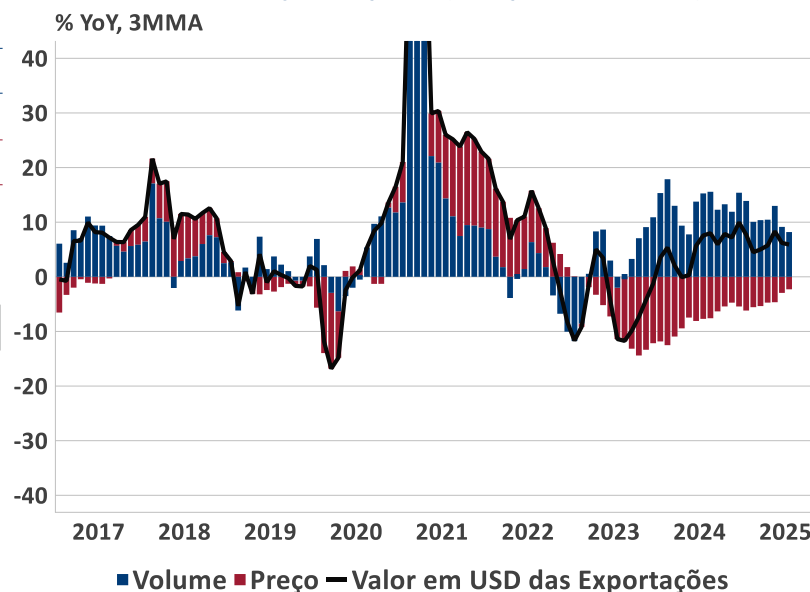
- As **exportações** apresentaram desempenho acima do esperado, avançando de 5,8% para **7,2% YoY** (consenso: 5,4%). No entanto, em termos mensais, houve recuo de -1,9%, refletindo uma desaceleração na tendência de crescimento (3M/3M SAAR de 7,5% para 0,7%);
- As **importações** também surpreenderam positivamente, passando de 1,1% para **4,1% YoY** (consenso: -1,0%), ou 1,6% na comparação mensal, após queda no mês anterior. O resultado mensal foi sustentado, em grande parte, pelo aumento das importações provenientes do Japão, embora as tendências recentes indiquem quedas relevantes nas compras dos EUA e elevação das importações de mercados emergentes. Por produto, destacou-se a alta nas importações de derivados de petróleo refinado;
- A **expectativa é de moderação no ritmo das exportações no terceiro trimestre, à medida que o efeito de *frontloading* para os EUA se dissipa e a demanda global enfraquece**. Contudo, a trajetória dependerá do desenrolar das negociações comerciais com os Estados Unidos;
- Em julho, a **inflação ao consumidor** recuou de 0,1% para 0,0% no YoY, marginalmente acima do consenso (-0.1%). No entanto, na comparação mensal, o CPI avançou 0,4%:
 - O resultado foi impulsionado por uma leve redução na desinflação de bens, enquanto o CPI de serviços permaneceu em 0,5%. Já o **núcleo de inflação registrou uma alta marginal** em julho, **avançando 0,1 ponto percentual para 0,7% YoY**, o maior nível desde 02/2024;
 - O dado de julho reforça a persistência das pressões deflacionárias na China, que continuam sendo uma preocupação relevante para este ano, com a economia ainda indicando excesso de capacidade e fraqueza no consumo e nos investimentos imobiliários.

China: Balança Comercial



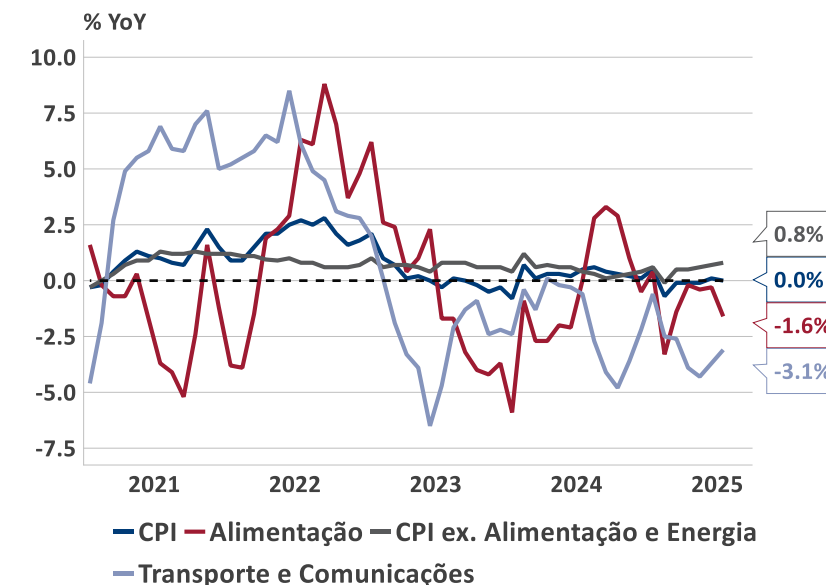
Source: BOCOM BBM, Macrobond, GAC

China: Exportações (Preço x Volume)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, GAC

China: CPI

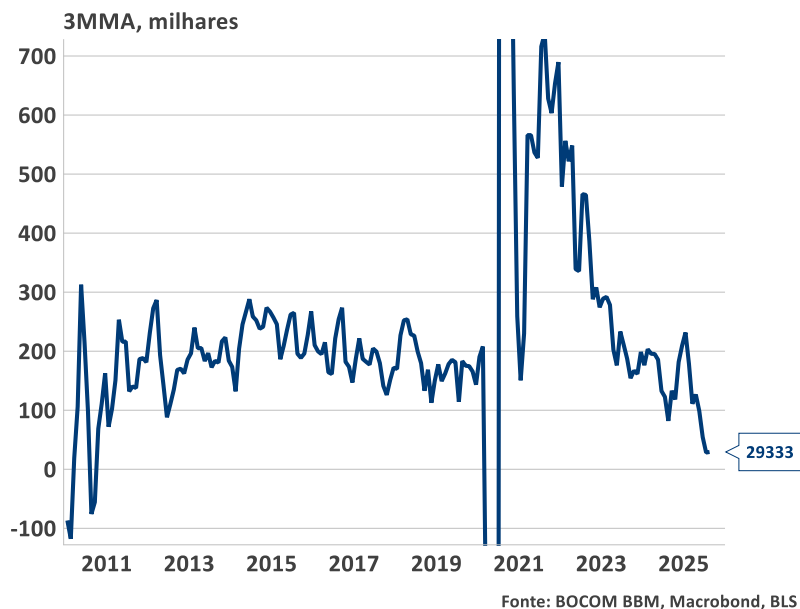


Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

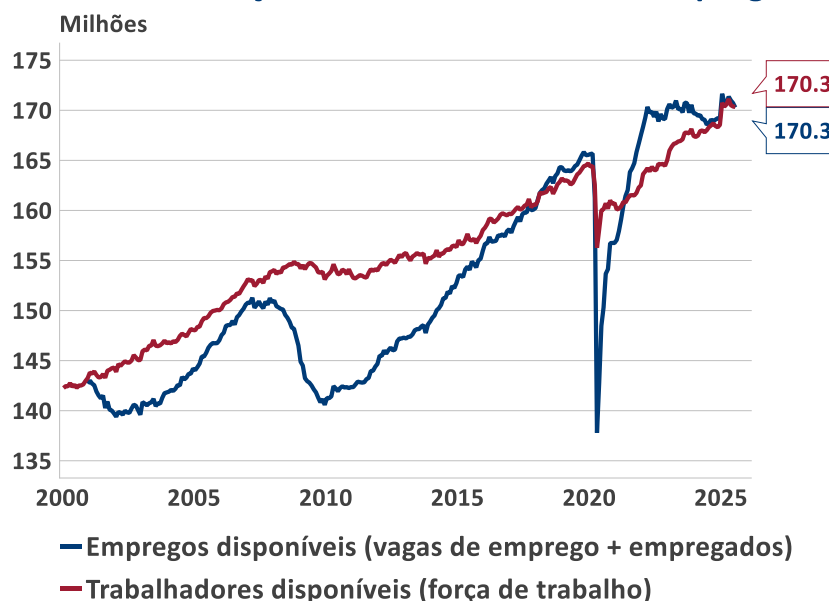
O relatório de empregos de agosto trouxe surpresas baixistas relevantes novamente:

- A criação de vagas foi de **22 mil**, abaixo das expectativas de mercado de 75 mil. Além disso, o saldo da revisão de dois meses foi de -21 mil (junho de 14 mil para -13 mil; julho de 73 mil para 79 mil), mantendo a média móvel de três meses atualizada em 29 mil — bem abaixo da média pré-covid;
- A taxa de desemprego subiu novamente, de 4,25% para 4,32%, dentro do consenso de 4.3% - atingindo o maior patamar desde 2021;
- Com isso, **o gap entre empregos e trabalhadores caiu para -0,06 milhão**, indicando que há mais trabalhadores disponíveis que empregos na economia pela primeira vez em mais de quatro anos;
- Os salários médios por hora cresceram **0,3% MoM**, em linha com as expectativas, o que corresponde a uma desaceleração anual de **3,9% para 3,7%**;
- No geral, os dados de julho indicam variação de salários ainda alta, porém em desaceleração.

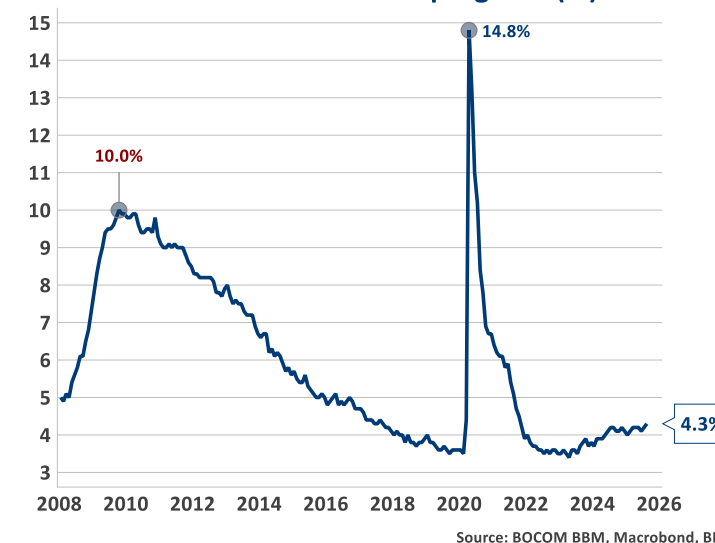
EUA: Criação de Empregos Não-Agrícolas



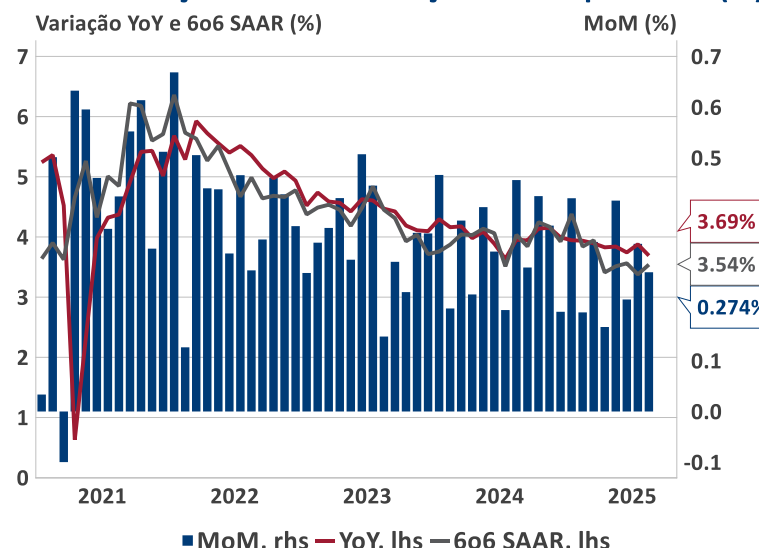
EUA: Diferença entre Trabalhadores e Empregos



EUA: Taxa de Desemprego SA (%)

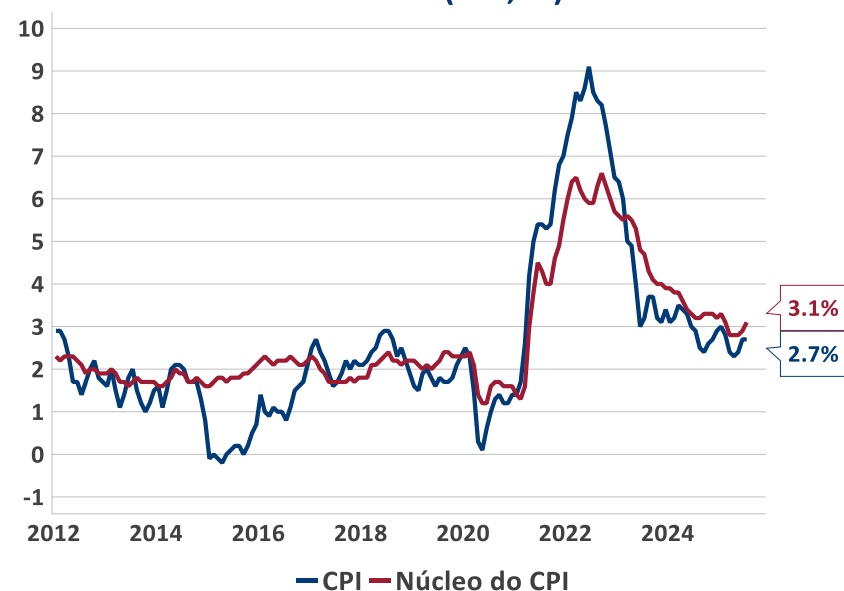


EUA: Variação da Remuneração Média por Hora (%)



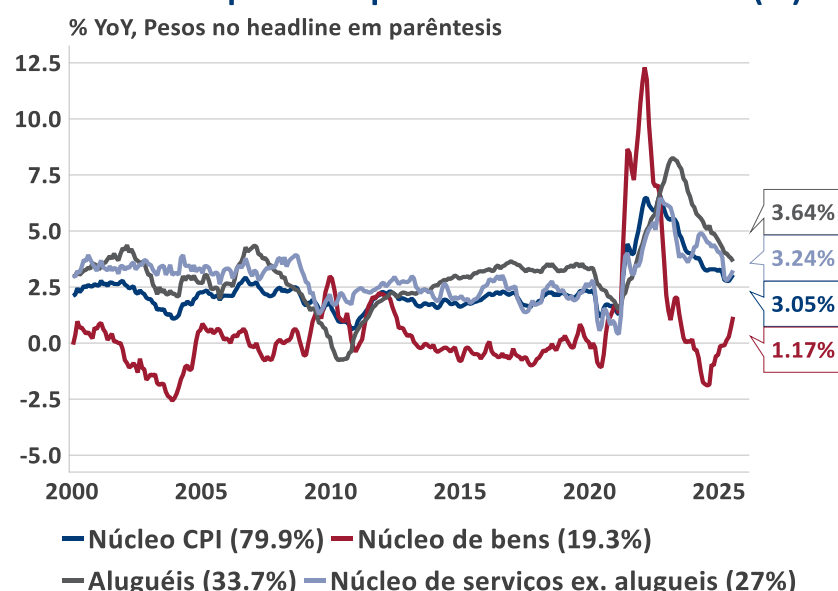
- O **CPI** de julho acelerou **0,20% MoM**, (levemente abaixo das expectativas de 0,25%), e o YoY permaneceu em 2,7%, abaixo do consenso de 2,8%:
 - Na composição, tanto os preços de alimentos (de 0,33% para 0,05% MoM) quanto os de energia (de 0,95% para -1,07%) vieram mais fracos do que o esperado, pressionando a leitura de julho para baixo;
- O **núcleo da inflação** subiu **0,32% MoM**, marginalmente abaixo do consenso (0,33%), levando a taxa anual de 2,93% para 3,06%, acima da expectativa de 3,0%:
 - O núcleo de bens acelerou menos que o consenso, após um forte aumento em junho. Observou-se uma desaceleração generalizada no núcleo dos bens excluindo veículos (com destaque para vestuário e mobiliário), apesar de preços de veículos ligeiramente mais fortes;
 - Já o núcleo de serviços veio acima do esperado, impulsionado principalmente por passagens aéreas e cuidados médicos - resultando em um núcleo de serviços excluindo habitação (Supercore) mais elevado, mesmo com habitação se mantendo em tendência geral de desaceleração;
- Em resumo, a composição do CPI de junho **sugere que o repasse das tarifas ainda está defasado, embora alguma intensificação** seja esperada nos próximos meses;
- Para o futuro, **a inflação deve acelerar no segundo semestre de maneira one-off**, à medida que os impactos tarifários se tornem mais relevantes.

