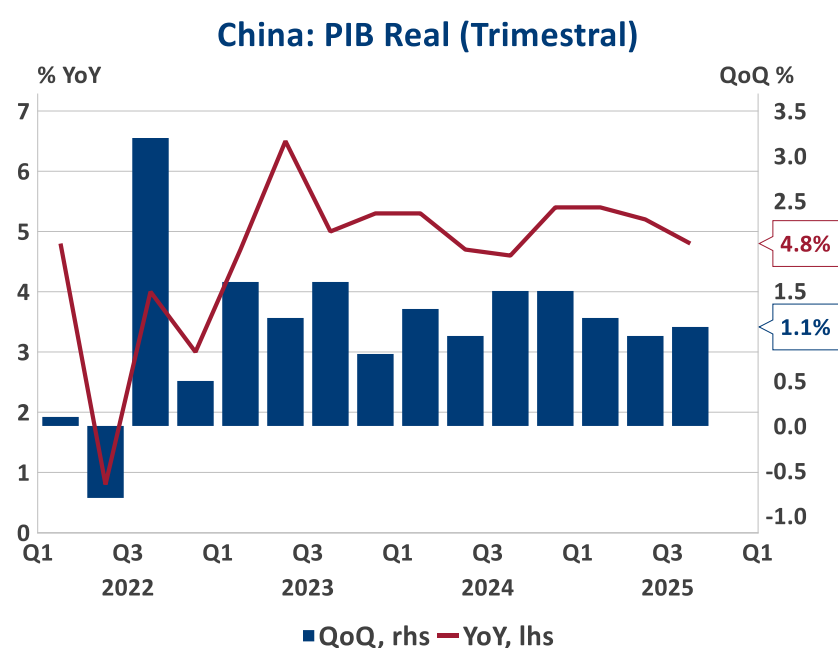


Cenário Macro

Novembro 2025

- Nos **EUA**, o FOMC decidiu cortar juros em 25 bps novamente na reunião de outubro, mas colocou em dúvidas um outro corte em dezembro. O presidente do FOMC enfatizou que há menos consenso entre os membros do comitê: enquanto alguns veem espaço para mais afrouxamento, outros acreditam que a dinâmica da economia não justifica outro corte na próxima reunião. O mês foi marcado pela ausência de divulgação de muitos dados econômicos devido à paralisação do governo. Os dados de inflação, entretanto, foram divulgados. O CPI de setembro veio melhor que o esperado, principalmente em serviços de habitação e em veículos, mas a inflação segue acima da meta e reflete os impactos das tarifas, com efeitos que devem permanecer precionando a inflação no restante do segundo semestre. Na atividade, a economia ainda mostra alguns sinais de arrefecimento. No mercado de trabalho, o último Payroll disponível indicou enfraquecimento adicional em agosto, e o ADP de setembro também veio abaixo do consenso, aumentando riscos de distensão subsequente. Porém, desde então, os indicadores alternativos disponíveis não sugerem fraqueza adicional. Embora alguns sinais de arrefecimento persistam, o cenário segue altamente incerto, e o Fed sinalizou ausência de viés claro para mais afrouxamento na reunião de Dezembro.
- Quanto à **China**, os dados recentes de atividade mostraram sinais mistos. O PIB do 3T desacelerou mas ficou acima das expectativas, com a surpresa impulsionada por exportações robustas e produção industrial, refletindo melhora nas tensões comerciais e demanda global resiliente. Nos indicadores mensais, vendas no varejo, investimento em ativos fixos e indicadores de habitação desaceleraram, enquanto a produção industrial surpreendeu para cima. No comércio, as exportações superaram expectativas, com alguma melhora nas vendas para os EUA e continuidade do redirecionamento comercial. As importações aceleraram consideravelmente, marcando o quarto mês consecutivo de alta. Com relação à inflação, pressões deflacionárias persistiram mas houve alguma melhora no núcleo da inflação em setembro. Além disso, o Quarto Plenário do Partido Comunista Chinês delineou prioridades para o 15º Plano Quinquenal, enfatizando autossuficiência tecnológica, estabilidade em manufaturas e fortalecimento da demanda doméstica. As políticas devem permanecer focadas em infraestrutura e investimento em tecnologia, mas com algum suporte ao consumo.
- No Brasil, a **atividade econômica** exibe sinais de desaceleração. Em agosto, o resultado da produção industrial veio acima das expectativas, com um aumento de 0,8% MoM. Além disso, os serviços registraram um aumento modesto (0,1% MoM), enquanto as vendas no varejo apresentaram um leve aumento (0,2% MoM), mostrando uma ligeira recuperação em um cenário de desaceleração gradual da atividade econômica. Resumindo esse cenário, o IBC-BR apresentou um aumento de 0,4% MoM em agosto. Em relação ao mercado de trabalho, o emprego formal continua robusto. Os salários reais aumentam moderadamente e o desemprego permanece em níveis historicamente baixos, apesar da desaceleração econômica gradual.
- Em relação à **política monetária**, o Banco Central do Brasil (BCB) manteve a taxa Selic em 15,00% a.a. em sua reunião de setembro, como amplamente esperado. O ciclo de alta de juros parece ter chegado ao fim, visto que o Copom não prevê mais uma interrupção no ciclo, abrindo caminho para um ciclo de cortes em algum momento no futuro próximo. No entanto, o comitê também afirmou que permanecerá vigilante avaliando se as taxas no nível atual serão suficientes para trazer a inflação para a meta. A projeção de inflação do BC para seis trimestres à frente foi mantida em 3,4% no primeiro trimestre de 2027, permanecendo inalterada apesar da apreciação da moeda e das expectativas de inflação mais baixas no FOCUS. No geral, o Copom indica que, embora a continuação de um ciclo de alta seja mais improvável, as projeções de inflação ainda em 3,4% (e acima da meta) podem exigir cautela e a manutenção da Selic no nível atual por um período prolongado de tempo.
- O **IPCA-15** de outubro subiu 0,18% MoM, abaixo do consenso de 0,21% MoM. A variação em 12 meses caiu de 5,32% em setembro para 4,94% em outubro. A principal surpresa altista veio de gasolina e energia elétrica residencial, enquanto as passagens aéreas surpreenderam para baixo. Com relação à decomposição, o núcleo de serviços avançou 0,24% MoM, bem abaixo das projeções, e o SAAR 3M caiu de 4,9% para 4,7%. A média dos núcleos de inflação aumentou 0,21% MoM, abaixo das expectativas, com seu SAAR 3M em 3,8%. No geral, a última composição do IPCA-15 ficou melhor do que o esperado, especialmente nas métricas dos núcleos de serviços. Além disso, a recente melhora na inflação dos bens comercializáveis, junto das métricas dos núcleos apresentando resultados mais comportados, continuam a corroborar os riscos baixistas no cenário.
- No cenário **fiscal**, o setor público brasileiro registrou um déficit primário de R\$ 17,5 bilhões em setembro, em linha com o consenso de mercado (déficit de R\$ 17,6 bilhões), em relação a um déficit de R\$ 7,3 bilhões em setembro de 2024. Em relação à distribuição, o governo central e os governos regionais registraram déficits de R\$ 14,9 bilhões e R\$ 3,5 bilhões, respectivamente, enquanto as empresas estatais (SOEs) apresentaram um superávit de R\$ 1,0 bilhão. A Dívida Bruta do Governo Geral (GGGD) aumentou para 78,1% 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 este efeito.