EUA: CPI (YoY, %)



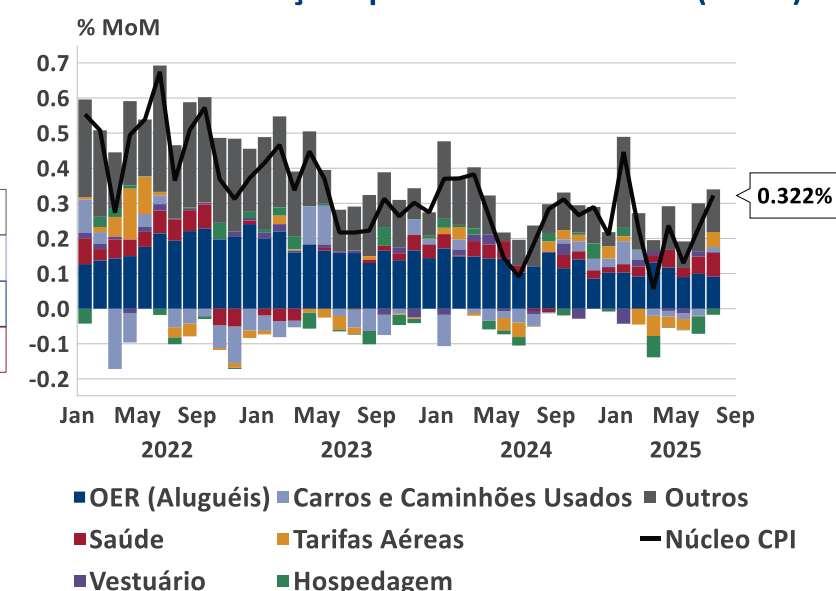
Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

EUA: Principais Componentes do Núcleo CPI (%)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

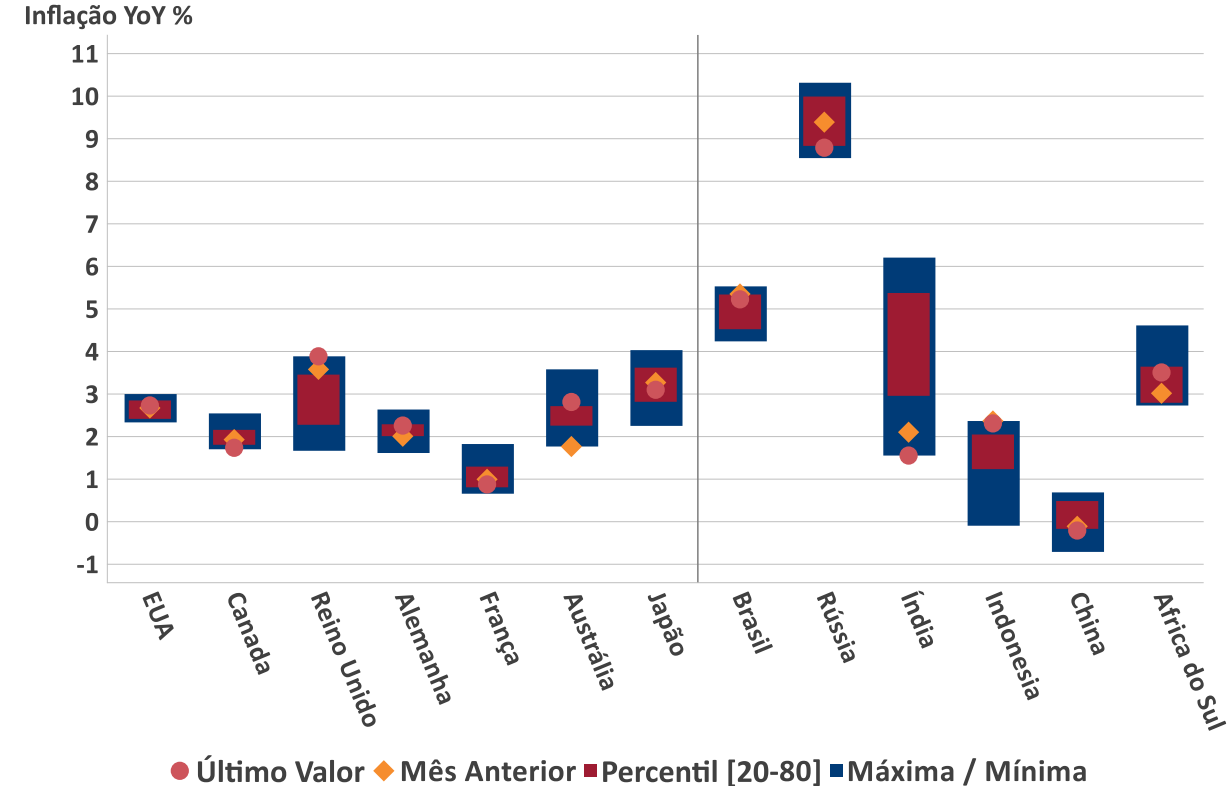
EUA: Contribuições para o Núcleo do CPI (MoM)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

- O progresso inflacionário segue em curso nos mercados desenvolvidos; entretanto, parece ter estagnado em alguns (como os EUA) e segue heterogêneo em mercados emergentes;
- O aperto significativo da política monetária ao longo dos últimos anos resultou em uma desaceleração da atividade econômica em diversos países, embora o crescimento global tenha continuado surpreendendo positivamente e se mostrado resiliente ao longo do primeiro trimestre de 2025;
- As expectativas de desaceleração adicional da atividade global, em função da elevada incerteza sobre as tarifas e sobre novas políticas econômicas dos Estados Unidos, devem contribuir para que haja mais afrouxamento monetário, mas a magnitude também será determinada pela conjuntura doméstica dos países.

Variação da Inflação nos Últimos 12 Meses



Source: BOCOM BBM, Macrobond

G20: Tracker de PIB (QoQ, %)

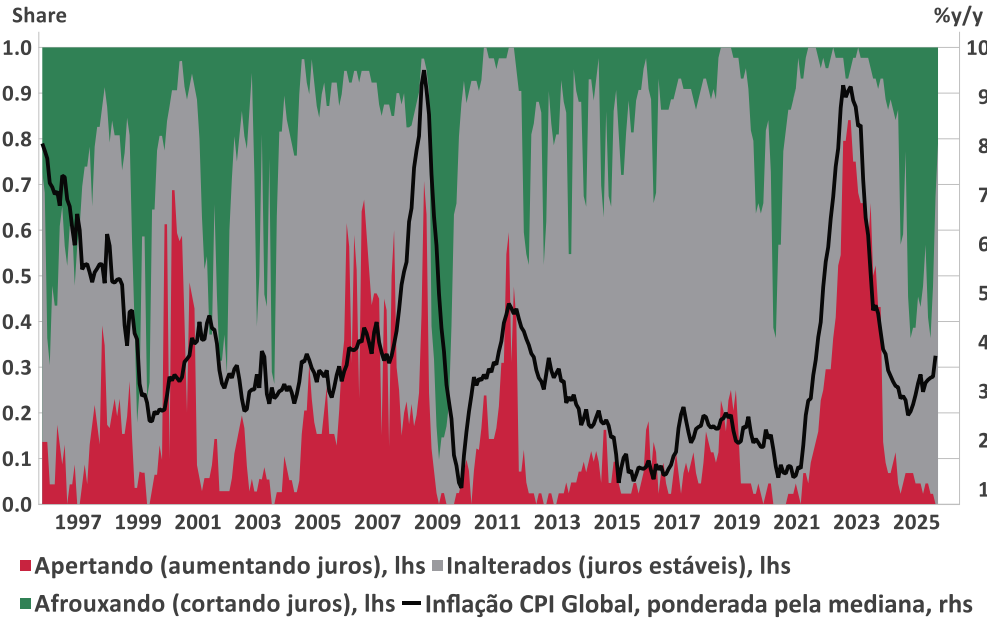
	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024	Q4 2023	Q3 2023
África do Sul		0,1	0,4	-0,3	0,3	0,1	0,4	-0,4
Alemanha	-0,3	0,3	0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,3	0,0
Arábia Saudita	-0,7	-0,6	4,1	1,0	-1,2	0,5	2,8	-1,2
Argentina		0,8	2,0	3,9	-0,8	-1,8	-2,3	2,1
Austrália	0,6	0,3	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,5
Brasil	0,4	1,3	0,1	0,8	1,5	0,9	0,3	0,1
Canada	-0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,2	-0,1
China	1,1	1,2	1,6	1,3	1,0	1,4	0,8	1,5
Coreia do Sul	0,7	-0,2	0,1	0,1	-0,2	1,2	0,5	0,8
Estados Unidos	0,8	-0,1	0,6	0,8	0,7	0,4	0,8	1,1
França	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,2	0,1	0,4	0,2
Índia	-6,7	8,6	5,2	1,2	-7,1	7,6	4,4	2,0
Indonésia	4,0	-1,0	0,5	1,5	3,8	-0,8	0,5	1,6
Itália	-0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1
Japão	0,3	0,1	0,6	0,3	0,7	-0,3	0,0	-1,0
México	0,6	0,3	-0,6	0,8	0,2	0,0	0,4	0,5
Reino Unido	0,3	0,7	0,1	0,0	0,5	0,9	-0,2	-0,1
Rússia		-0,6	1,1	0,4	0,6	1,9	0,4	1,7
Turquia	7,7	-15,8	2,1	13,1	5,1	-15,0	1,7	12,5
Zona do Euro	0,1	0,6	0,4	0,4	0,2	0,3	0,0	0,0

Sources: BOCOM BBM, Macrobond, National Sources

- Diversos mercados emergentes já afrouxaram sua política monetária, como Colômbia, Chile e México;
- Já bancos centrais de economias desenvolvidas levaram mais tempo, mas também começaram a reduzir as taxas em 2024. No entanto, há exceções, como o Japão, que aumentou as taxas de juros em 2025;
- Em geral, a incerteza em torno das tarifas dos EUA e seus possíveis efeitos continua a levar os Bancos Centrais a uma abordagem mais cuidadosa e dependente de dados, apesar da redução relativa na magnitude da incerteza comercial.

Difusão Monetária Global

Parcela das economias (top 50 PIBs) com taxas de juros mais altas/baixas/inalteradas



Source: BOCOM BBM, Macrobond, World Bank

Acompanhamento de Bancos Centrais: G20 & Países da OCDE

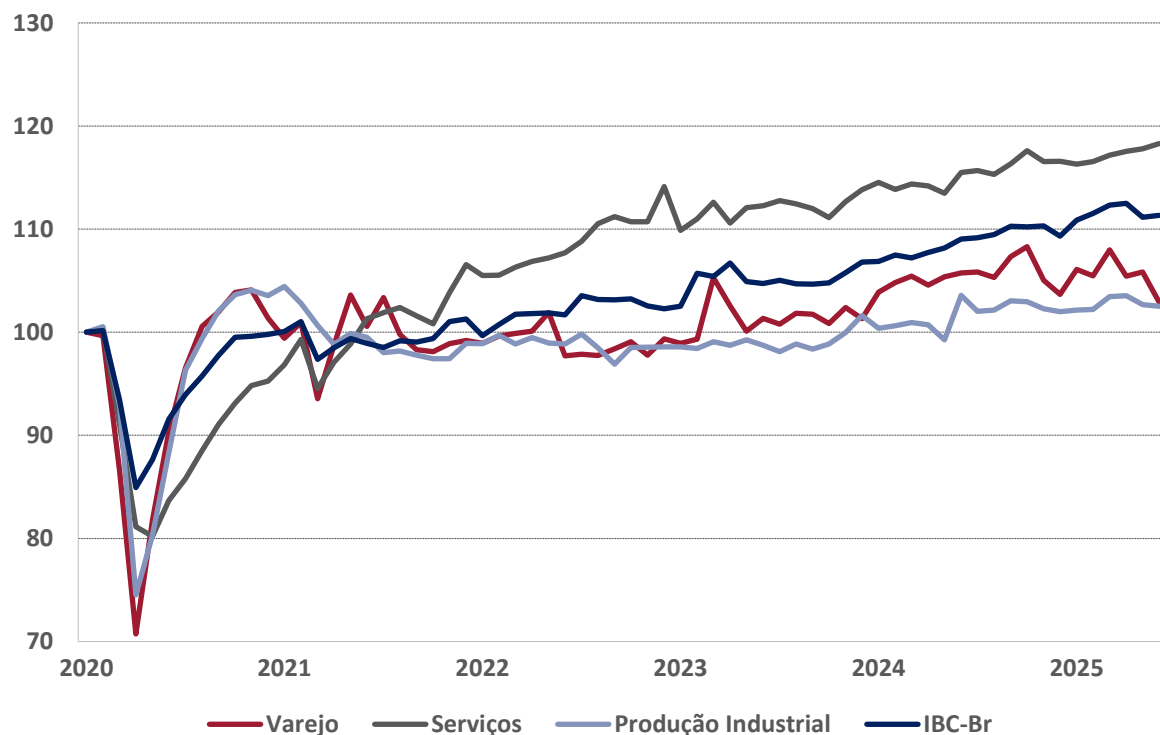
	CPI Y/Y %	Core CPI Y/Y %	Taxa de juros	Última decisão		Último Movimento	Meses desde última alta	Meses desde último corte
Arabia Saudita	2,1		5,00	-0,25	Corte	12/2024	25	9
África do Sul	3,5	3,0	7,00	-0,25	Corte	8/2025	27	1
Argentina	36,6	38,9	29,00	-3,00	Corte	1/2025	23	7
Australia	2,0	2,5	3,60	-0,25	Corte	8/2025	22	1
Brasil	5,2	5,0	15,00	0,25	Alta	6/2025	3	16
Canada	1,7	2,6	2,75	-0,25	Corte	3/2025	26	6
Chile	4,3	3,8	6,50	-0,75	Corte	7/2025	35	1
China	-0,2	0,8	3,00	-0,10	Corte	5/2025	139	4
Colombia	4,9	5,2	9,25	-0,25	Corte	5/2025	28	4
Coréia do Sul	1,7	1,3	2,50	-0,25	Corte	5/2025	32	3
Costa Rica	-0,6	0,4	3,75	-0,25	Corte	7/2025	34	2
Dinamarca	2,3	2,2	1,75	-0,25	Corte	6/2025	24	3
Hungria	4,3	4,0	6,50	-0,25	Corte	9/2024	35	11
Islandia	3,8	3,6	7,50	-0,25	Corte	5/2025	24	4
Índia	1,6	4,2	5,50	-0,50	Corte	6/2025	31	3
Indonésia	2,3	2,2	5,00	-0,25	Corte	8/2025	16	1
Israel	3,1	3,2	4,50	-0,25	Corte	1/2024	27	20
Japão	3,1	3,4	0,50	0,25	Alta	1/2025	7	115
México	3,5	4,2	7,75	-0,25	Corte	8/2025	29	1
Nova Zelândia	2,7	2,7	3,00	-0,25	Corte	8/2025	27	1
Noruega	3,3	3,2	4,25	-0,25	Corte	6/2025	21	3
Polônia	3,0	3,3	4,75	-0,25	Corte	9/2025	36	0
República Tcheca	2,5	0,2	3,50	-0,25	Corte	5/2025	38	4
Rússia	8,8	8,5	18,00	-2,00	Corte	7/2025	10	1
Suécia	0,8	3,0	2,00	-0,25	Corte	6/2025	23	2
Suíça	0,2	0,7	0,00	-0,25	Corte	6/2025	26	3
Turquia	33,0	33,0	43,00	-3,00	Corte	7/2025	5	1
Reino Unido	3,9	3,7	4,00	-0,25	Corte	8/2025	25	1
Estados Unidos	2,7	3,0	4,50	-0,25	Corte	12/2024	25	9
Zona do Euro	2,1	2,3	2,15	-0,25	Corte	6/2025	24	3

Source: BOCOM BBM, Macrobond

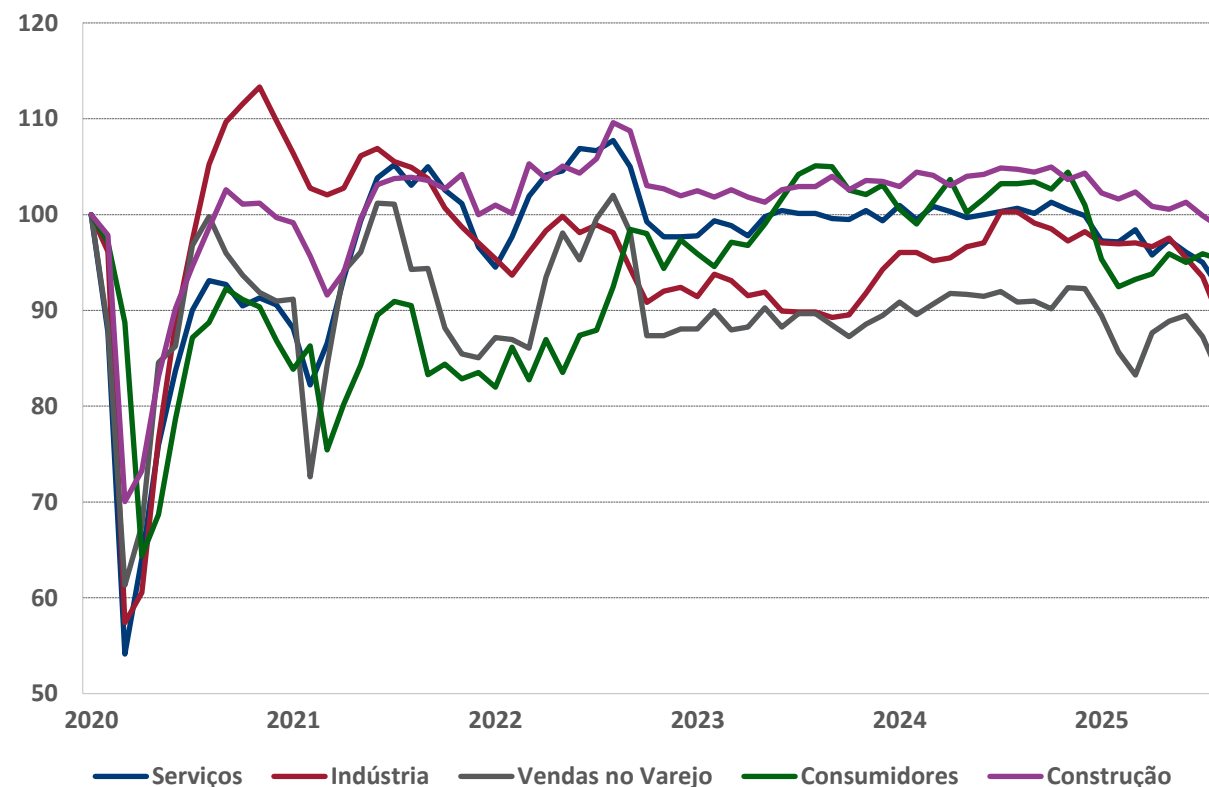
PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
Crescimento do PIB (%)	-3,3%	4,8%	3,0%	2,9%	3,4%	2,0%	1,5%
Inflação (%)	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	4,8%	4,7%	4,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	14,2%	11,1%	7,9%	7,4%	6,2%	6,5%	7,0%
Taxa Selic (%)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	12,3%	14,50%	12,0%
Contas Externas							
Balança Comercial (US\$ bi)	36	42	52	92	66	62	73
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-25	-40	-42	-28	-61	-65	-55
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-1,7%	-2,4%	-2,2%	-1,3%	-2,8%	-3,0%	-2,4%
Política Fiscal							
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-9,8%	-0,4%	0,5%	-2,1%	-0,4%	-0,5%	-0,7%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	86,9%	77,3%	71,7%	74,4%	76,1%	80,3%	85,1%

- Em junho, o resultado da produção industrial ficou ligeiramente abaixo das expectativas, com um aumento de 0,1% MoM. Além disso, enquanto os serviços surpreenderam com um aumento resiliente (0,3% MoM), as vendas no varejo registraram uma queda significativa (-2,5% MoM), mostrando sinais de desaceleração gradual na demanda interna. Resumindo esse cenário, o IBC-BR apresentou uma queda de 0,1% MoM em junho.
- Em termos prospectivos, as sondagens de confiança de todos os setores econômicos apresentaram contração em julho, antecipando desaceleração no crescimento econômico.

Brasil - Indicadores de Atividade (jan/20=100)



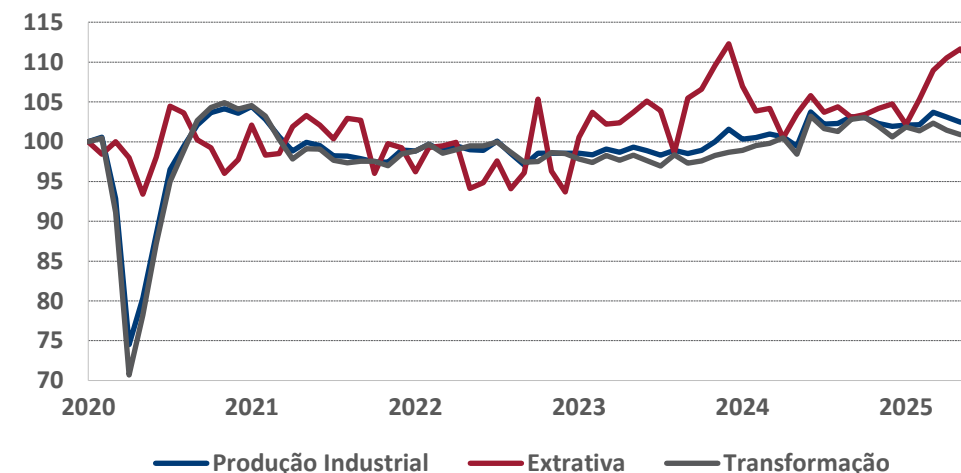
Brasil - Índice de Confiança Econômica (jan/20=100)



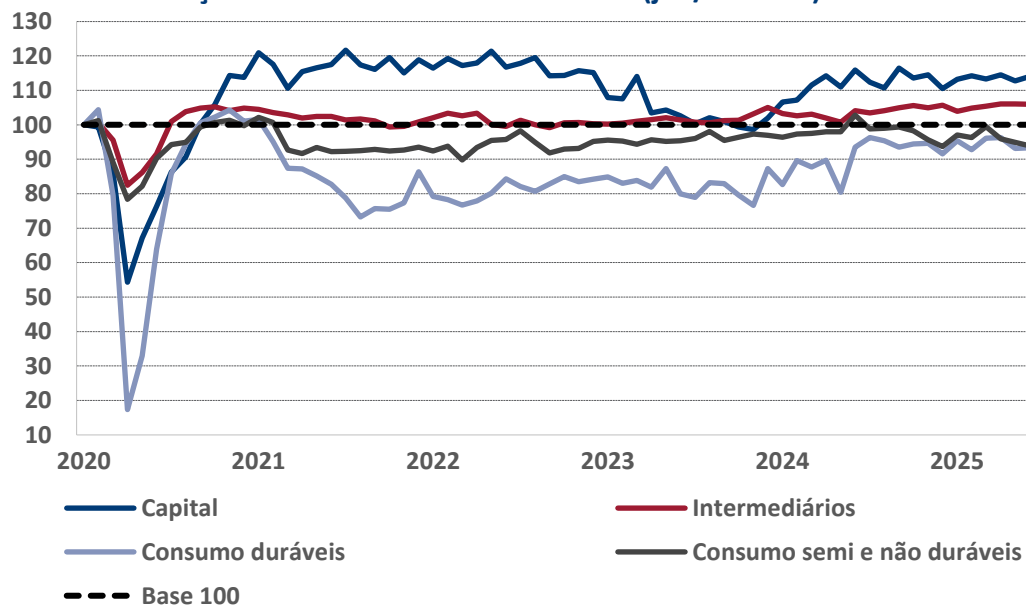
Brasil: Produção Industrial

- A produção industrial cresceu 0,1% MoM em junho, abaixo das expectativas (0,4% MoM). No segundo trimestre, a indústria como um todo cresceu 0,1% QoQ (0,5% YoY), reforçando a hipótese de uma desaceleração da atividade doméstica.
- O mês registrou resultados mistos, com 2 das 4 principais categorias econômicas e 16 das 25 atividades industriais apresentando crescimento na comparação mensal.
- Pelo lado positivo, a produção de bens de capital aumentou pelo segundo trimestre consecutivo (0,2% QoQ), embora tenha perdido força em meio ao cenário de altas taxas de juros. Além disso, a categoria de bens intermediários cresceu significativamente no segundo trimestre (1,2% QoQ), apesar da ligeira queda registrada em junho (-0,1% MoM).
- No geral, o setor industrial brasileiro continuará a esfriar. O fim da capacidade ociosa na maioria das categorias de manufatura e as condições monetárias mais apertadas estão afetando a produção. Apesar disso, um mercado de trabalho ainda resiliente e medidas de estímulo fiscal de curto prazo devem evitar uma desaceleração acentuada no setor.

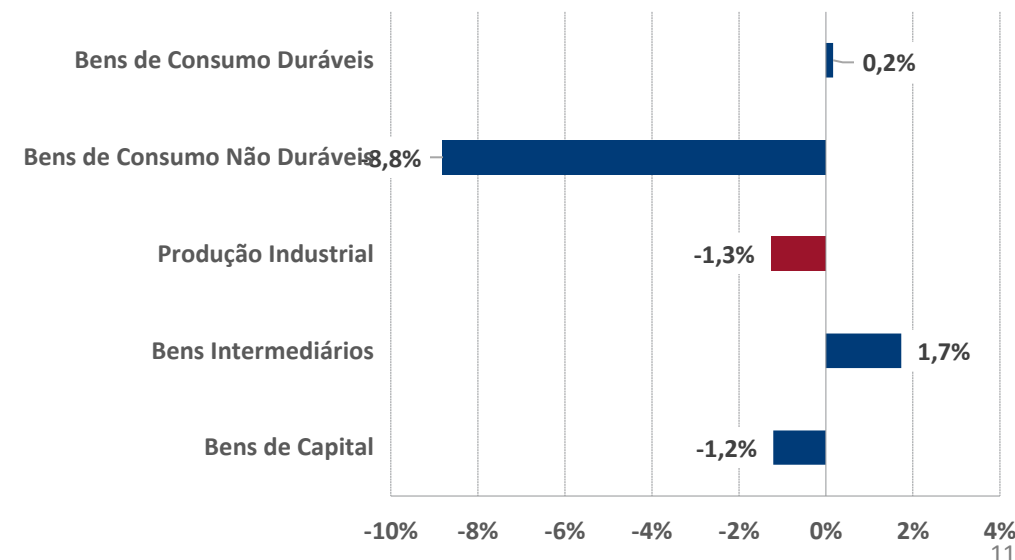
Produção Industrial – Índice SA (jan/20=100)



Produção Industrial de Bens - Índice SA (jan/20= 100)



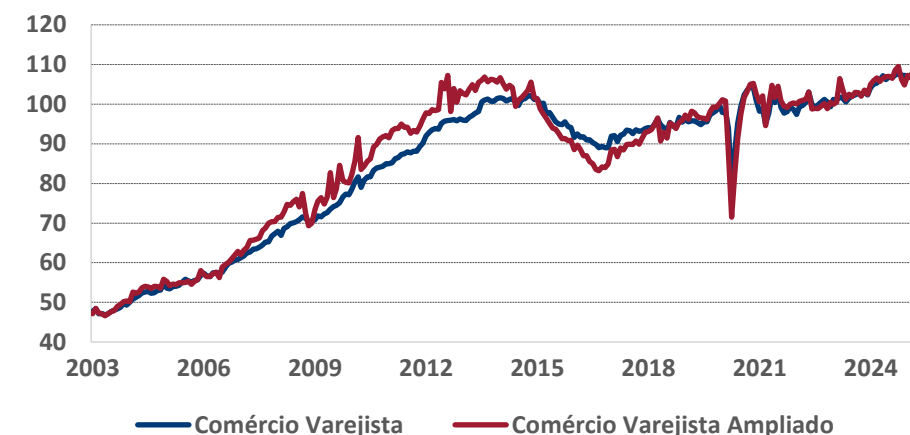
Produção Industrial por Categorias - 06/2025 (YoY)



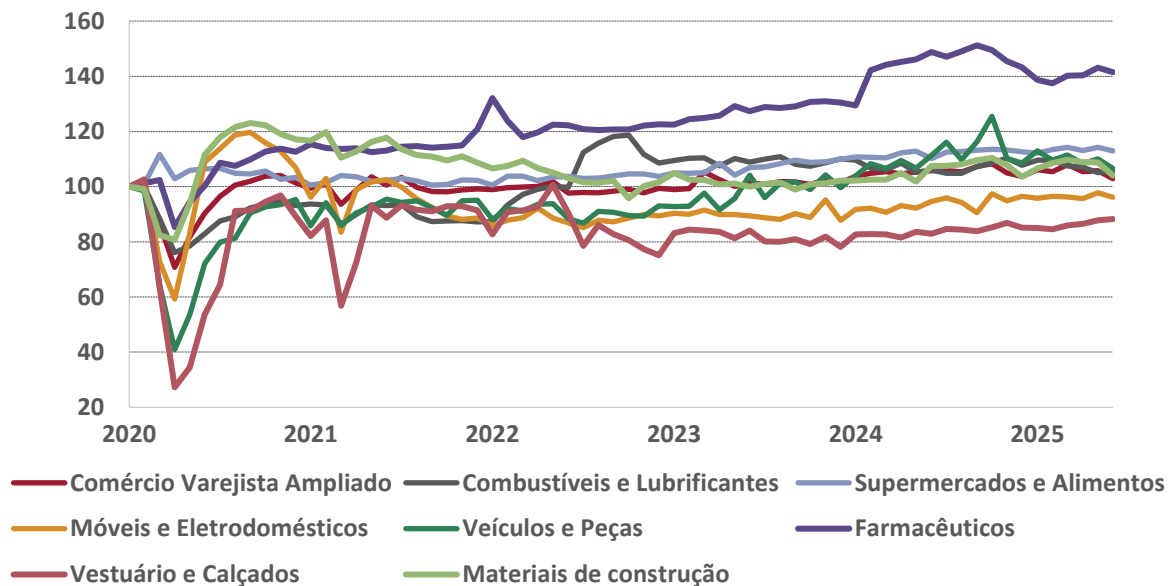
Brasil: Vendas no Varejo

- As vendas no varejo amplo caíram 2,5% MoM em junho, bem abaixo das expectativas (0,2% MoM).
- Por sua vez, as vendas no varejo restrito recuaram 0,1% MoM, surpreendendo negativamente as expectativas do mercado (+0,8% MoM).
- Na decomposição, 7 das 10 atividades varejistas caíram na comparação mensal, com destaque para a queda em veículos e peças (-6,7% MoM), móveis (-9,7% MoM) e atacado especializado em alimentos, bebidas e produtos de tabaco (-11,0%). Do lado positivo, outros artigos de uso pessoal e doméstico (2,0% MoM), vestuário e calçado (6,4% MoM) e eletrodomésticos (2,7% MoM) tiveram um bom desempenho.
- No total, antecipamos um ligeiro crescimento nas vendas no varejo durante o segundo semestre deste ano. Além disso, a eficácia da política monetária mais restritiva corrobora uma desaceleração gradual na demanda interna.
- No geral, os segmentos de varejo sensíveis ao crédito registraram uma queda significativa, enquanto os sensíveis à renda ficaram praticamente estáveis e devem permanecer resilientes no curto prazo.

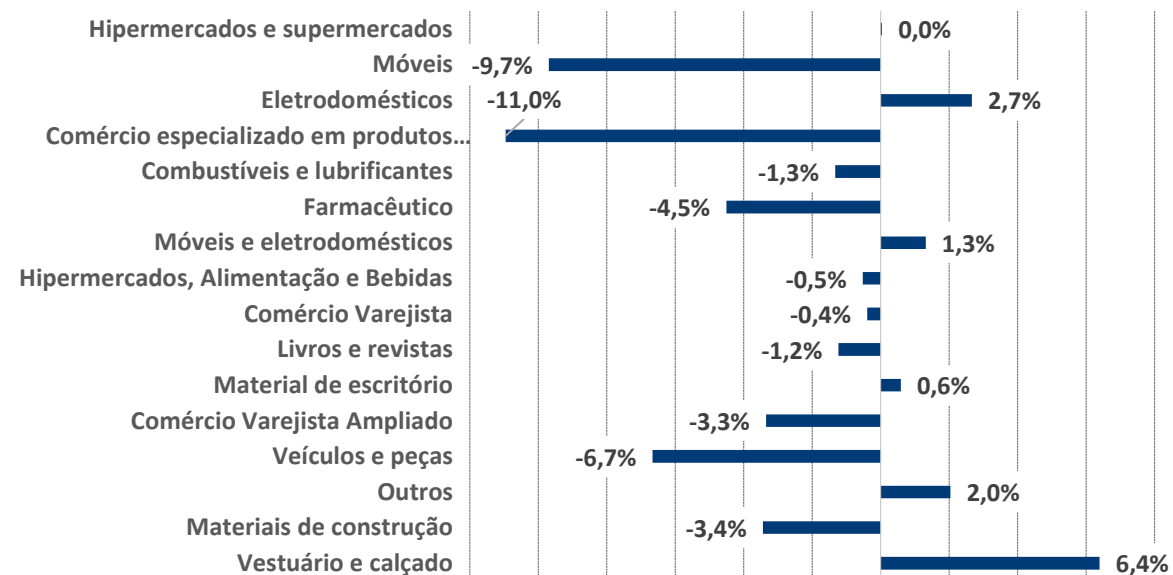
Comércio Varejista Restrito x Ampliado SA



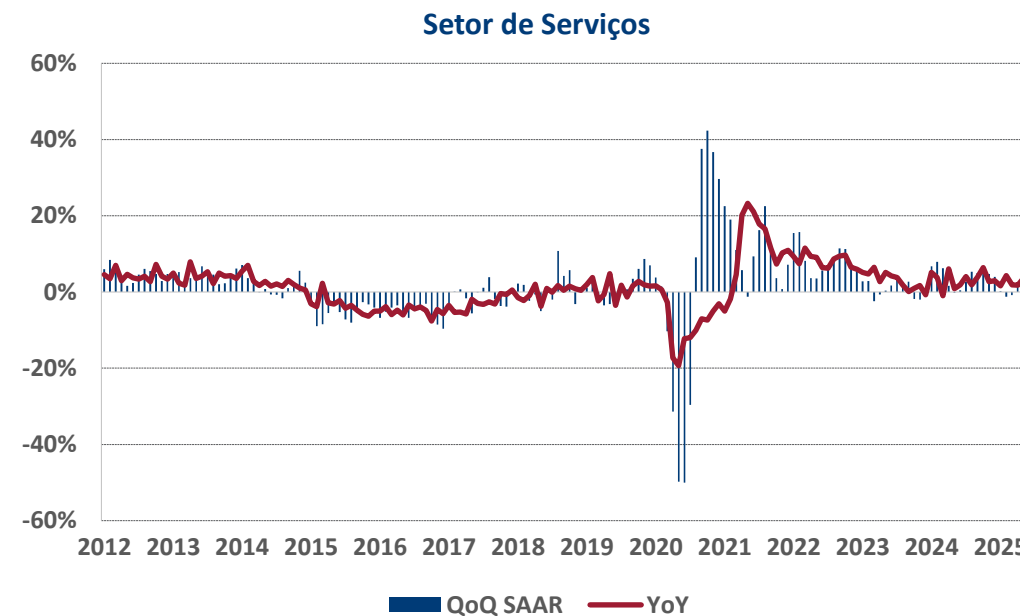
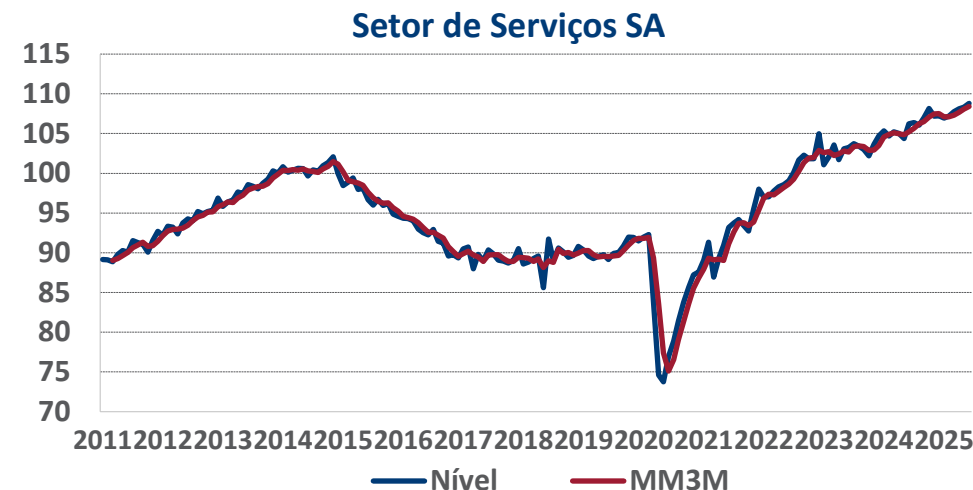
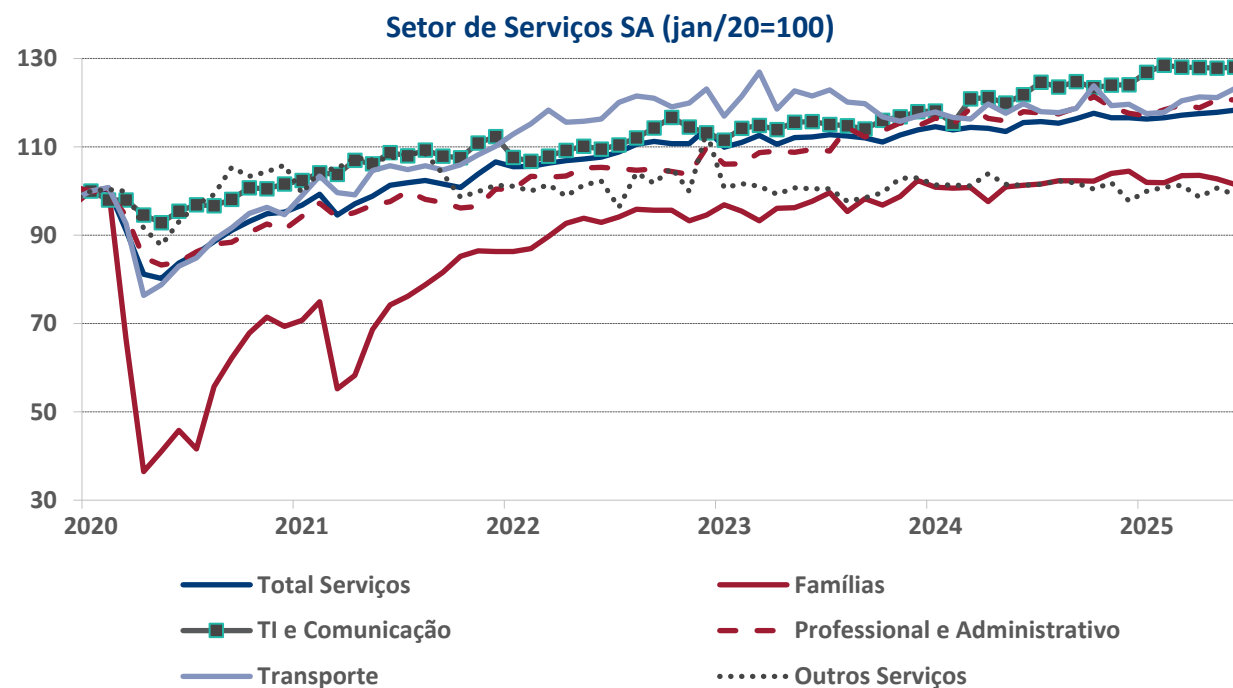
Comércio Varejista - Índice SA (Jan/20 = 100)