- A atividade econômica mostrou sinais mistos:
- O PIB do terceiro trimestre cresceu 4,8% com relação ao ano anterior, ligeiramente acima das expectativas (4,7%), mas em desaceleração em relação ao ritmo do 2T25 (5,2% YoY). A surpresa positiva foi impulsionada principalmente por exportações resilientes e produção industrial, refletindo alguma melhora nas tensões comerciais e demanda global resiliente;
- Vendas no varejo desaceleraram de 3,4% para 3,0% YoY, em linha com as expectativas do mercado. Houve altas em celulares e vestuário, mas, por outro lado, os serviços de alimentação registraram o ritmo mais lento desde o fim da Covid, e os efeitos de base têm se tornando menos favoráveis;
- A produção industrial acelerou de 5,2% para 6,5% na comparação anual (exp. 5,0%), surpreendendo positivamente as expectativas. Na composição, a força veio principalmente de automóveis, robôs industriais e chips, e o dado sugere resiliência da demanda global;
- O investimento em ativos fixos desacelerou, de 0,5% para -0,5% no YTD YoY, abaixo do consenso de mercado de 0,1%. Houve contrações mais profundas na maioria dos componentes, puxado principalmente pelo setor imobiliário;
- Habitação: Os dados de moradia em geral registraram nova queda na média móvel de 12 meses, e o setor segue em trajetória de ajustamento. A demanda enfraquecida também parece refletida nos dados de crédito, já que os empréstimos às famílias permaneceram relativamente fracos apesar da emissão relevante de títulos do governo.

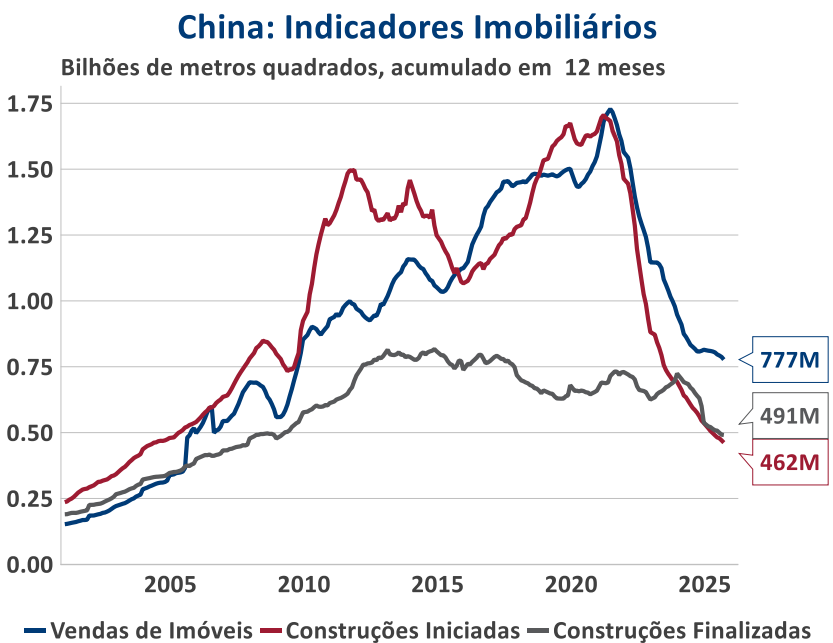


Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

China: Atividade (% YoY)

	9/2025	8/2025	9/2024
Produção Industrial	6,5	5,2	5,4
Mineração	6,4	5,1	3,7
Indústria	7,3	5,7	5,2
Utilidades	0,6	2,4	10,1
Investimento em Ativos Fixos (YTD)	-0,5	0,5	3,4
Indústria	4,0	5,1	9,2
Setor Imobiliário	-13,9	-12,9	-10,1
Infraestrutura	1,1	2,0	4,1
Vendas no Varejo	3,0	3,4	3,2
Serviços de Alimentação	0,9	2,1	3,1
Bens de Consumo	3,3	3,6	3,3
Vestuário	4,7	3,1	-0,4
Automóveis	1,6	0,8	0,4
Mobília	16,2	18,6	0,4
Aparelhos Celulares	16,2	7,3	12,3
Eletrodomésticos	3,3	14,3	20,5
Construção	-0,1	-0,7	-6,6

Fonte: BOCOM BBM, Macrobond



Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

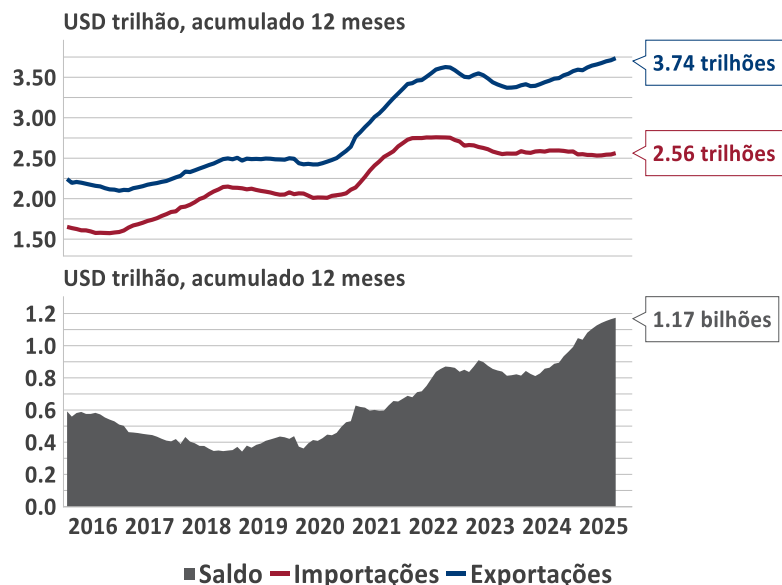
O crescimento do comércio da China reacelerou em setembro, sugerindo retomada do impulso comercial:

- Exportações avançaram de 4,4% para 8,3% YoY, acima do consenso de 6%. Isso correspondeu a um aumento de 0,7% em termos MoM SA, com alguma melhora nas exportações para os EUA e um prosseguimento do redirecionamento comercial;
- Importações também vieram consideravelmente acima do consenso, indo de 1,3% para 7,4% YoY, contra expectativa de 1,5%. Foi a maior variação anual em 17 meses, marcando o quarto mês consecutivo de alta MoM;

Quanto à inflação, o CPI subiu marginalmente, de -0,4% para -0,3% YoY, mas ficou ligeiramente abaixo do consenso de -0,1%:

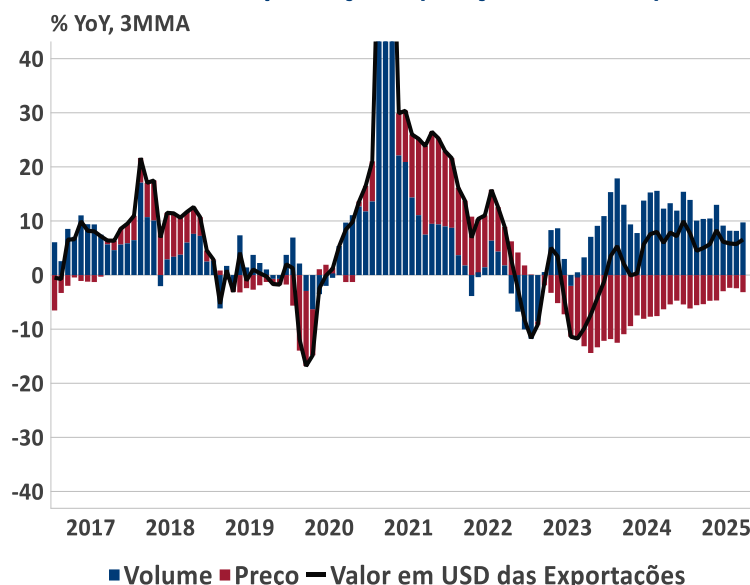
- O dado foi pressionado por preços mais fracos de alimentos e energia. No entanto, o núcleo de inflação voltou a subir marginalmente, em 0,1pp para 1,0% YoY – o maior nível desde 02/2024. Isso possivelmente reflete os esforços recentes do governo para estimular a demanda doméstica por meio do programa de substituição de consumo;
- No geral, os dados sugerem que as pressões deflacionárias ainda persistem na economia chinesa, mas houve alguma melhora em setembro.

China: Balança Comercial



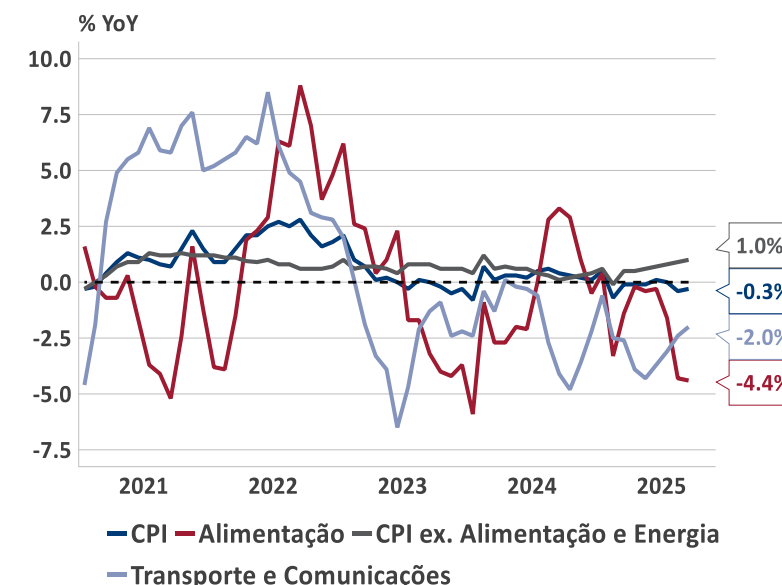
Source: BOCOM BBM, Macrobond, GAC

China: Exportações (Preço x Volume)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, GAC

China: CPI



Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

EUA: Mercado de Trabalho

O **Payroll** de Setembro foi adiado devido a um shutdown ainda em curso no governo americano, levando o mercado a atribuir mais peso a indicadores secundários;

Entre esses, o **relatório de empregos ADP veio abaixo do esperado, aumentando as chances de mais um payroll abaixo do esperado;**

Isso ocorre após um **payroll de Agosto mais fraco que o esperado;**

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;

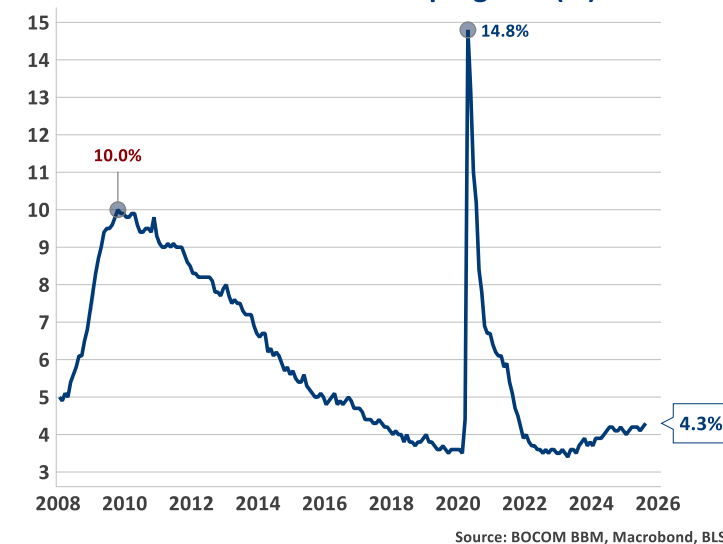
A taxa de desemprego subiu novamente, de 4,25% para 4,32%, dentro do consenso de 4.3% - atingindo o maior patamar desde 2021;

Além disso, o gap entre empregos e trabalhadores caiu para -0,16 milhão, indicando que há mais trabalhadores disponíveis que empregos na economia pela primeira vez em mais de quatro anos;

Uma análise mais detalhada do mercado de trabalho depende do relatório mais recente do **payroll**, a ser divulgado quando a **paralisação do governo for encerrada;**

A data exata é incerta, já que as negociações parecem estagnadas conforme a duração se aproxima de um mês;

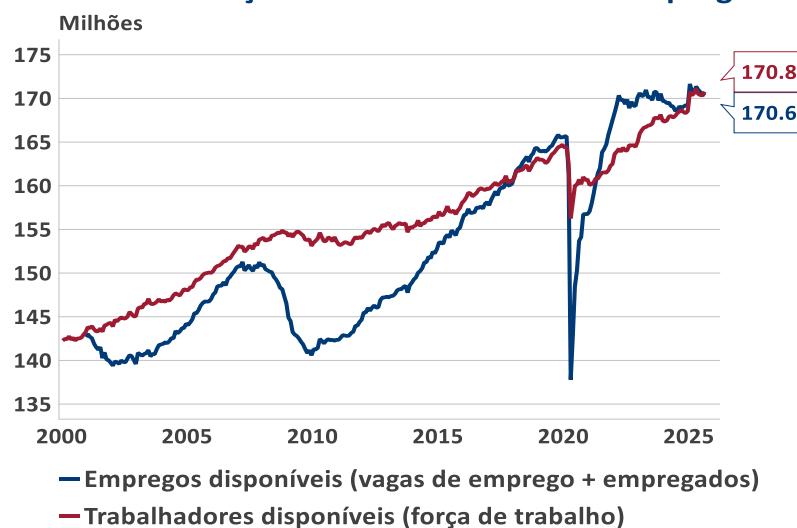
EUA: Taxa de Desemprego SA (%)