Comércio Varejista - YoY (jun/25)

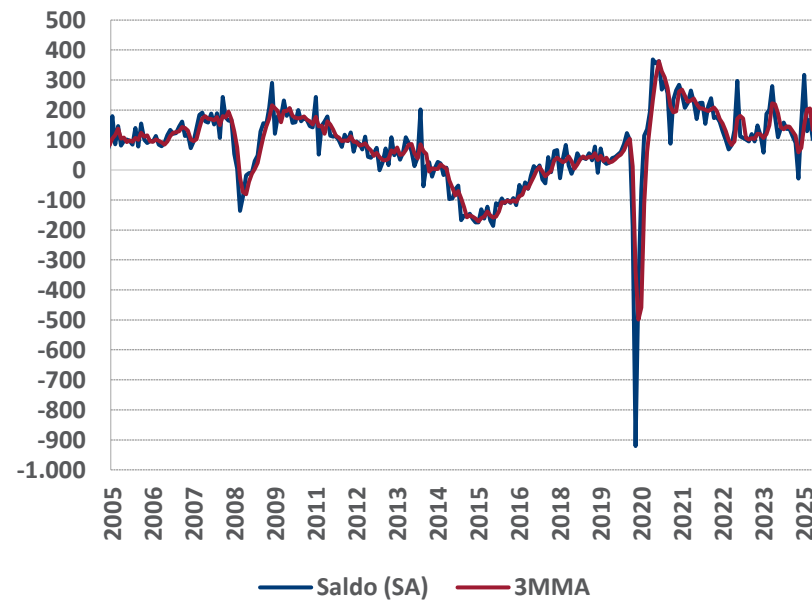


- O setor de serviços aumentou 0,3% MoM em junho, ligeiramente acima das expectativas do mercado (0,0% MoM). Além disso, o indicador aumentou 1,1% QoQ no segundo semestre (2,8% YoY).
- O destaque positivo foi para os serviços de transporte e armazenagem (1,5% MoM). Além disso, os serviços profissionais, administrativos e complementares cresceram 1,4% QoQ, devido principalmente à recuperação dos serviços técnico-profissionais.
- No lado negativo, os serviços prestados às famílias decepcionaram em junho (-1,4% MoM; 0,4% QoQ). Adicionalmente, a categoria (muito volátil) de outros serviços apresentou um desempenho fraco após um aumento significativo no primeiro trimestre.
- De modo geral, o setor de serviços continua crescendo, embora em ritmo moderado.

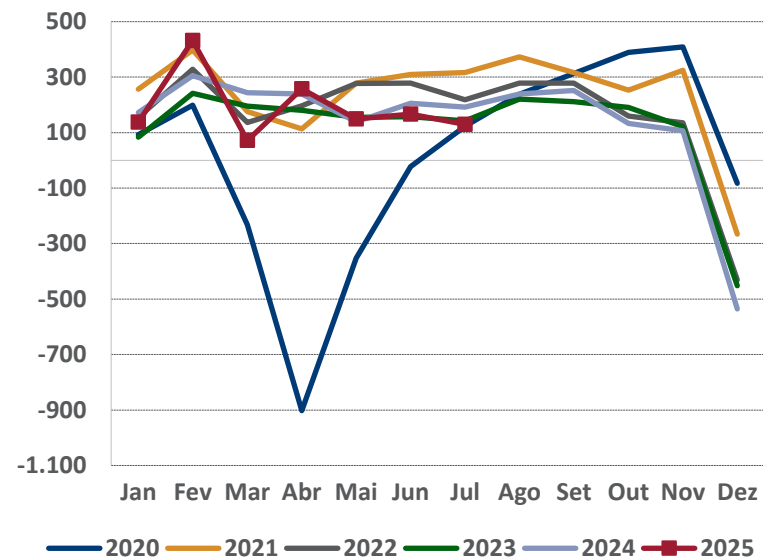


- O CAGED registrou uma criação líquida de 129,8 mil empregos formais em julho, levemente abaixo das expectativas do mercado (138 mil).
- Houve uma criação líquida de 1,348 milhão de ocupações de janeiro a julho de 2025, relativamente próximo a 1,503 milhão no mesmo período de 2024.
- A soma móvel de 12 meses atingiu 1,524 milhão de empregos.
- A contratação de empregos formais caiu 2,2% MoM em julho (5,1% YTD).
- No total, a criação de empregos recuperou força em julho, impulsionada principalmente pelo resiliente setor de serviços.

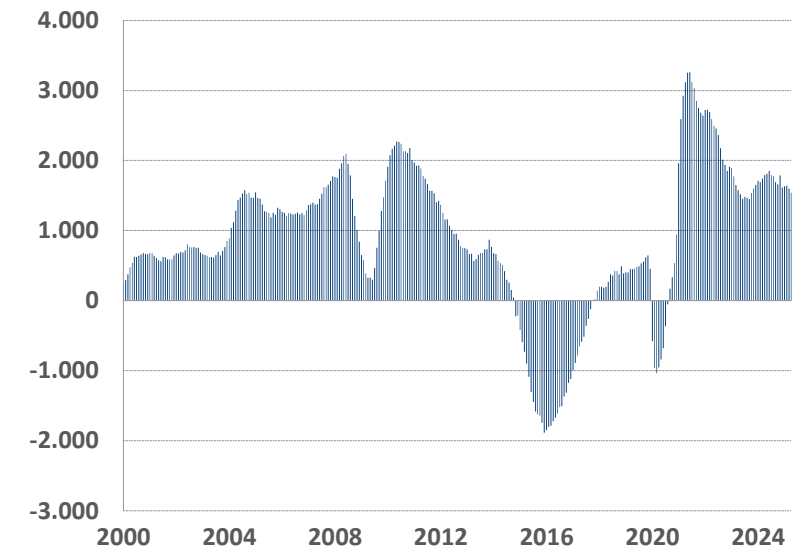
CAGED: Saldo de Empregos (SA, Milhares)



CAGED - Saldo de Empregos (Milhares)



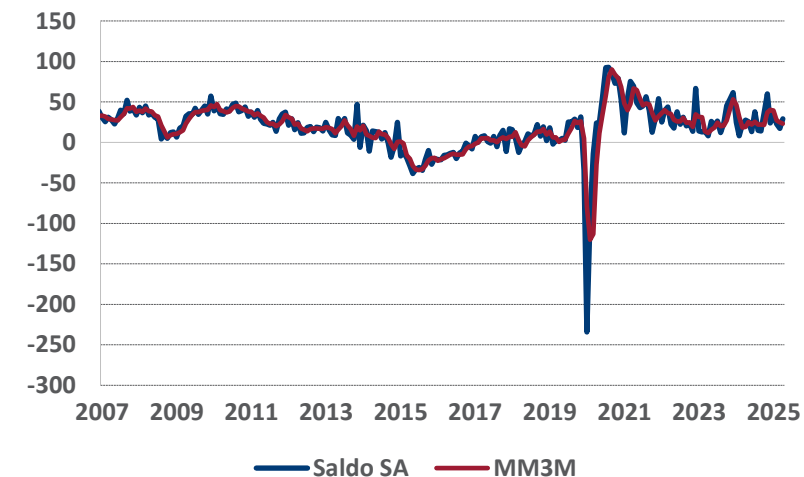
CAGED - Saldo de Emprego 12 meses (Milhares)



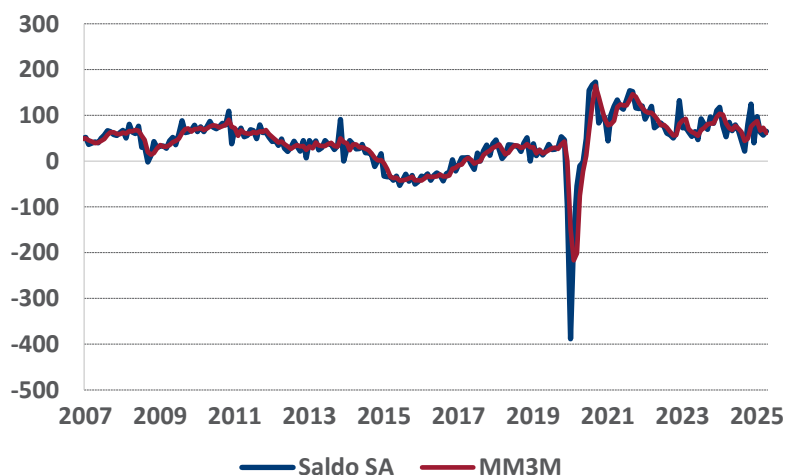
Brasil: Mercado de Trabalho Formal

- O setor terciário continuou se destacando no mês de julho.
- A adição líquida no setor de serviços totalizou 72 mil empregos em junho, após 65 mil em junho.
- A maioria das atividades ganhou força na comparação mensal.
- Os setores de varejo (de 25 mil para 29 mil), construção (de -2 mil para 11 mil) e agricultura e pecuária (de -5 mil para 1 mil) apresentaram resultados positivos, enquanto a indústria de transformação (de 11 mil para 7 mil) desacelerou.
- No geral, o mercado de trabalho continua aquecido, mas os dados de julho reforçam a visão de que a atividade econômica está se estabilizando, com a criação de empregos retornando à tendência de desaceleração.

Brasil - Criação Líquida de Empregos no Comércio (SA)



Brasil - Criação Líquida de Empregos nos Serviços (SA)



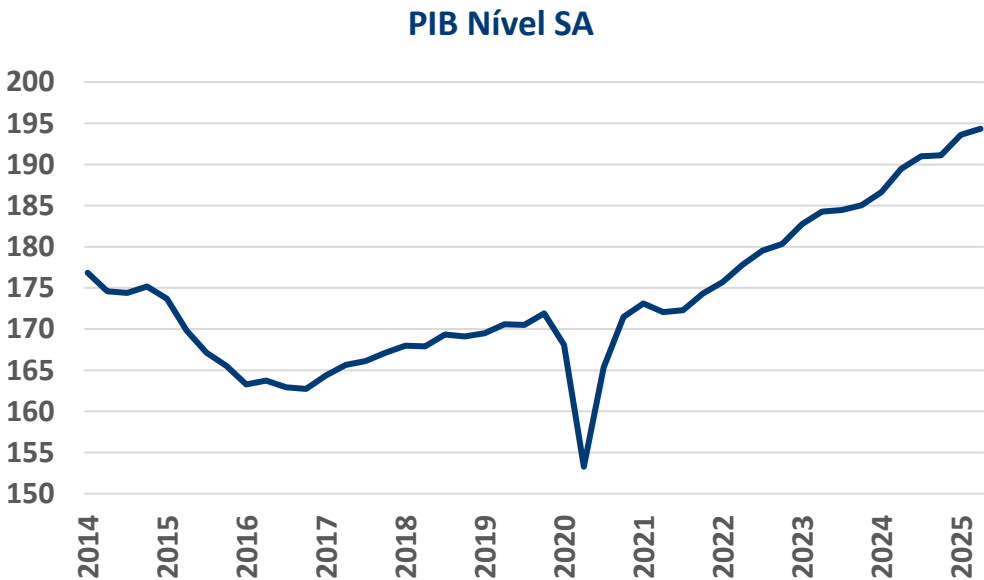
Brasil - Criação Líquida de Empregos na Indústria (SA)



Brasil - Criação Líquida de Empregos na Construção (SA)



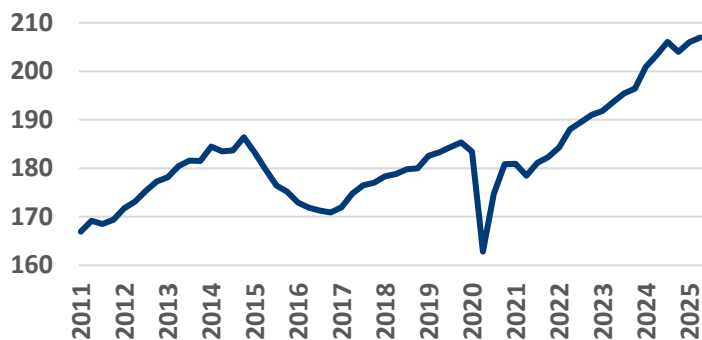
- O PIB do segundo trimestre cresceu 0,4% QoQ (2,2% YoY), ligeiramente acima das expectativas do mercado e da nossa projeção.
 - Do lado da oferta, as atividades menos sensíveis ao ciclo econômico apresentaram desempenho robusto, principalmente a Agropecuária e a Indústria Extrativa.
 - Além disso, os Serviços mostraram resiliência e surpreenderam positivamente.
 - Cinco de seus sete componentes cresceram na margem.
 - Os destaques negativos foram a indústria de transformação e a construção civil, que recuaram pelo segundo trimestre consecutivo (política monetária mais restritiva).
- Por ora, mantemos nossa projeção de 2% para o crescimento do PIB neste ano.



	Oficial		Projeção		Carrego
	2025.II QoQ	2025.II YoY	2025.II QoQ	2025.II YoY	
PIB	0,4%	2,2%	0,2%	2,0%	2,4%
Agropecuária	-0,1%	10,1%	-0,2%	10,0%	9,7%
Indústria	0,5%	1,1%	0,5%	1,1%	1,1%
Extrativa	5,4%	8,7%	4,9%	8,0%	6,8%
Transformação	-0,5%	0,0%	-0,9%	-0,5%	0,0%
SIUP	-2,7%	-4,0%	-0,2%	-1,4%	-1,1%
Construção Civil	-0,2%	0,2%	0,0%	1,5%	1,1%
Serviços	0,6%	2,0%	0,1%	1,6%	1,5%
Comércio	-0,01%	0,9%	-0,7%	0,2%	1,0%
Transportes	1,0%	1,3%	0,8%	0,5%	0,9%
Informação e Comunicação	1,2%	6,4%	0,3%	5,2%	5,3%
Serviços Financeiros	2,1%	3,8%	1,0%	1,5%	2,8%
Aluguéis	0,3%	2,2%	0,6%	2,7%	1,8%
Outros Serviços	0,7%	2,7%	0,0%	2,1%	1,7%
Administração Pública	-0,4%	0,2%	0,2%	1,1%	0,5%

- Do lado da demanda, a **absorção doméstica caiu 0,2% QoQ**, uma forte desaceleração após crescer 1,2% QoQ no primeiro trimestre.
 - A formação bruta de capital fixo registrou a primeira queda desde o terceiro trimestre de 2023, impulsionada pelo aumento do custo do crédito.
 - O consumo das famílias desacelerou de 1% QoQ no primeira trimestre para 0,5% no segundo.
 - O consumo do governo caiu 0,6% QoQ, em linha com a menor execução das despesas primárias no primeiro semestre do ano.
 - As exportações líquidas contribuíram com +0,6 p.p., devido ao aumento das exportações (agrícolas) e à redução das importações, associadas à desaceleração da demanda doméstica.
- De modo geral, a demanda tem sido sustentada por alguma resiliência do consumo, devido ao forte mercado de trabalho, enquanto o investimento começou a declinar.
- O resultado do PIB do segundo trimestre corrobora a desaceleração econômica em curso.

Consumo das Famílias



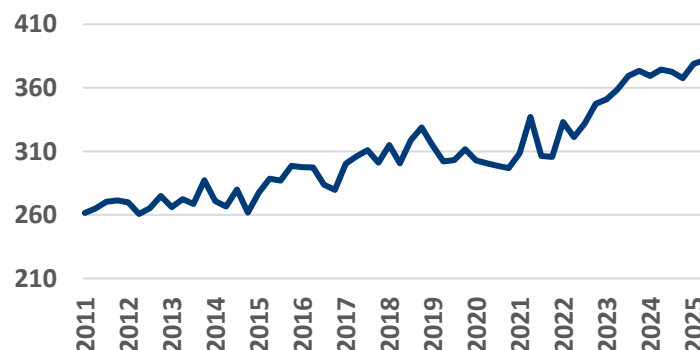
Formação Bruta de Capital Fixo



Consumo do Governo



Exportações



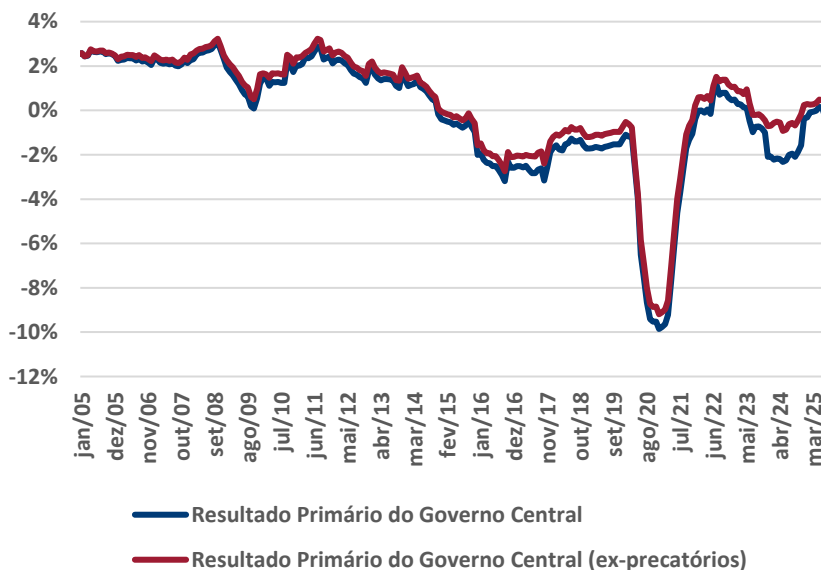
Importações



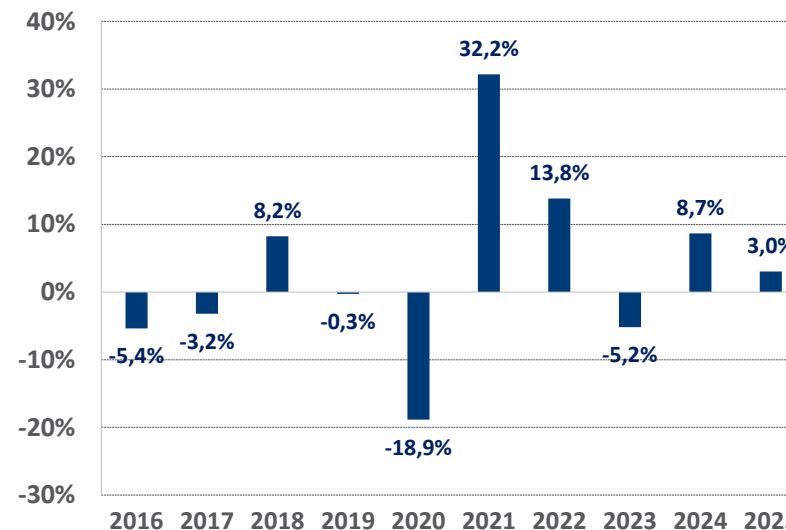
Brasil: Resultado Primário do Governo Central

- O resultado primário do governo central registrou um déficit de BRL 59,1 bilhões em julho, abaixo do consenso de mercado (BRL 58,7 bilhões).
- A receita líquida cresceu 3,9% em termos reais, principalmente devido as outras receitas administradas pela RFB (44,2%), PIS/Cofins (7,4%) e imposto de renda (7,0%). No lado negativo, houve uma queda acentuada na receita do IPI (-24,9%), devido aos automóveis. No acumulado do ano, a receita líquida cresceu 3,0%.
- A despesa total aumentaram 28,3% em termos reais. A variação foi parcialmente explicada pelo pagamento de dívidas judiciais, que também afetaram os benefícios da previdência social (26,8%), pessoal (17,9%) e BPC/LOAS (11,2%). Por outro lado, os créditos extraordinários (-61,4%) e as despesas discricionárias (-19,3%) caíram substancialmente.
- No acumulado do ano, a despesa total cresceu 2,0%, principalmente devido aos benefícios da previdência social (4,8%) e ao BPC/LOAS (10,9%), parcialmente compensados pela menor execução das despesas discricionárias (-20,9%).
- De modo geral, as receitas administradas pela RFB (receitas tributárias) e as contribuições previdenciárias continuaram apresentando desempenho positivo, embora com desaceleração marginal. Por sua vez, as despesas apresentaram um aumento acentuado, impulsionado por pagamentos de precatórios, o que levou ao maior déficit do governo central neste ano.