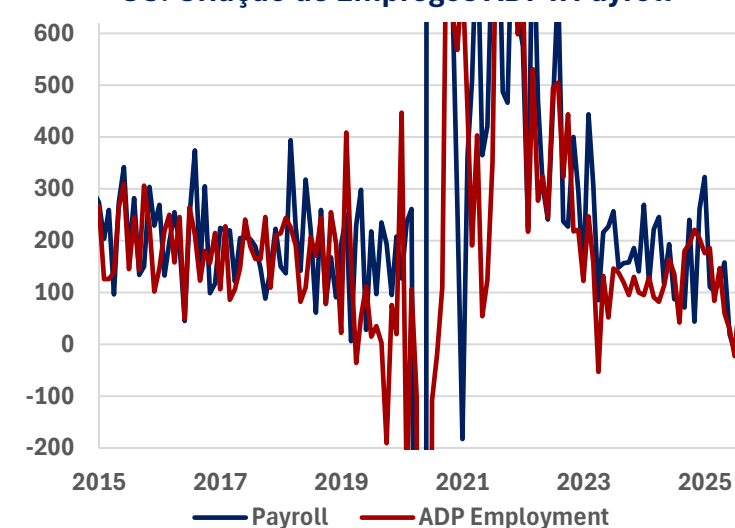
EUA: Criação de Empregos Não-Agrícolas



EUA: Diferença entre Trabalhadores e Empregos

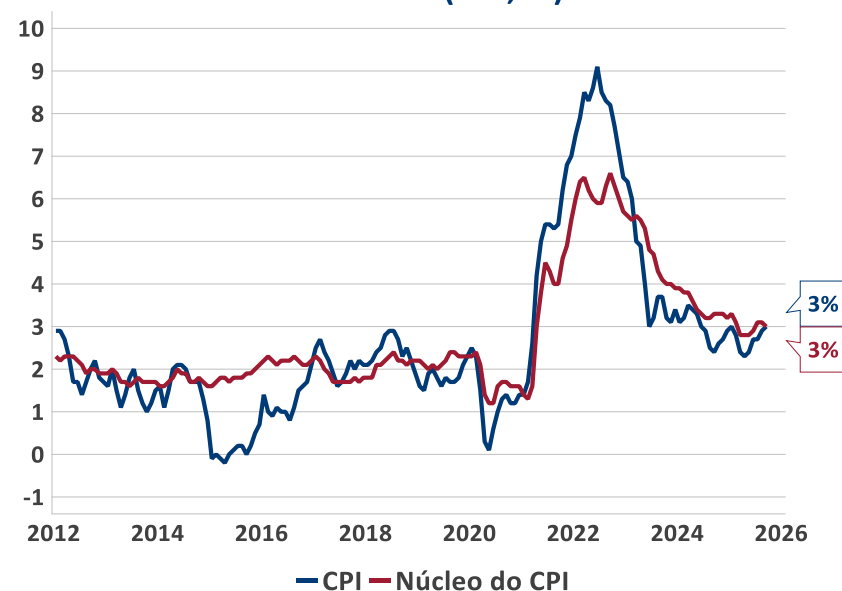


US: Criação de Empregos ADP x Payroll



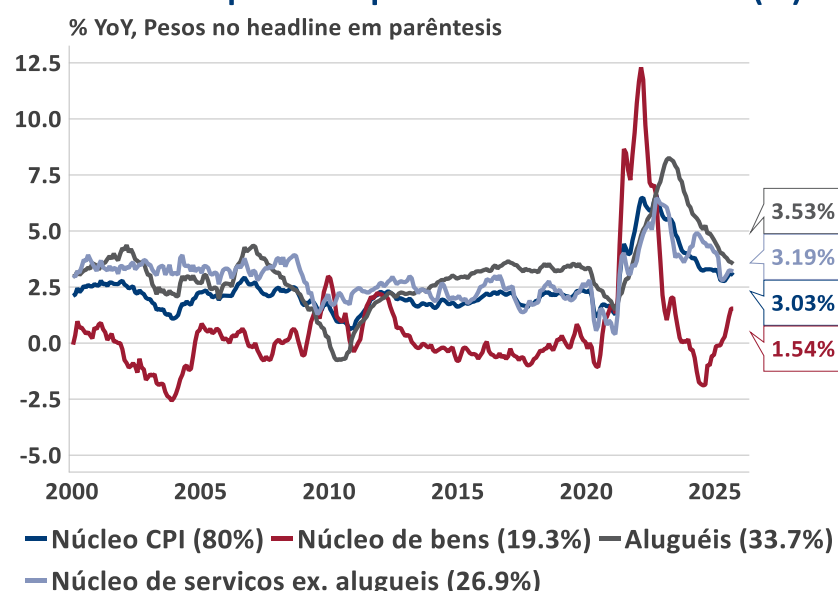
- O CPI cheio de setembro**, divulgado apesar da paralisação, **desacelerou** para 0,31% MoM (abaixo da expectativa de 0,39%), elevando o YoY de 2,9% para 3,0% - também abaixo do consenso de 3,1%;
 - Na composição, alimentos vieram em linha com o esperado, enquanto energia ficou levemente abaixo do consenso;
- O núcleo do CPI** desacelerou para **0,23% MoM**, também abaixo da expectativa de 0,30%, reduzindo o YoY em 0,1pp para 3,0%, abaixo do consenso de 3,1%;
 - O núcleo de bens desacelerou para 0,22% MoM, abaixo dos 0,37% esperados, mas ainda em ritmo elevado. As tarifas seguem com impactos claros sobre a inflação, embora ainda aquém do repasse total esperado — com o YoY atingindo o maior nível em dois anos;
 - O núcleo de serviços também veio abaixo do esperado (0,24% vs 0,33% exp.), com a maior desaceleração vinda de habitação, especialmente OER. Por outro lado, o Supercore acelerou levemente acima do consenso (0,35% vs 0,32% exp.), mantendo ritmo ainda resiliente;
- No geral, a composição do CPI de setembro foi melhor que o esperado e continua reduzindo preocupações com uma alta mais intensa, mas mostra impactos claros das tarifas;
- Para frente, projeta-se um aumento pontual da inflação até o fim do ano, à medida que os impactos das tarifas se intensificam – mas divulgações recentes mais fracas que o esperado têm reduzido a probabilidade de efeitos mais persistentes.

EUA: CPI (YoY, %)



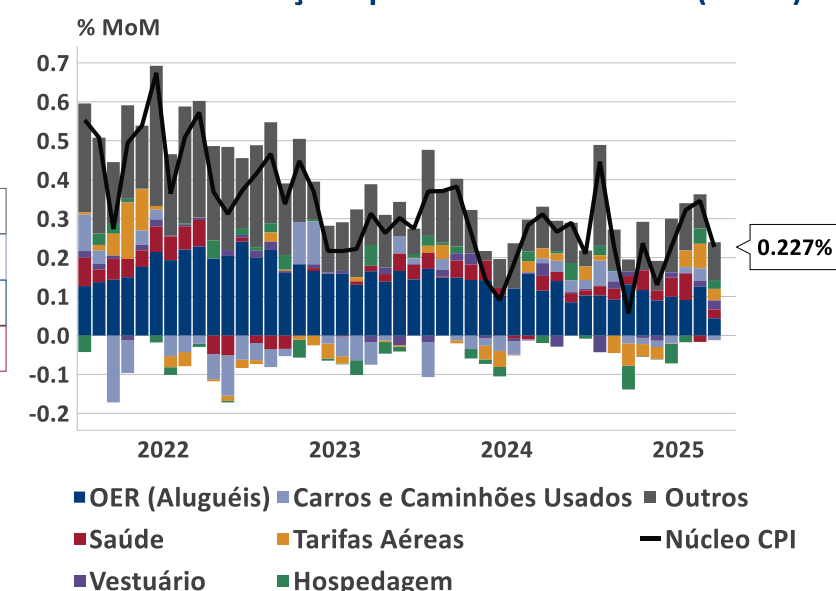
Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

EUA: Principais Componentes do Núcleo CPI (%)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

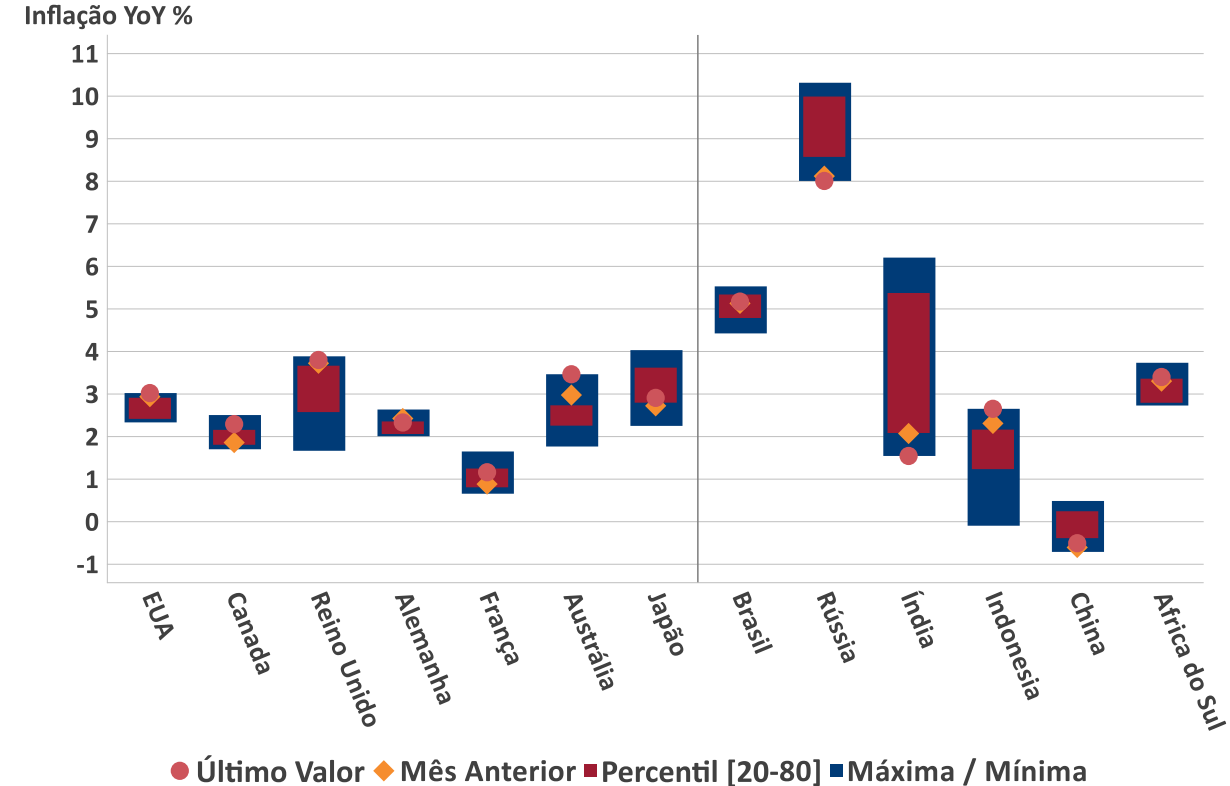
EUA: Contribuições para o Núcleo do CPI (MoM)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

- Diversos mercados desenvolvidos apresentaram avanços nos números de inflação em 2025; no entanto, esse progresso parece ter estagnado em alguns (como os EUA) e permanece heterogêneo entre os mercados emergentes;
- O aperto significativo na política monetária nos últimos anos resultou em desaceleração da atividade econômica em vários países, embora o crescimento global continue surpreendendo positivamente e tenha se mantido resiliente no primeiro semestre de 2025;
- As expectativas de uma desaceleração adicional da economia global, alimentadas pela política econômica dos EUA e pela incerteza sobre tarifas, diminuíram levemente, mas ainda configuram um cenário possível, mantendo as expectativas de mais afrouxamento monetário em diversos países. Mas ritmo e a magnitude dos cortes dependerão do contexto doméstico de cada um.