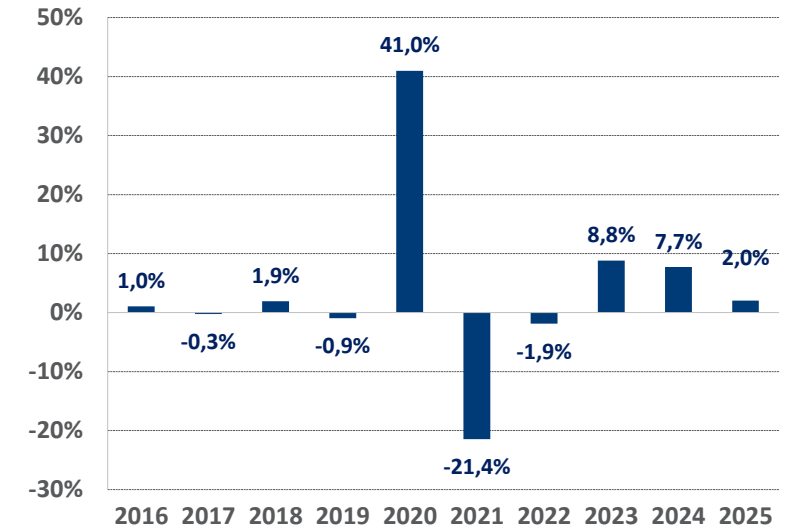
Resultado Primário do Governo Central (% GDP)



Receita Líquida (YTD Real, %)



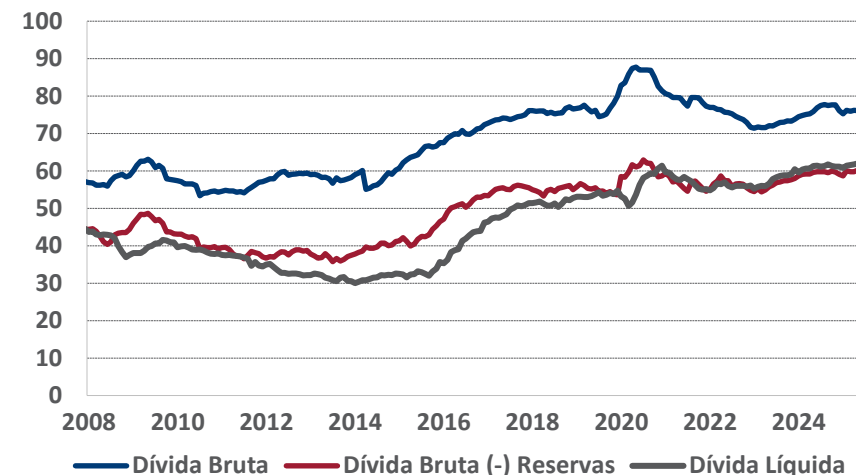
Despesas (YTD Real, %)



Brasil: Resultado Primário do Setor Público

- O setor público consolidado registrou déficit primário de BRL 66,6 bilhões em julho, abaixo do consenso de mercado (BRL 60,6 bilhões).
- Na desagregação, o governo central, os governos regionais e as empresas estatais (SOEs) registraram déficits de R\$ 56,4 bilhões, R\$ 8,1 bilhões e R\$ 2,1 bilhões, respectivamente.
- A dívida bruta do governo geral aumentou de 76,7% para 77,6% do PIB, sendo os juros nominais (+0,8 p.p.) o principal fator desse crescimento, enquanto o crescimento nominal do PIB (-0,4 p.p.) o compensou parcialmente.

Dívida do Setor Público (%PIB)



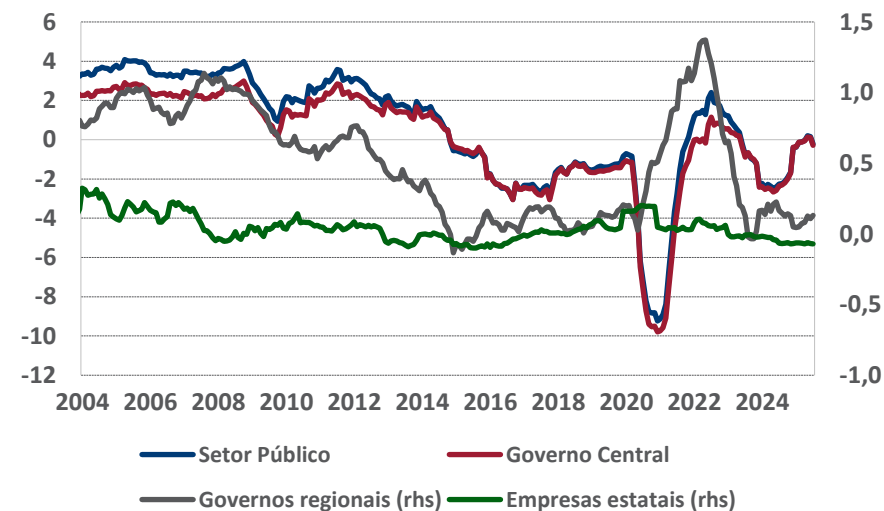
Resultado Primário: Setor Público (% PIB 12M)



Resultado Primário: Governo Central (% PIB 12M)



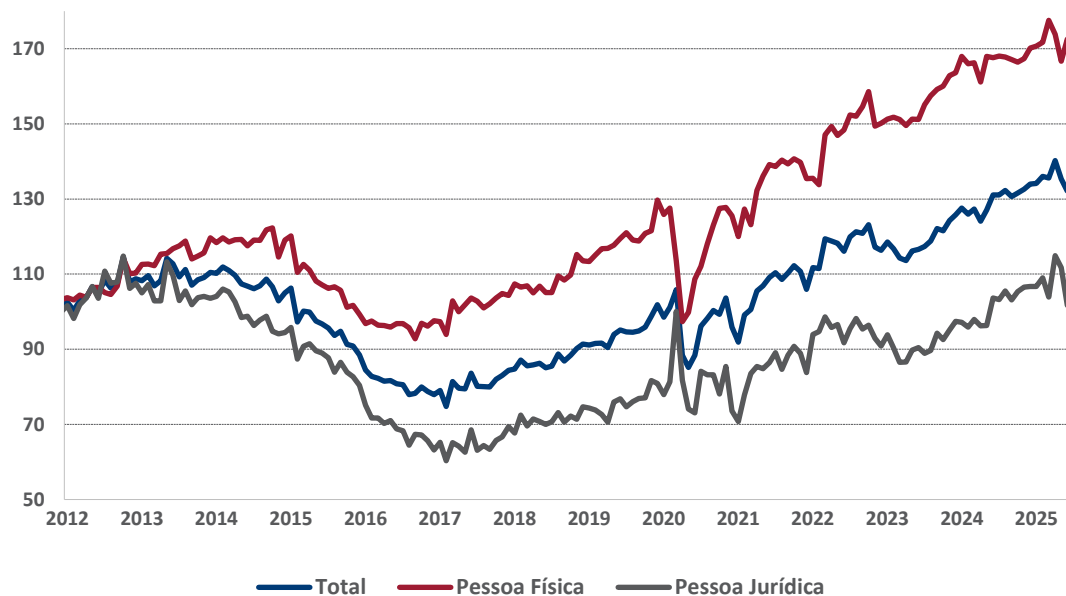
Resultado Primário: Governos Subnacionais e Empresas Estatais (% PIB)



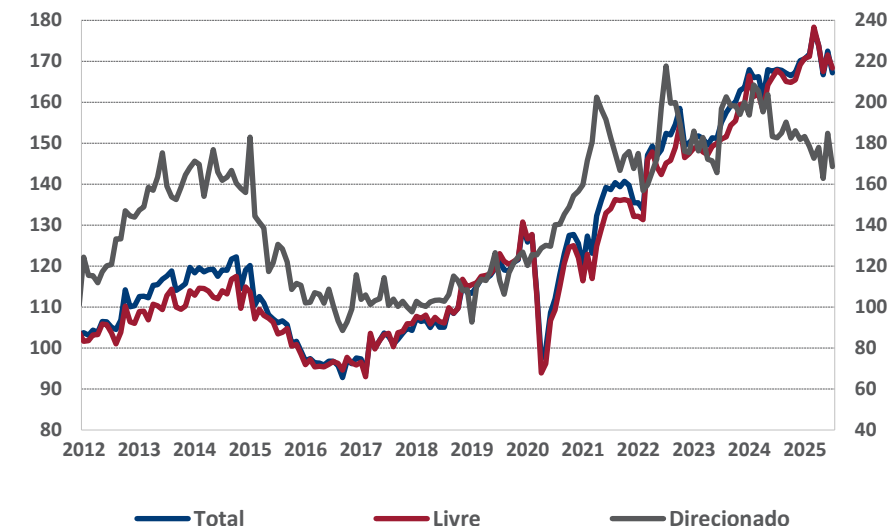
Brasil: Estatísticas de Crédito

- Em julho, o total de concessões de crédito diminuiu 0,5% MoM em termos reais, depois de cair 2,4% no último mês.
- As concessões de crédito livre caíram 1,9% MoM em termos reais para famílias e aumentaram 3,3% MoM para empresas.
- No mês, os dados de crédito continuaram a mostrar uma desaceleração nas concessões, aumento da inadimplência e altos custos de empréstimos, o que é consistente com os efeitos defasados e cumulativos da política monetária.

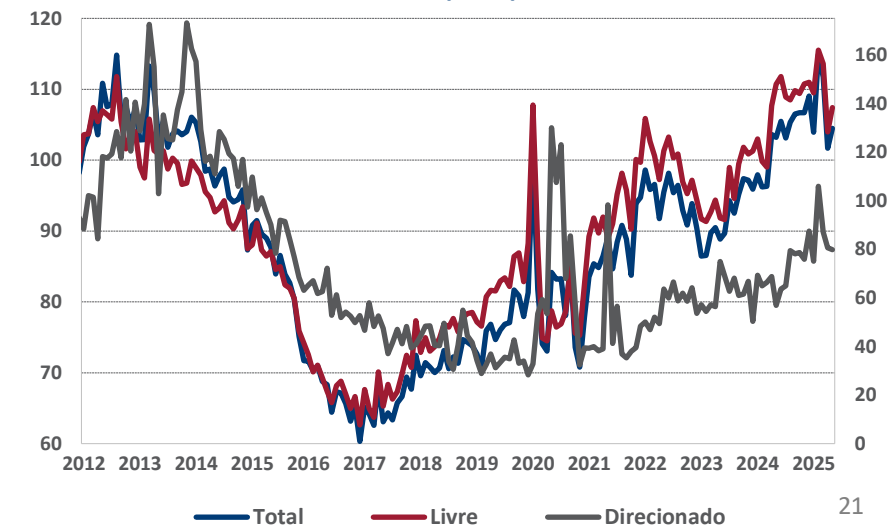
Concessões de Crédito SA (Real) - mar/11 = 100



Concessões – PF SA (Real) - Mar/11 = 100



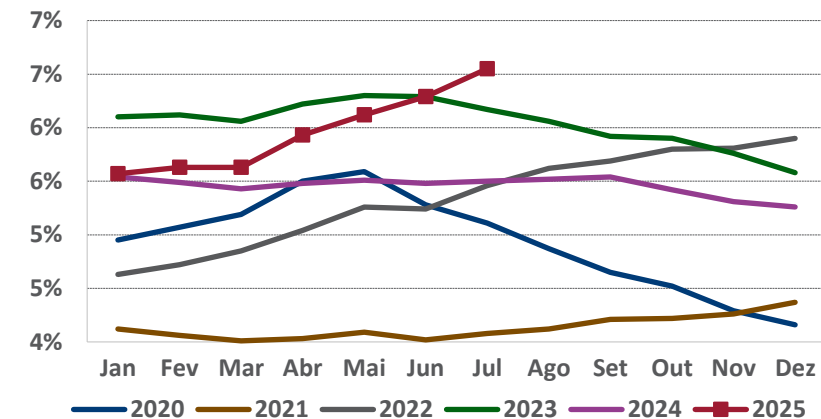
Concessões - PJ SA (Real) - Mar/11 = 100



Brasil: Estatísticas de Crédito

- As taxas de empréstimo caíram, mas ainda se mantêm em níveis elevados para as famílias, passando de 36,3% em junho para 35,9% em julho, enquanto para as empresas as taxas subiram marginalmente de 21,2% para 21,6%.
- Por sua vez, a inadimplência dos empréstimos livres aumentou para as famílias (de 6,3% para 6,5%) e para as empresas (de 3,1% para 3,3%).
- O crédito consignado do setor privado continua decepcionante, com volumes baixos e taxas de juros muito altas.
 - Se essa modalidade não ganhar força até o final de 2025, isso aumentará o risco de queda nas previsões do PIB.

Taxa de Inadimplência com recursos livres - Pessoa Física (%)



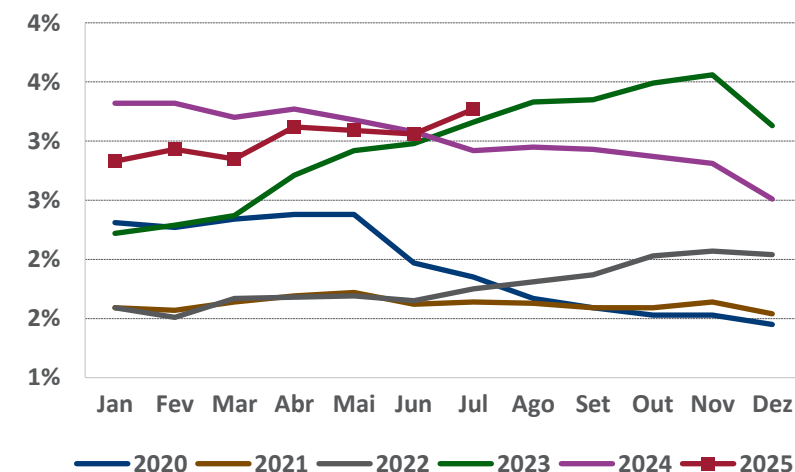
Taxa média de juros - Pessoas físicas (%)



Taxa média de juros - Pessoas jurídica (%)

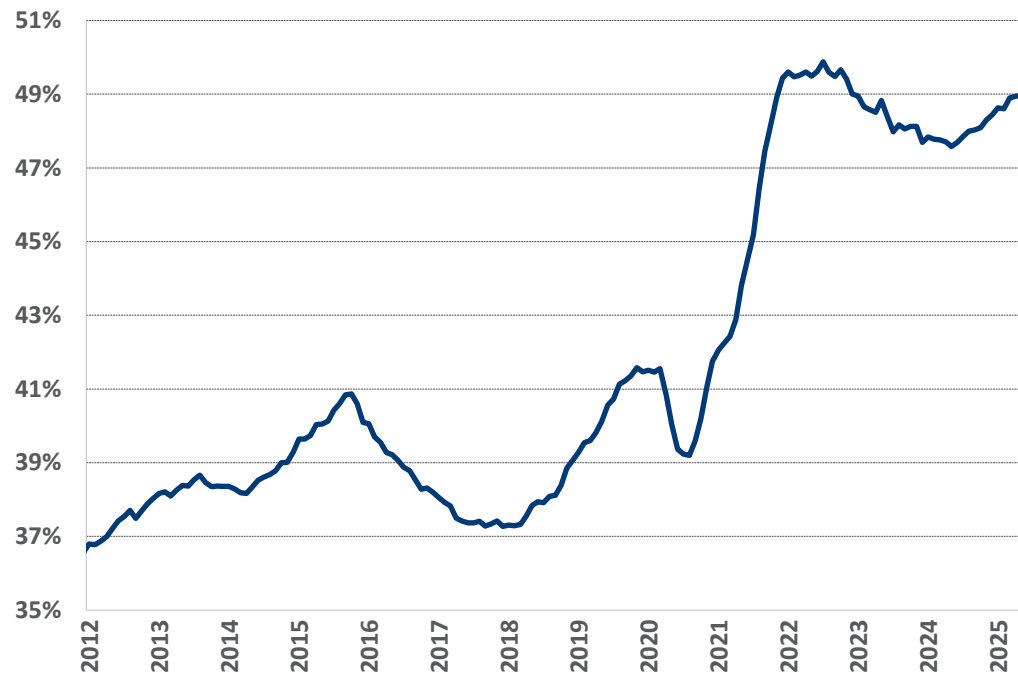


Taxa de Inadimplência com recursos livres - Pessoa Jurídica (%)

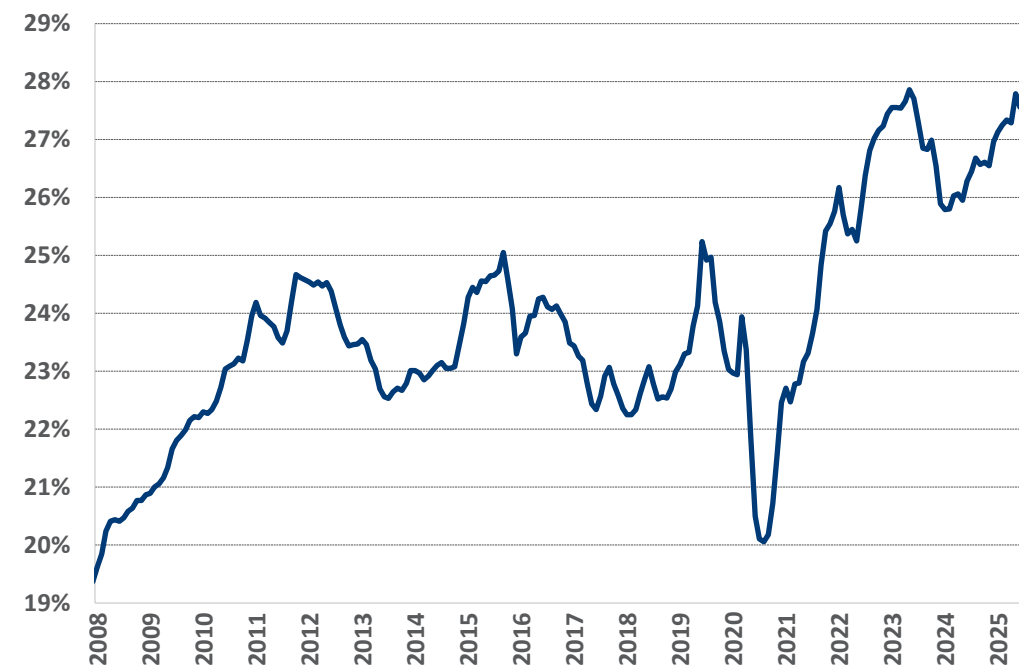


- O endividamento das famílias continua alto, recuando marginalmente para 48,7% em junho.
- Enquanto isso, o comprometimento da renda recuou marginalmente para um nível ajustado sazonalmente de 27,6% em junho, de 27,8% em maio.
- As condições de crédito devem seguir apertadas ao longo do ano, contribuindo para o processo de desaceleração gradual da economia.