Variação da Inflação nos Últimos 12 Meses



Source: BOCOM BBM, Macrobond

G20: Tracker de PIB (QoQ, %)

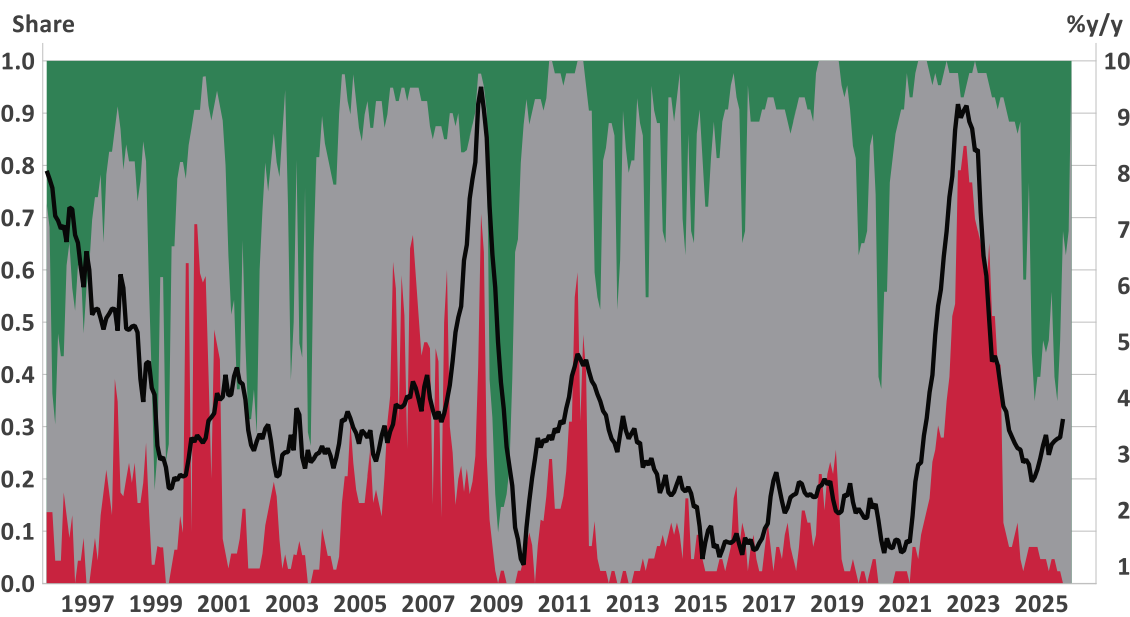
	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024	Q4 2023
África do Sul		0,8	0,1	0,4	-0,3	0,3	0,1	0,4
Alemanha	0,0	-0,2	0,3	0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,3
Arábia Saudita	2,1	-0,7	-0,6	4,1	1,0	-1,2	0,5	2,8
Argentina		-0,1	0,9	2,2	3,6	-0,8	-1,8	-2,2
Austrália		0,6	0,3	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1
Brasil		0,4	1,3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

Sources: BOCOM BBM, Macrobond, National Sources

- Diversos mercados emergentes seguem afrouxando sua política monetária, como México, Chile e Turquia;
- Os bancos centrais de mercados desenvolvidos demoraram um pouco mais, mas também reduziram juros em 2025 de forma geral. No entanto, há exceções, como o Japão, que elevou as taxas de juros este ano e mantém viés de alta;
- No geral, a incerteza em torno das tarifas dos EUA e seus potenciais efeitos sobre a inflação continua levando as instituições a uma postura mais cautelosa e dependente dos dados, apesar da desescalada parcial do conflito comércio.

Difusão Monetária Global

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



- Apertando (aumentando juros), lhs ■ Inalterados (juros estáveis), lhs
- Afrouxando (cortando juros), lhs — Inflação CPI Global, ponderada pela mediana, rhs

Source: BOCOM BBM, Macrobond, World Bank

Acompanhamento de Bancos Centrais: G20 & Países da OCDE

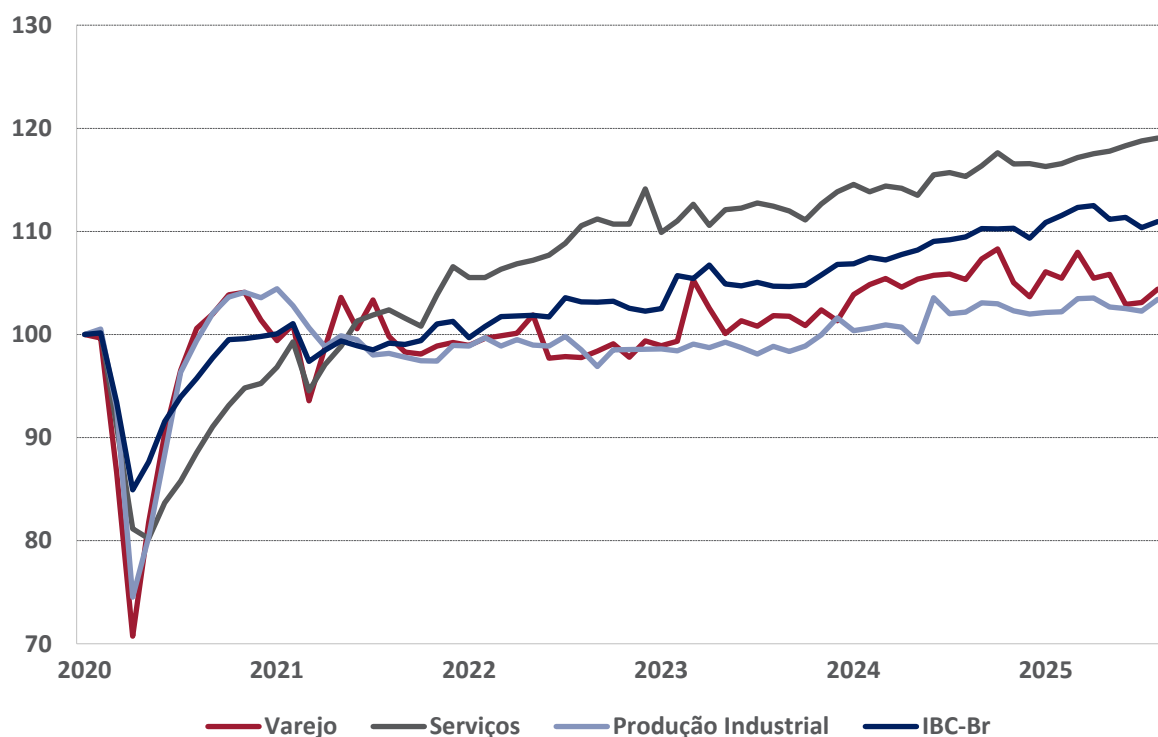
	CPI Y/Y %	Core CPI Y/Y %	Taxa de juros	Última decisão		Último Movimento	Meses desde última alta	Meses desde último corte
Arabia Saudita	2,2		4,50	-0,25	Corte	10/2025	27	0
África do Sul	3,4	3,2	7,00	-0,25	Corte	8/2025	29	3
Argentina	31,8	34,3	29,00	-3,00	Corte	1/2025	25	9
Australia	3,2	3,4	3,60	-0,25	Corte	8/2025	24	3
Brasil	5,2	4,9	15,00	0,25	Alta	6/2025	4	18
Canada	2,3	2,8	2,25	-0,25	Corte	10/2025	28	0
Chile	4,4	3,4	6,50	-0,75	Corte	7/2025	37	3
China	-0,5	1,0	3,00	-0,10	Corte	5/2025	141	5
Colombia	5,2	5,3	9,25	-0,25	Corte	5/2025	30	6
Coréia do Sul	2,1	2,0	2,50	-0,25	Corte	5/2025	34	5
Costa Rica	-1,0	-0,1	3,50	-0,25	Corte	9/2025	36	1
Dinamarca	2,3	2,2	1,75	-0,25	Corte	6/2025	26	5
Hungria	4,3	3,9	6,50	-0,25	Corte	9/2024	37	13
Islandia	4,3	4,2	7,50	-0,25	Corte	5/2025	26	5
Índia	1,5	4,5	5,50	-0,50	Corte	6/2025	33	5
Indonésia	2,7	2,2	4,75	-0,25	Corte	9/2025	18	1
Israel	2,5	2,4	4,50	-0,25	Corte	1/2024	29	22
Japão	2,9	3,1	0,50	0,25	Alta	1/2025	9	117
México	3,8	4,3	7,50	-0,25	Corte	9/2025	31	1
Nova Zelândia	3,0	2,5	2,50	-0,50	Corte	10/2025	29	1
Noruega	3,6	3,1	4,00	-0,25	Corte	9/2025	23	1
Polônia	3,0	3,2	4,50	-0,25	Corte	10/2025	38	1
República Tcheca	2,3	0,1	3,50	-0,25	Corte	5/2025	40	6
Rússia	8,0	7,6	16,50	-0,50	Corte	10/2025	12	0
Suécia	0,9	3,1	1,75	-0,25	Corte	10/2025	25	1
Suíça	0,2	0,7	0,00	-0,25	Corte	6/2025	28	4
Turquia	33,3	32,5	39,50	-1,00	Corte	10/2025	6	0
Reino Unido	3,8	3,5	4,00	-0,25	Corte	8/2025	27	3
Estados Unidos	3,0	3,0	4,00	-0,25	Corte	10/2025	27	0
Zona do Euro	2,2	2,4	2,15	-0,25	Corte	6/2025	25	5