Endividamento das Famílias (12M)



Comprometimento de Renda (SA)



Brasil: Inflação 2025

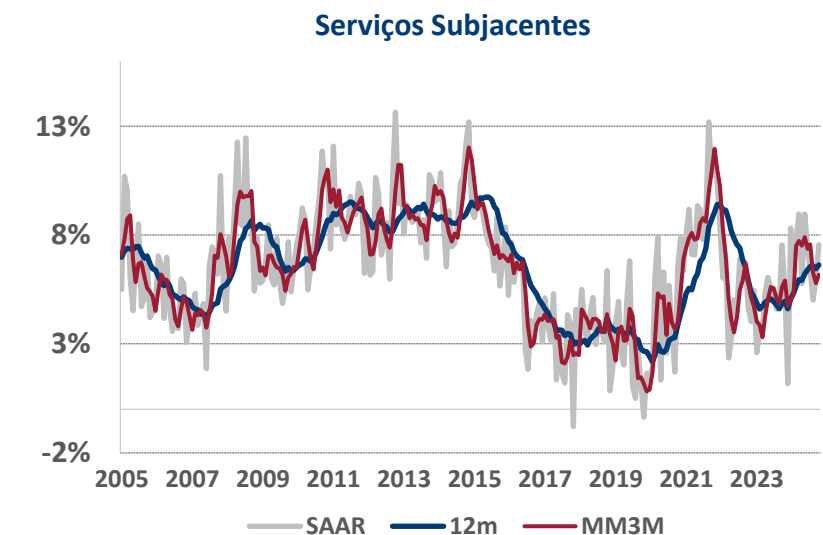
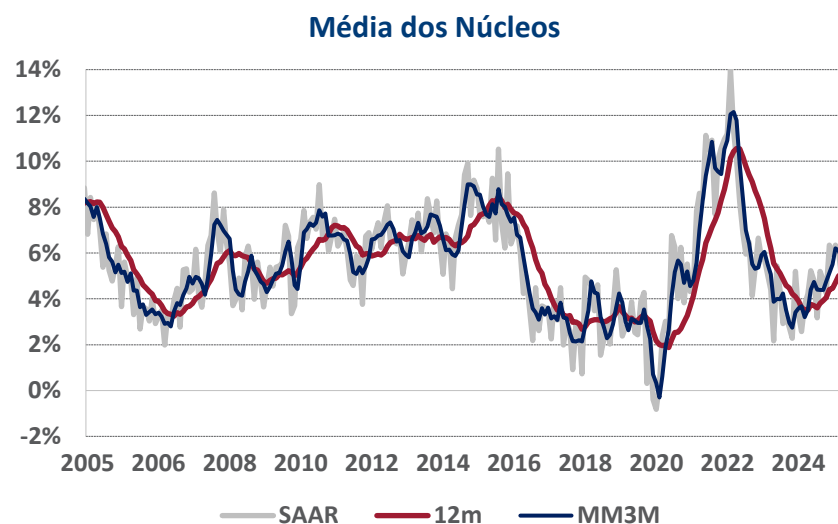
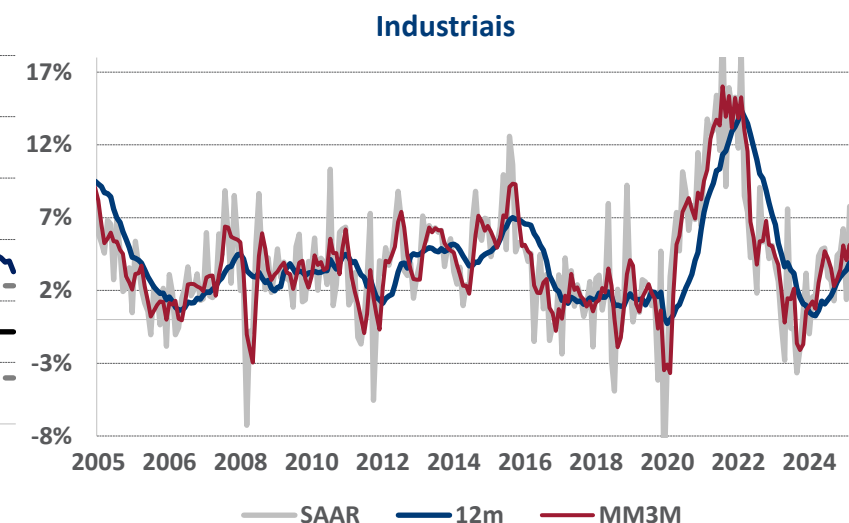
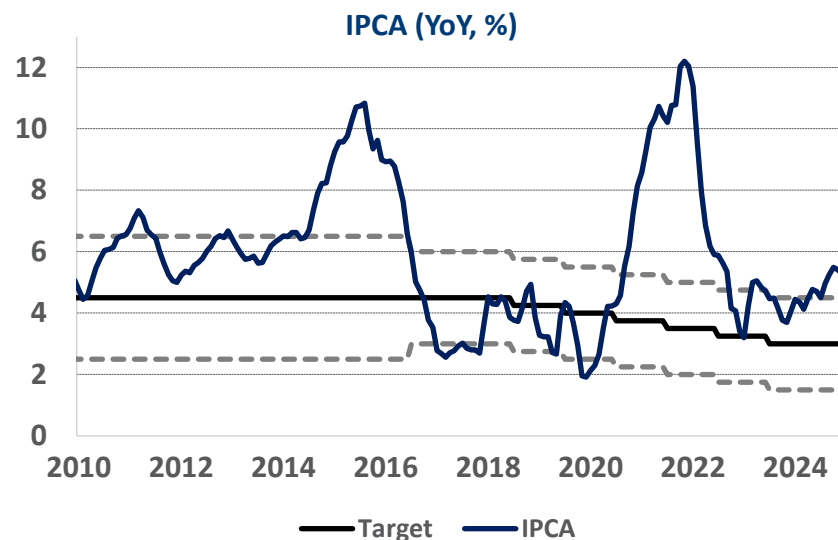
O IPCA-15 de agosto caiu 0,14% MoM, acima das expectativas do mercado (-0,20% MoM). A variação em 12 meses desacelerou de 5,30% em julho para 4,95% em agosto.

Devido ao pagamento do bônus da Itaipu e à ativação da bandeira vermelha 2 nas tarifas de energia, o subitem caiu 4,93% MoM

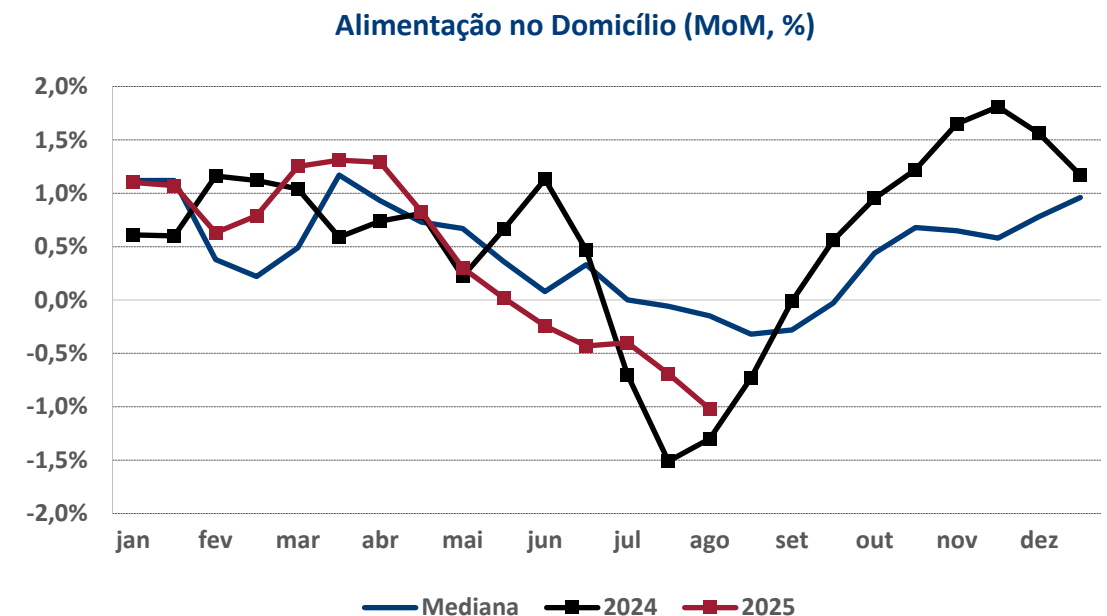
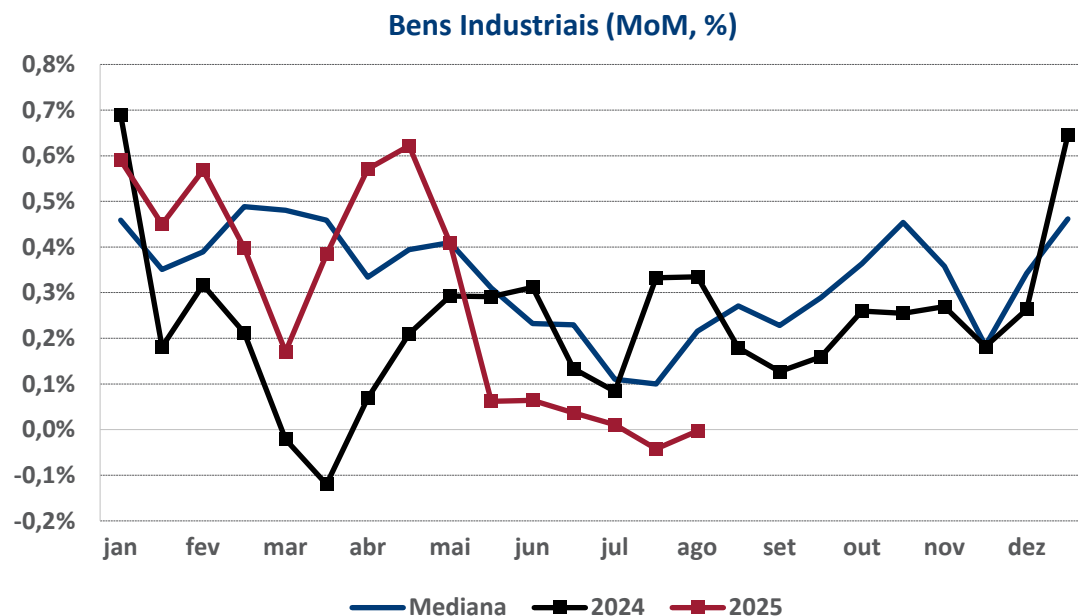
O núcleo de serviços avançou 0,55% MoM, ligeiramente acima das projeções, e o SAAR 3M subiu de 5,5% para 6,1%, continuando em níveis preocupantes.

A média dos núcleos de inflação aumentou 0,31% MoM, acima das expectativas, com seu SAAR 3M em 4,4%.

No geral, a composição do IPCA-15 de agosto apresentou uma deterioração marginal, com uma reaceleração nos preços dos serviços subjacentes.



- Os bens industriais permaneceram estáveis, em linha com as estimativas. O SAAR 3M diminuiu de 2,5% no mês passado para 1,7% em agosto.
- Os preços dos alimentos diminuíram 1,02% no mês, abaixo das expectativas. Itens como alimentos frescos, cereais e proteínas contribuíram para essa queda.
- A valorização da moeda se refletiu em uma melhora na inflação recente dos bens comercializáveis, enquanto o mercado de trabalho restrito limita a desinflação nos serviços.

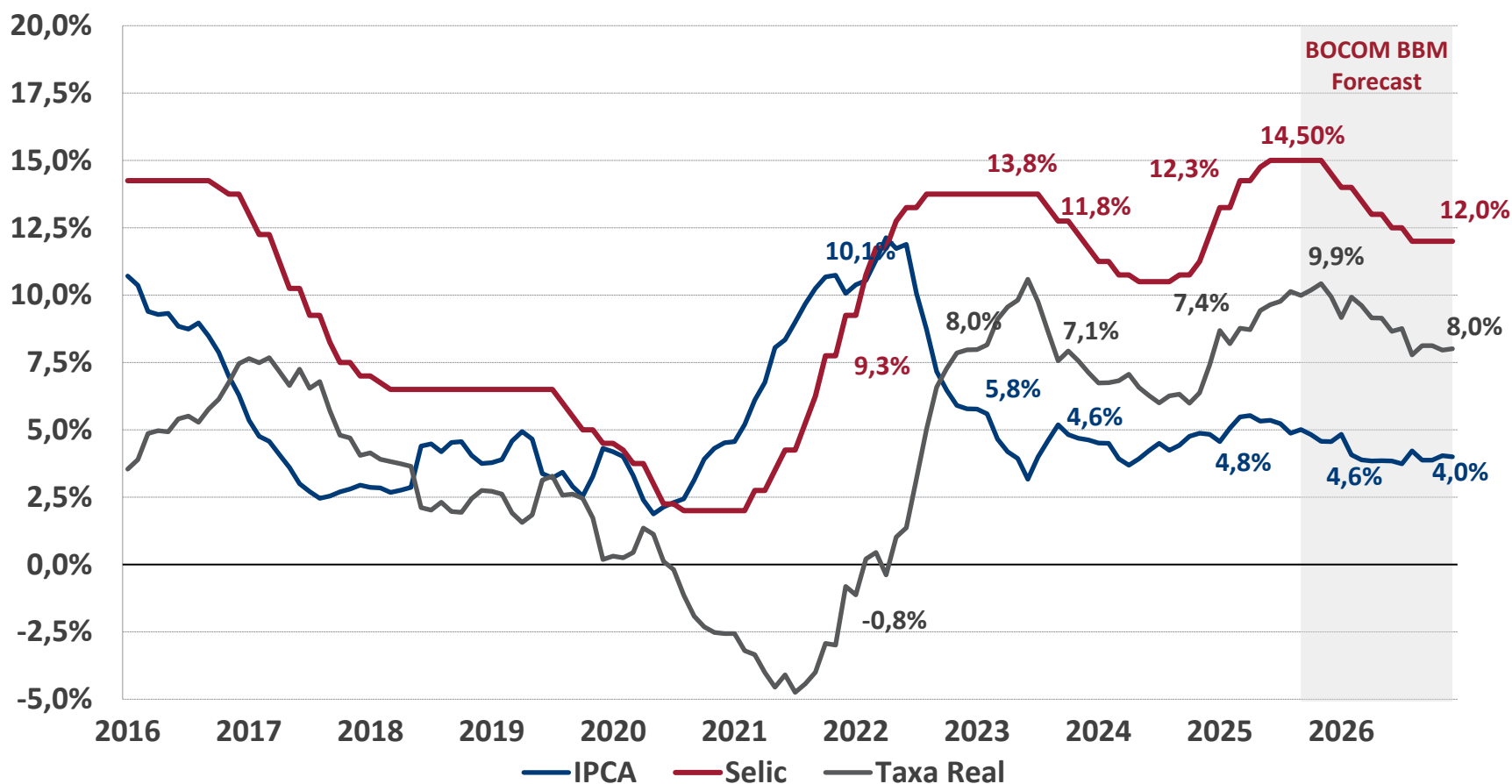


- Revisamos nossa projeção de inflação para 2025 de 5,0% para 4,7%, principalmente devido à inflação de bens industriais e de alimentos. A inflação de serviços, por outro lado, permanece pressionada.
- Para 2026, reduzimos de 4,1% para 4%, mas vemos riscos de baixa associados aos preços de alimentos, dado o cenário muito favorável para a oferta global de commodities em 2026.

IPCA (% anual)								
	pesos	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Administrados	26,6	2,6	16,9	-3,8	9,1	4,7	4,9	3,9
Industriais	23,6	3,2	11,9	9,5	1,1	2,9	2,7	2,4
Duráveis	10,3	4,5	12,9	6,1	-0,4	1,5	1,0	-
Semi-duráveis	5,9	-0,1	10,2	15,7	2,7	2,1	2,8	-
Não-duráveis	7,3	4,0	11,9	9,5	1,7	5,4	4,9	-
Alimentação no Domicílio	15,7	18,2	8,2	13,2	-0,5	8,2	4,4	4,9
Serviços	34,1	1,7	4,8	7,6	6,2	4,6	5,9	4,8
Alimentação fora	5,6	4,8	7,2	7,5	5,3	6,3	8,0	5,2
Relacionados ao salário mínimo	5,2	1,5	3,3	6,3	5,2	5,0	6,4	5,0
Sensíveis a atividade econômica	8,2	0,2	5,1	6,3	9,5	0,9	5,1	4,5
Inerciais	15,0	1,6	4,2	8,8	5,1	6,0	5,4	4,6
IPCA		4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,7	4,0

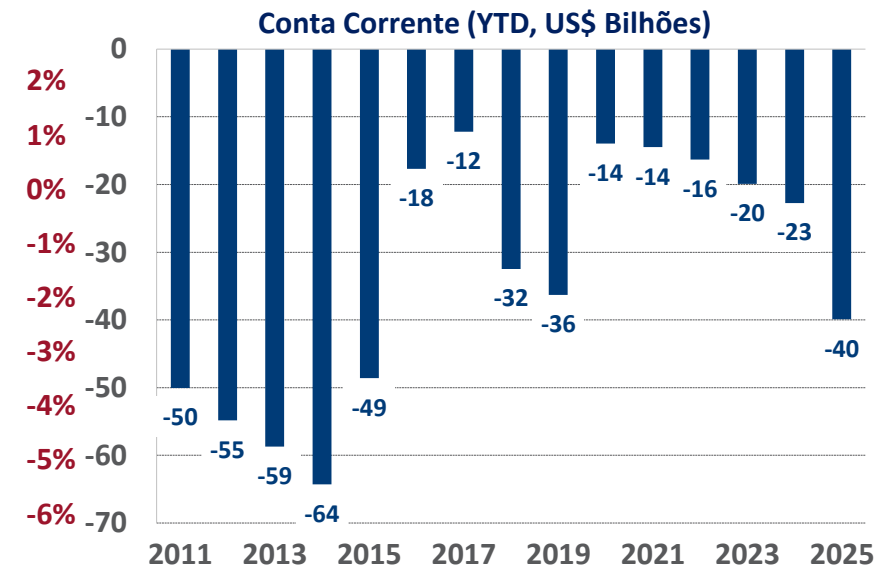
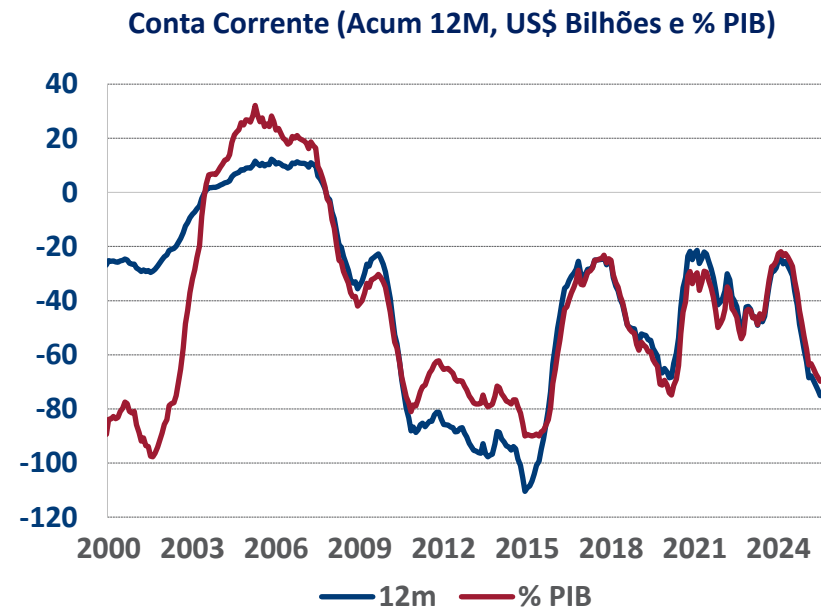
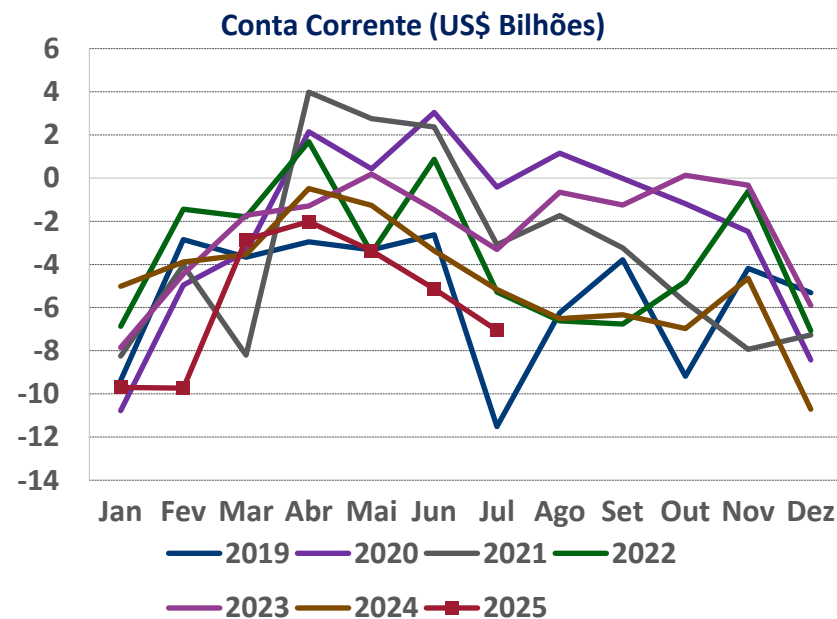
Em relação à política monetária, o Banco Central do Brasil (BCB) manteve a taxa Selic em 15,00% ao ano em sua reunião de julho, como esperado, apontando a necessidade de cautela na condução da política monetária. O comitê se esforçou para sugerir que os recentes desenvolvimentos na atividade e na inflação não alteram sua visão de que o trabalho da política monetária está longe de estar concluído e que ainda é necessário ter cautela extra daqui para frente. No entanto, a melhora nas expectativas de inflação e a valorização do real podem levar o Banco Central a antecipar o ciclo de cortes. Esperamos agora um corte de 0,5 ponto percentual em dezembro, um cenário em linha com a desaceleração da atividade econômica e com os resultados do IPCA melhores do que o esperado. O início do ciclo de cortes do Fed também deve contribuir para a valorização do real.

IPCA, Selic e Taxa de Juros Real Ex-post (YoY, %)

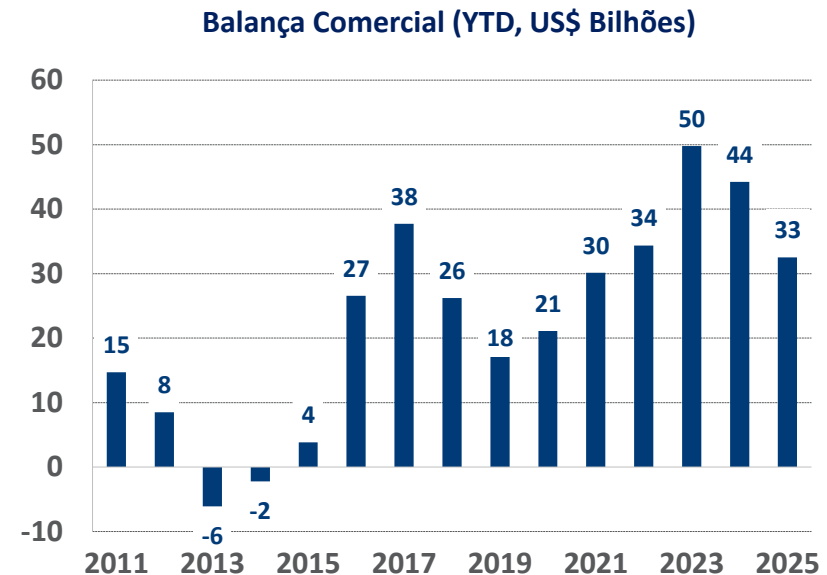
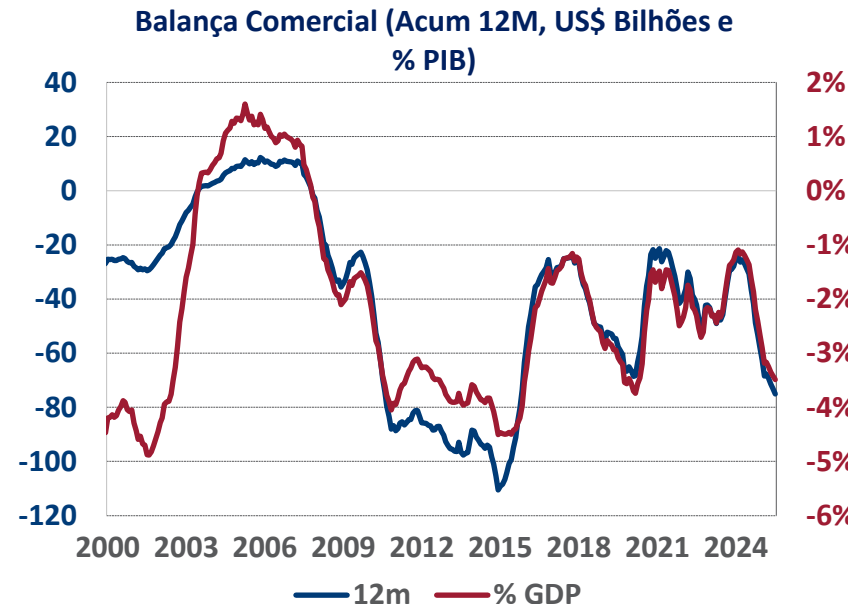
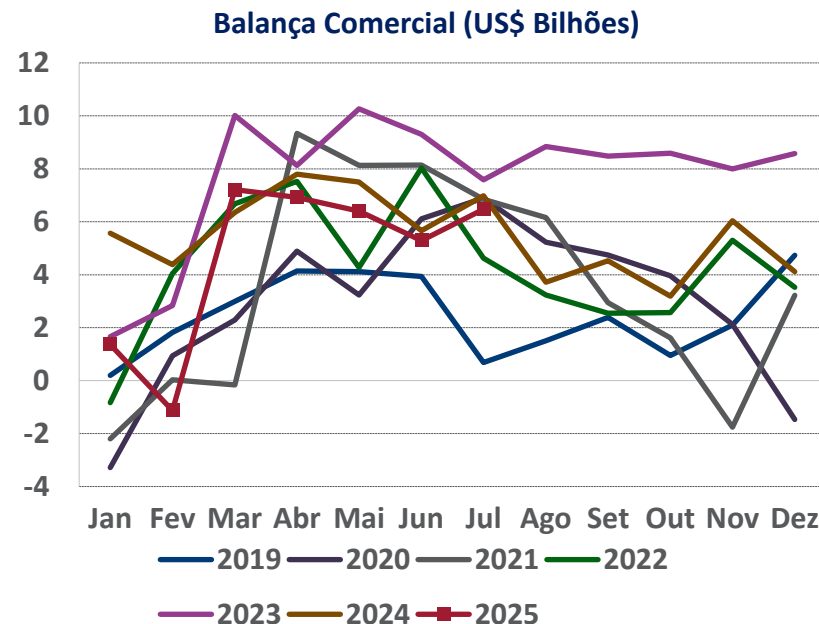


Brasil: Balanço de Pagamentos

- A conta corrente brasileira registrou um déficit de USD 7,1 bilhões em julho de 2025, pior que as expectativas do mercado (USD -5,5 bilhões).
- Na soma móvel de 12 meses, o déficit atingiu USD 75,3 bilhões (3,50% do PIB) de USD 73,3 bilhões (3,43% do PIB) em junho.
- No geral, a demanda interna robusta continua sendo o principal fator por trás do aumento do déficit em conta corrente.

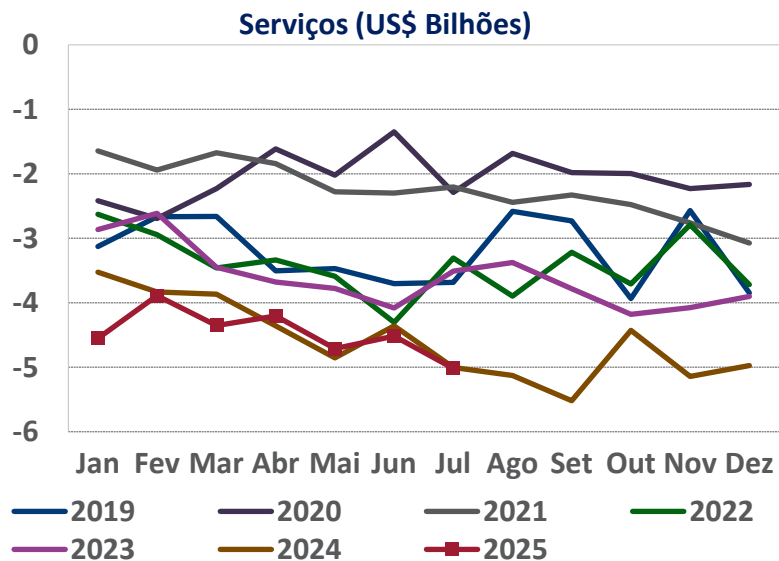
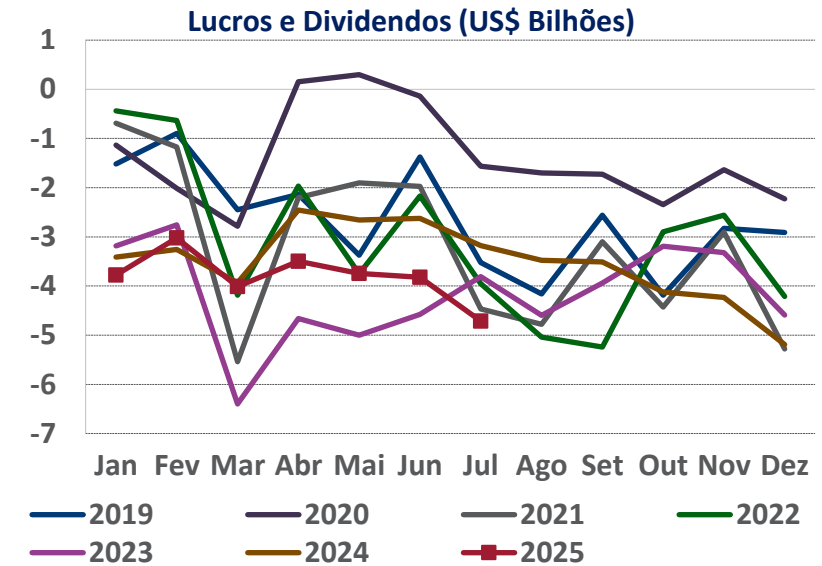


- A balança comercial registrou um superávit de USD 6,5 bilhões, em linha com o superávit de USD 7,0 bilhões registrado um ano antes.
- As exportações aumentaram significativamente (4,8% MoM) ficando em USD 32,6 bilhões, enquanto as importações continuaram robustas (+8,3% YoY para USD 26,1 bilhões). De acordo com dados do MDIC, os volumes de importação continuam robustos, pressionando o superávit comercial.
- Na variação de 12 meses, o superávit comercial diminuiu ligeiramente para USD 53,9 bilhões, de USD 54,4 bilhões em junho.
- Olhando para frente, a redução das restrições logísticas aos envios de soja deve apoiar as exportações no segundo semestre, enquanto os volumes de importação permanecem elevados.

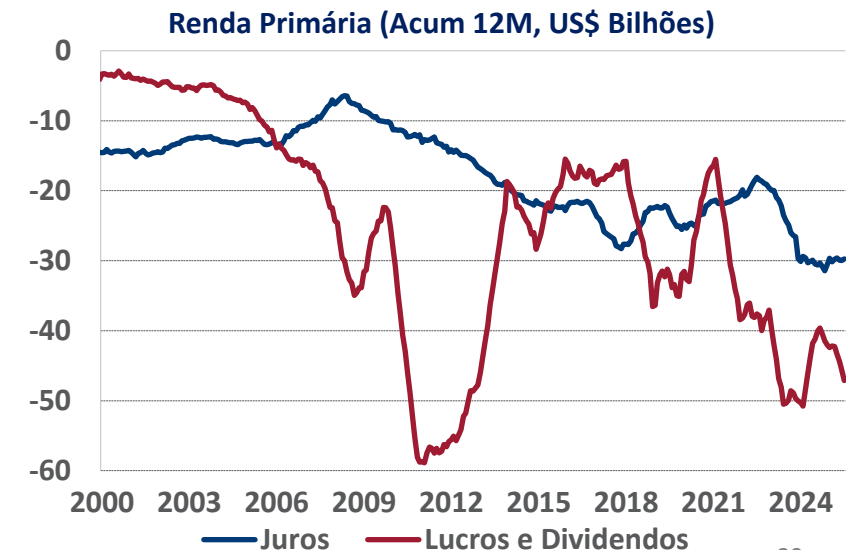
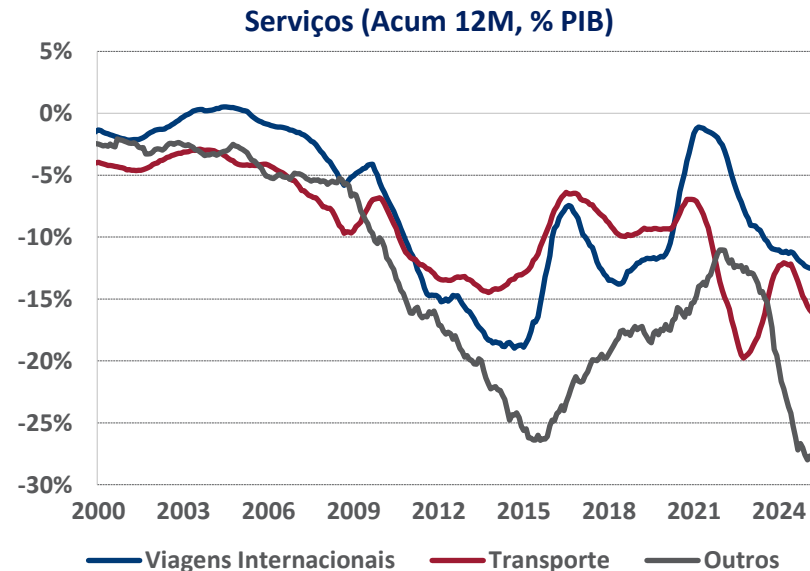


Brasil: Balanço de Pagamentos

- O déficit de serviços registrado foi de US\$ 5,0 bilhões em julho, em linha com o déficit de US\$ 5,0 bilhões observado no mesmo período do ano passado. Na variação de 12 meses, o déficit de serviços atingiu US\$ 56,5 bilhões.
- As contas de “Propriedade Intelectual” e “Telecomunicações”, cujas dinâmicas são menos sensíveis ao ciclo econômico, registraram um déficit de US\$ 0,8 bilhão cada uma em julho.
- Além disso, a conta de “Serviços Pessoais, Culturais e Recreativos” registrou um superávit de US\$ 57 milhões em julho de 2025, ante um déficit de US\$ 472 milhões em julho de 2024. O resultado veio em linha com a formalização das operações de apostas que começaram no início deste ano.