Source: BOCOM BBM, Macrobond

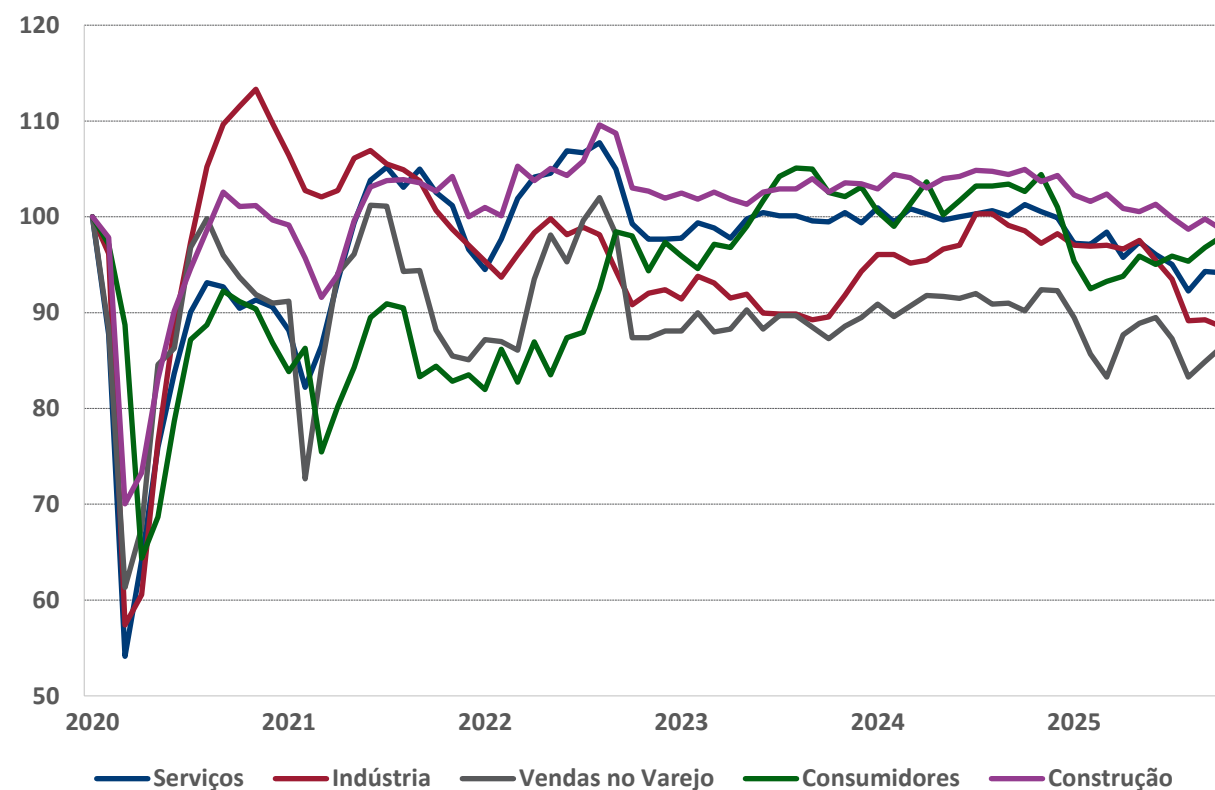
PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
Crescimento do PIB (%)	-3,3%	4,8%	3,0%	2,9%	3,4%	2,1%	1,5%
Inflação (%)	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	4,8%	4,3%	4,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	14,2%	11,1%	7,9%	7,4%	6,2%	6,0%	6,5%
Taxa Selic (%)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	12,3%	15,00%	12,5%
Contas Externas							
Balança Comercial (US\$ bi)	36	42	52	92	66	63	70
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-25	-40	-42	-28	-61	-79	-62
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-1,7%	-2,4%	-2,2%	-1,3%	-2,8%	-3,6%	-2,7%
Política Fiscal							
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-9,8%	-0,4%	0,5%	-2,1%	-0,4%	-0,5%	-0,6%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	86,9%	77,3%	71,7%	74,4%	76,1%	80,5%	85,0%

- Em agosto, o resultado da produção industrial veio acima das expectativas, com um aumento de 0,8% MoM. Além disso, os serviços registraram um aumento modesto (0,1% MoM), enquanto as vendas no varejo apresentaram um leve aumento (0,2% MoM), mostrando uma ligeira recuperação em um cenário de desaceleração gradual da atividade econômica. Resumindo esse cenário, o IBC-BR apresentou um aumento de 0,4% MoM em agosto.
- Em termos prospectivos, as sondagens de confiança das vendas no varejo e consumidor cresceram em outubro, enquanto os serviços, a indústria e a construção civil contraíram.

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



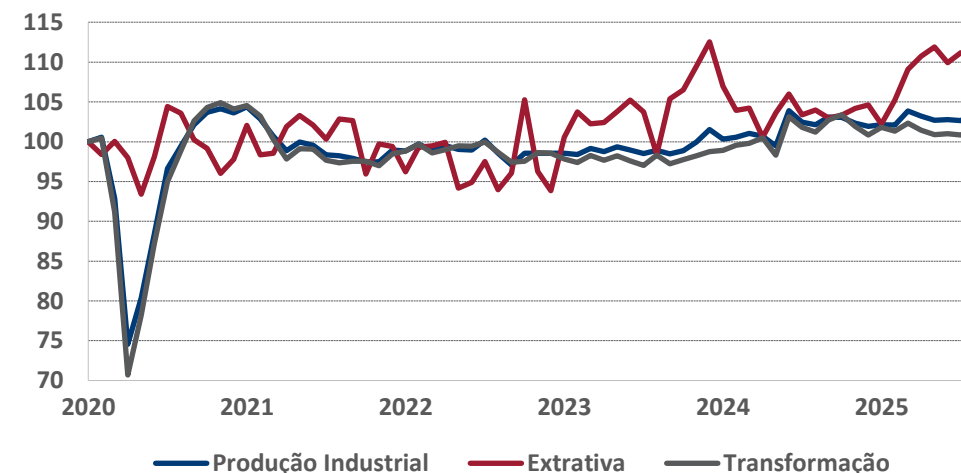
Brasil - Índice de Confiança Econômica (jan/20=100)



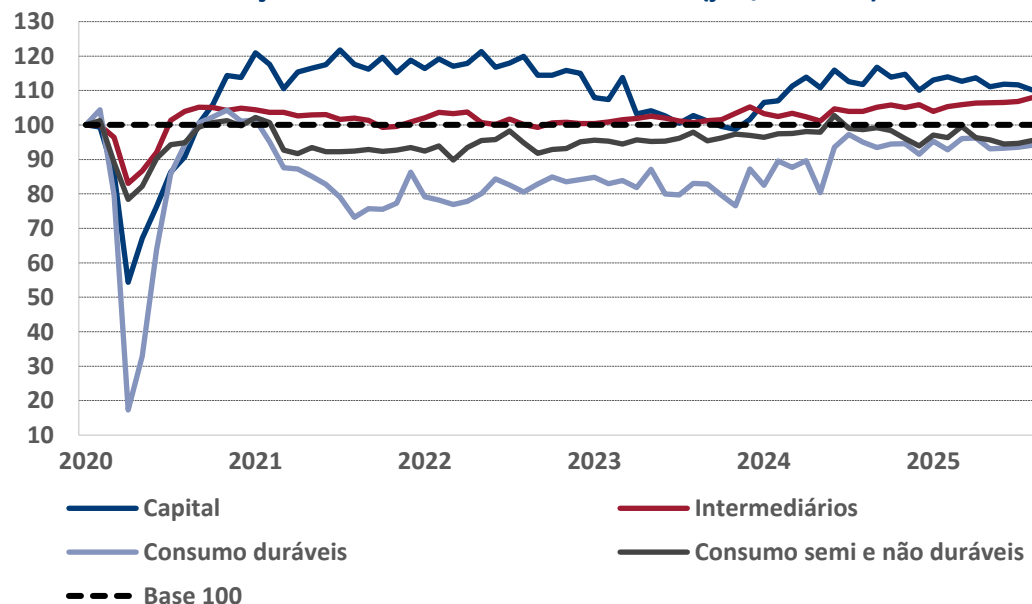
Brasil: Produção Industrial

- A produção industrial aumentou 0,8% MoM em agosto, acima das expectativas (0,4% MoM). A indústria de transformação cresceu 0,3% MoM (-1,6% YoY), enquanto a extrativa caiu 0,3% MoM (4,8% YoY).
- O mês registrou resultados mistos, com 3 das 4 principais categorias econômicas e 16 das 25 atividades industriais apresentando crescimento na comparação mensal.
- Pelo lado positivo, a produção de bens intermediários avançou 1,0% MoM em agosto, devido à expansão dos derivados de petróleo e biocombustíveis (1,8% MoM). Em contrapartida, a categoria de bens de capital tem enfraquecido em meio ao cenário de altas taxas de juros e de maior incerteza no ambiente macroeconômico (-1,4% MoM; -5,0% MoM).
- No geral, o setor industrial brasileiro deve continuar apresentando moderação nos próximos meses.

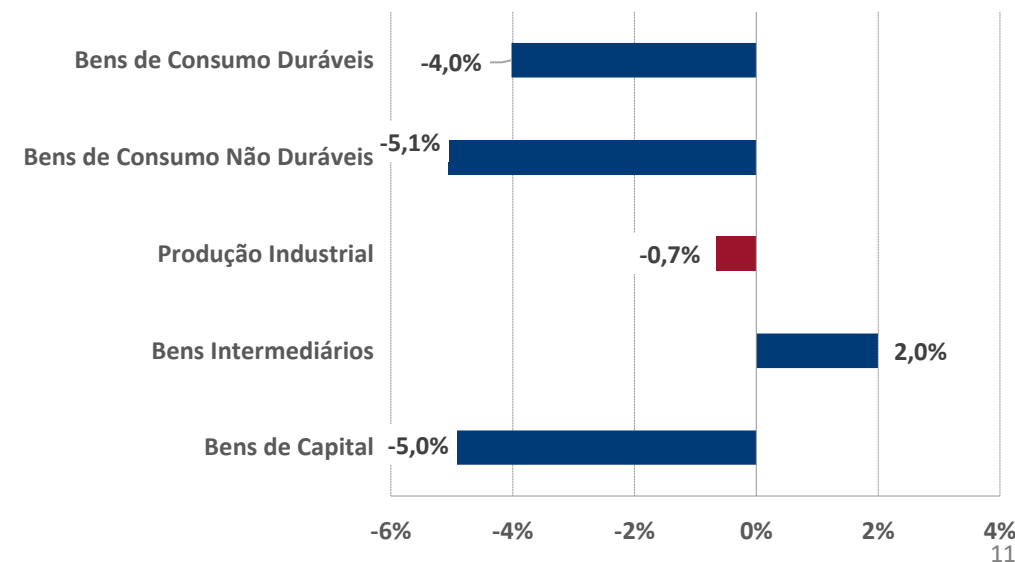
Produção Industrial – Índice SA (jan/20=100)



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



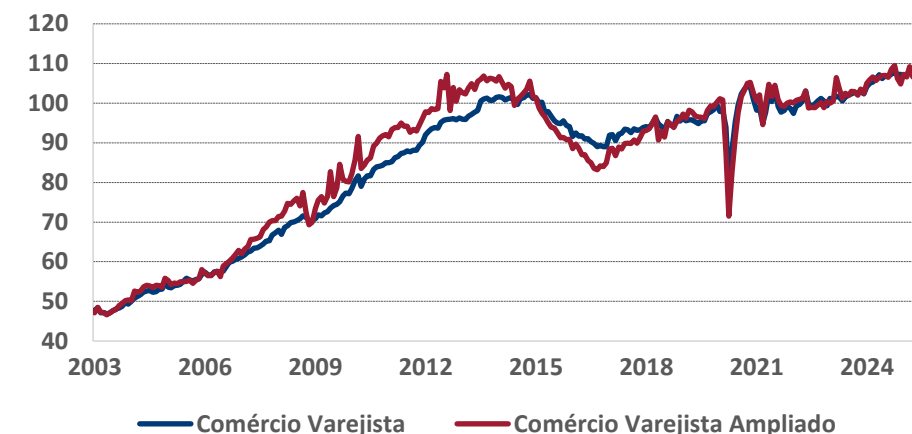
Produção Industrial por Categorias - 08/2025 (YoY)