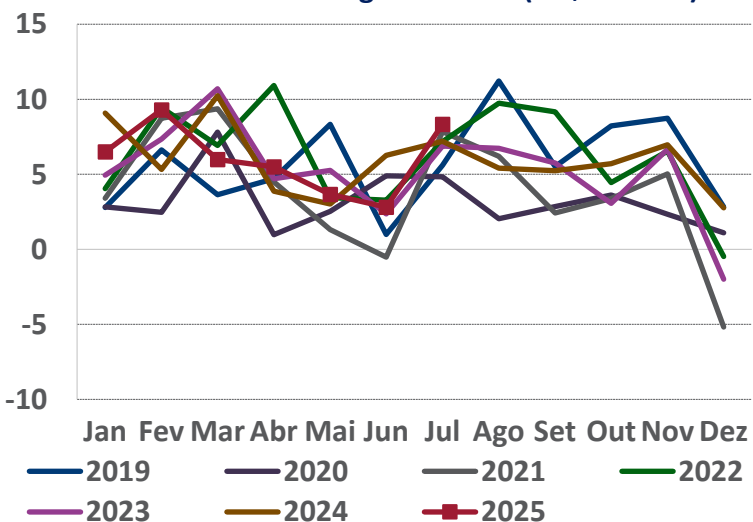


Fonte: BOCOM BBM, BCB

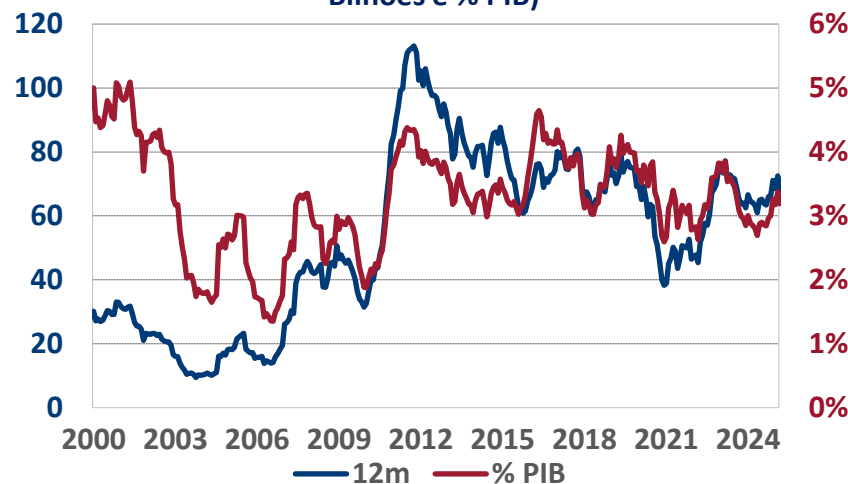


- O Investimento Estrangeiro Direto (IED) registrou entradas líquidas de US\$ 8,3 bilhões em julho, acima do consenso do mercado.
- Na variação de 12 meses, os influxos de IED aumentaram para US\$ 68,2 bilhões (3,17% do PIB), acima dos US\$ 67,0 bilhões registrados em junho.
- No geral, vemos as condições externas piorando com a combinação de maiores déficits em Conta Corrente, maior saída líquida de capital e falta de uma recuperação mais robusta do investimento estrangeiro.

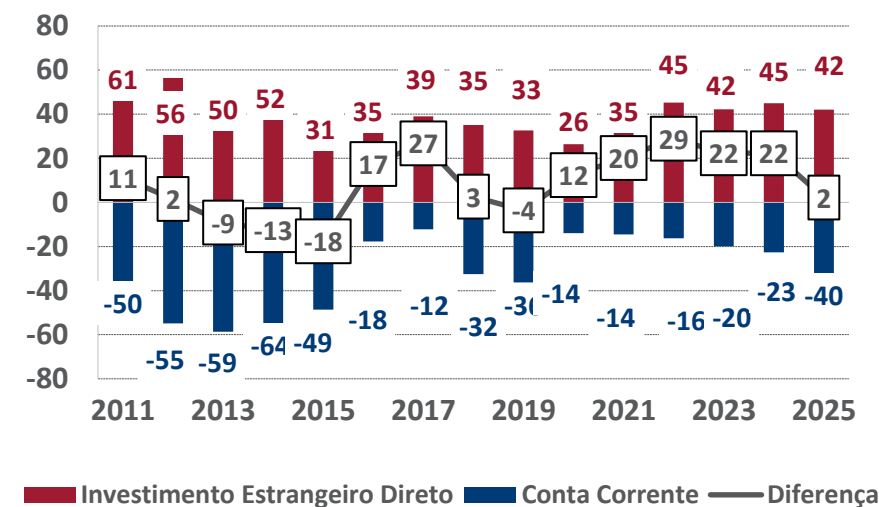
Investimento Estrangeiro Direto (US\$ Bilhões)



Investimento Estrangeiro Direto (Acum 12M, US\$ Bilhões e % PIB)

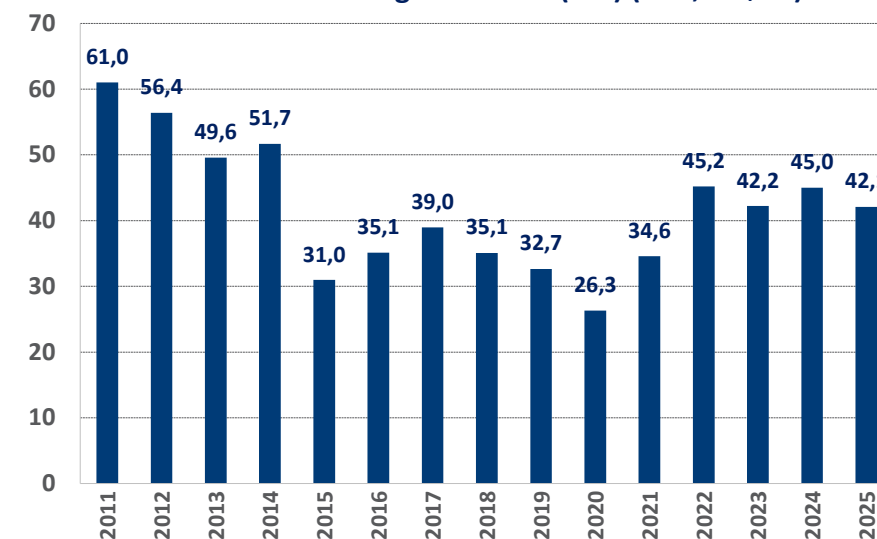


Conta Corrente e IED (YTD, US\$ Bilhões)

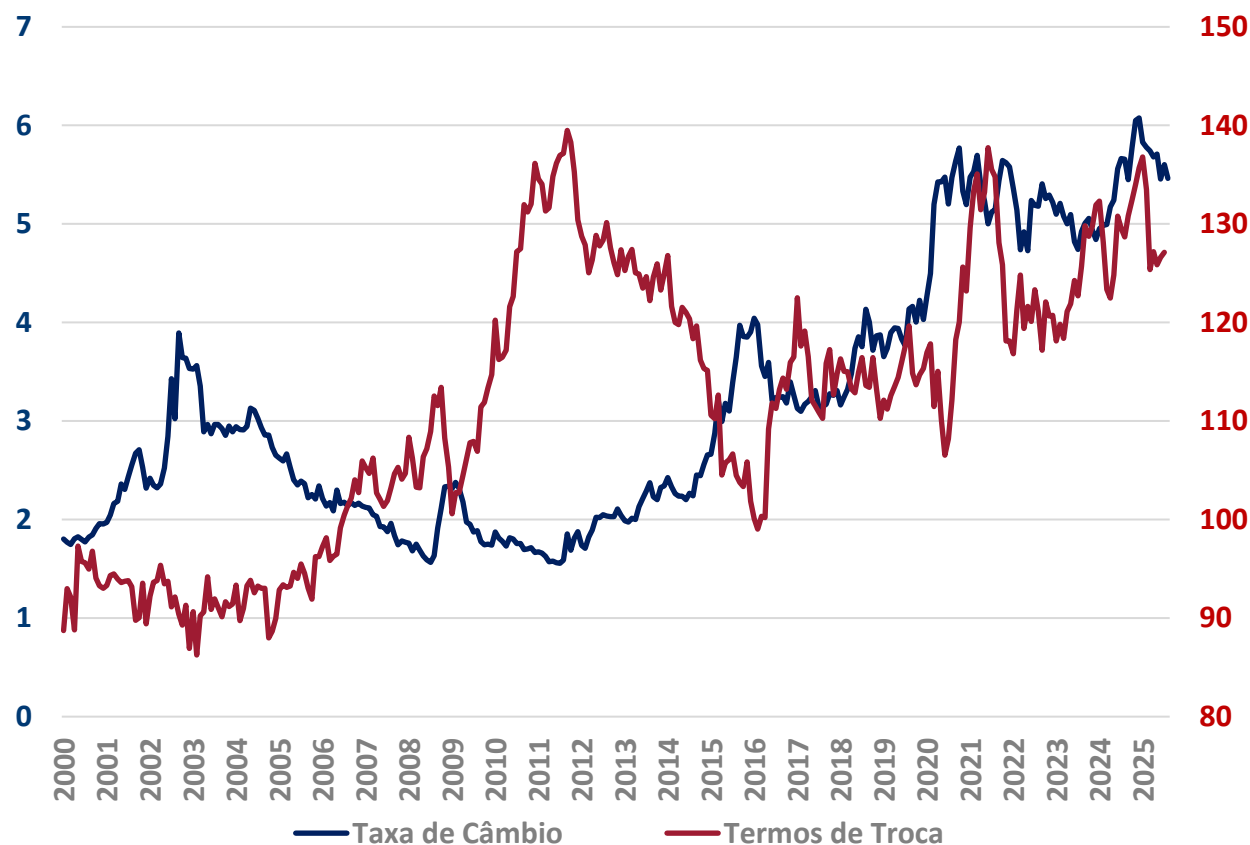


Em agosto, o real brasileiro se apreciou de 5,58 para cerca de 5,43 em relação ao dólar americano. O movimento refletiu uma breve pausa na força global do dólar após sinais dovish do Fed, mas os ganhos foram limitados pela surpresa na prévia do IPCA de agosto e pelas condições de financiamento locais mais restritivas. Receitas comerciais mais fracas e um déficit externo maior aumentaram a pressão sobre a moeda. Ainda assim, o real se manteve firme, apoiado pela elevada taxa Selic e pelos fortes fluxos de carry trade. No entanto, as tensões diplomáticas com os EUA e as fragilidades externas representam riscos para a resiliência do Investimento Estrangeiro Direto (IED), embora agosto tenha registrado um volume sólido de US\$ 8,3 bilhões em entradas.

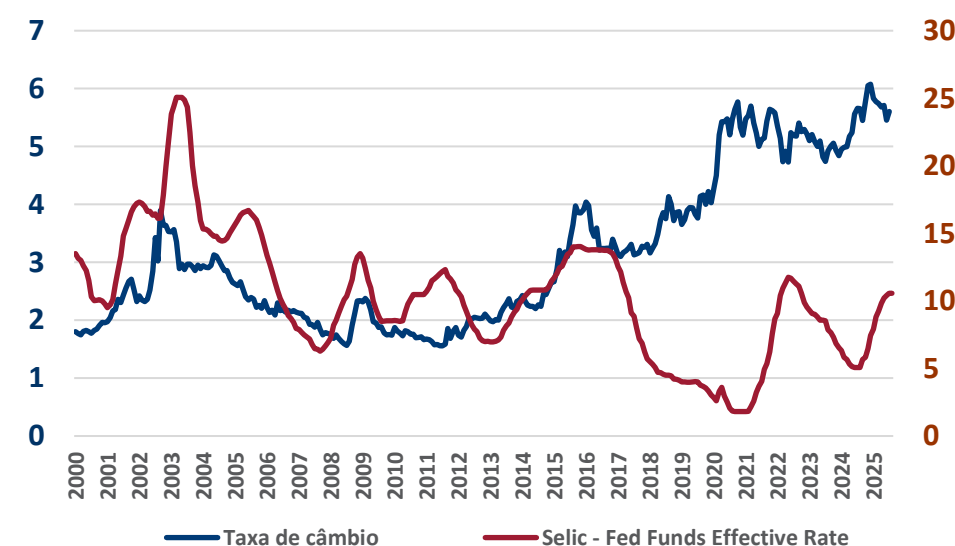
Investimento Estrangeiro Direto (IED) (YTD, US\$ Bi)



Termos de Troca x BRL

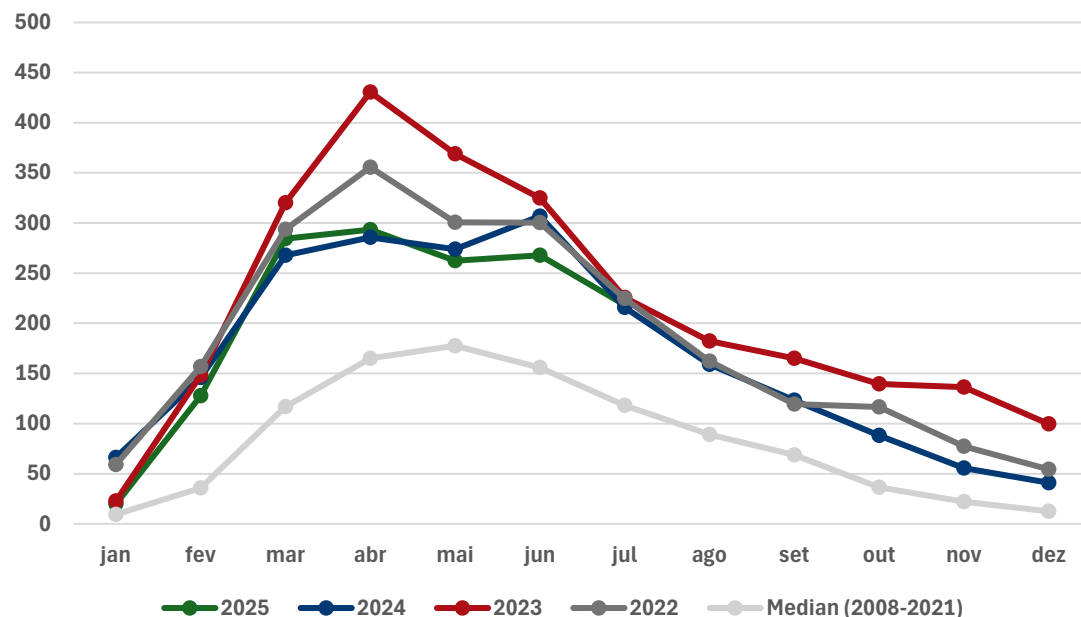


Diferencial de Juros x BRL

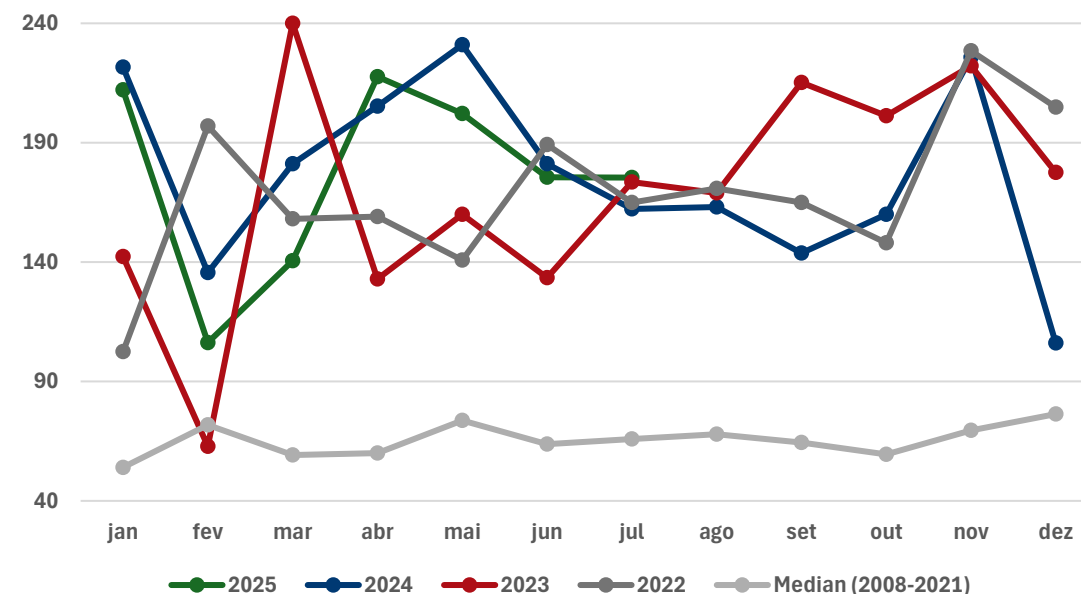


- Em julho, a balança comercial apresentou um superávit de USD 7,07 bilhões (-6,3% YoY), de acordo com dados da Secex.
- As exportações aumentaram 4,8% YoY, principalmente devido ao desempenho da indústria de transformação (7,4% YoY). Por sua vez, embora as exportações tenham crescido, alguns produtos registraram uma queda nas vendas, como a celulose (-23,5%), o algodão (-33,7%) e o minério de ferro (-8,8%).
- Por outro lado, as importações aumentaram 8,4% YoY, impulsionadas pela indústria de transformação (11,1% YoY), enquanto as importações da indústria extrativa diminuíram 29,2%.

Brasil BoP: Exportações de Soja
USD Milhão Média Diária



Brasil BoP: Exportações de Petróleo
USD Milhão Média Diária



This presentation was prepared by Banco BOCOM BBM. The information contained herein should not be interpreted as investment advice or recommendation. Although the information contained herein was prepared with utmost care and diligence, in order to reflect the data at the time in which they were collected, Banco BOCOM BBM cannot guarantee the accuracy thereof. Banco BOCOM BBM cannot be held responsible for any loss directly or indirectly derived from the use of this presentation or its contents. This report cannot be reproduced, distributed or published by the recipient or used for any purpose whatsoever without the prior written consent of Banco BOCOM BBM.