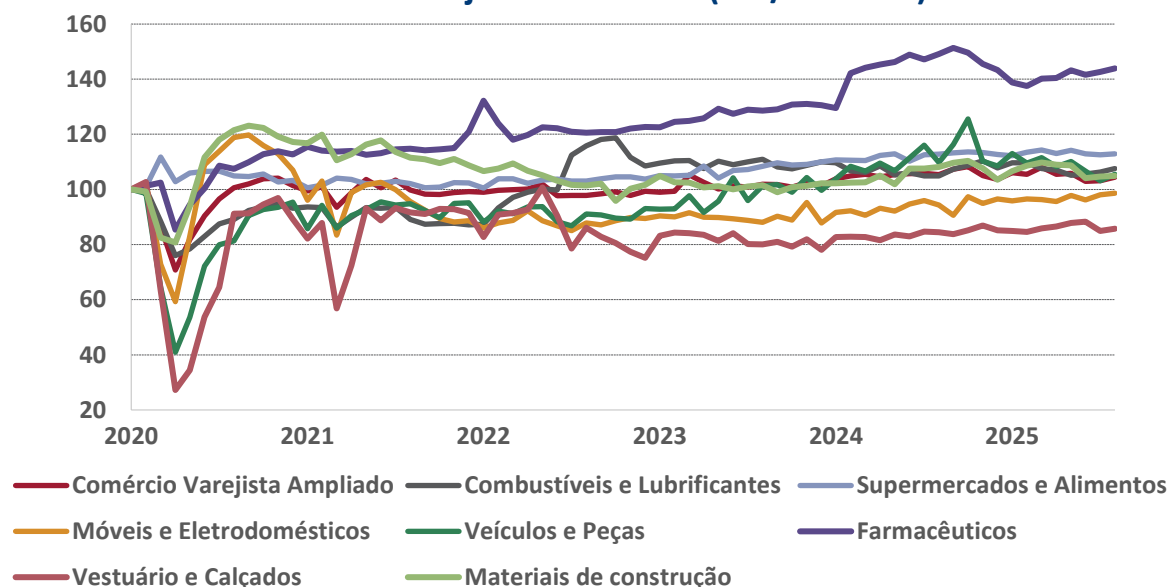
Brasil: Vendas no Varejo

- As vendas no varejo amplo aumentaram 0,9% MoM em agosto, ligeiramente acima das expectativas (0,7% MoM). As vendas no varejo restrito, por sua vez, aumentaram 0,2% MoM, em linha com as expectativas do mercado.
- Na decomposição, 7 das 10 atividades varejistas aumentaram na comparação mensal, com destaque para o desempenho de material de escritório (4,9% MoM), vestuário e calçados (1,0% MoM) e hipermercados, alimentação e bebidas (0,4% MoM).
- No lado negativo, livros e revistas (-2,1% MoM) e combustíveis e lubrificantes (-0,6% MoM) tiveram um desempenho fraco.
- Os segmentos do varejo sensíveis ao crédito continuam enfrentando dificuldades, enquanto os segmentos sensíveis à renda permaneceram relativamente sólidos e devem continuar resilientes no curto prazo.

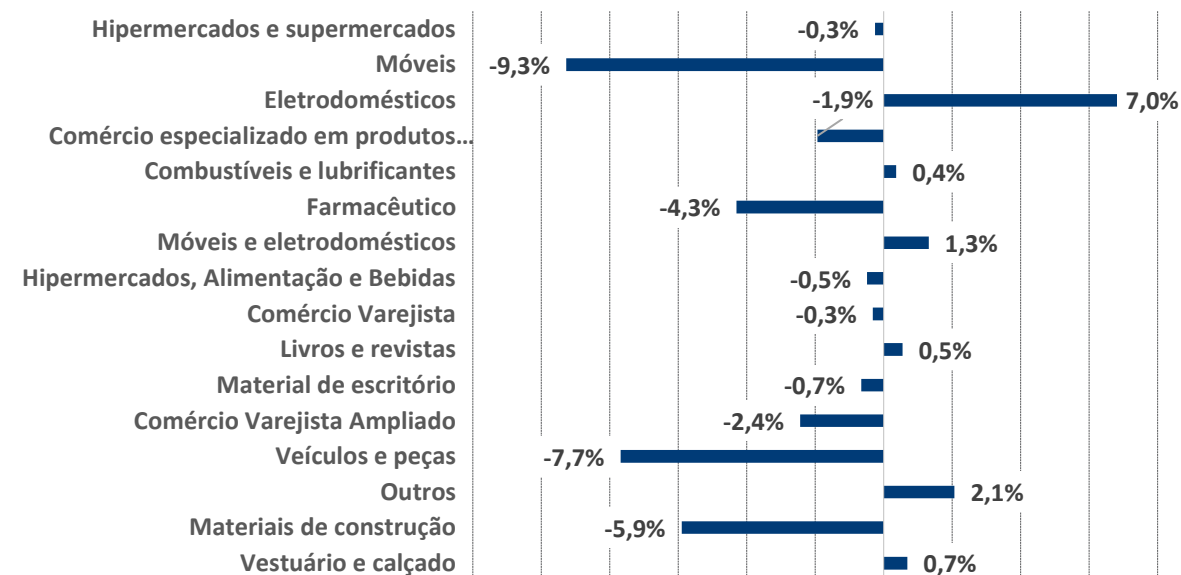
Comércio Varejista Restrito x Ampliado SA



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

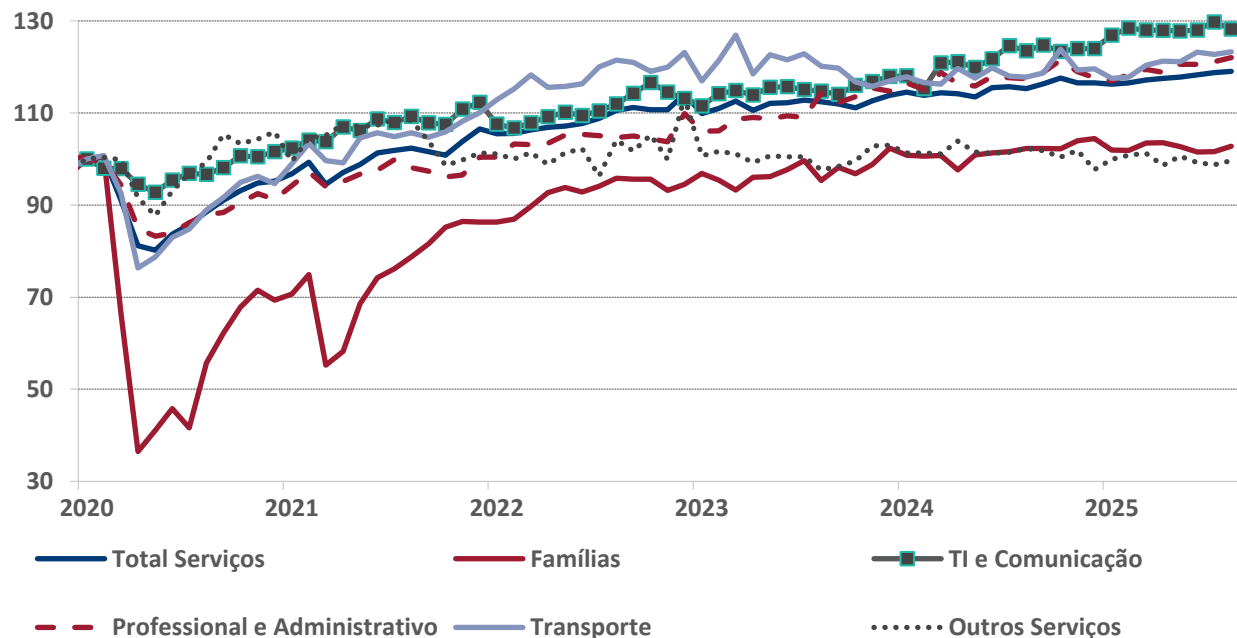


Comércio Varejista - YoY (ago/25)

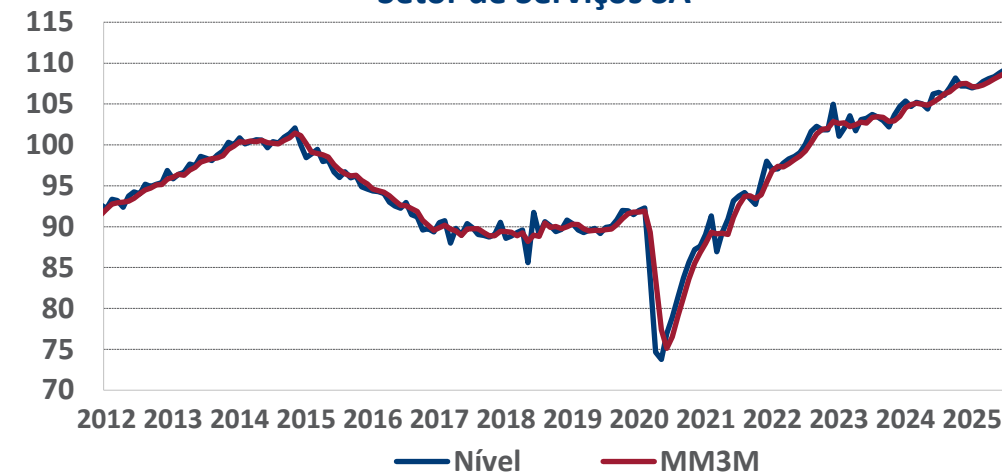


- O setor de serviços aumentou 0,1% MoM em agosto, em linha com expectativas do mercado (0,1% MoM). Além disso, o indicador aumentou 0,9% QoQ e 2,8% YoY.
- O destaque positivo foi para os serviços profissionais, administrativos e complementares (0,4% MoM), principalmente devido à força dos serviços técnico-profissionais (0,3% MoM). Além disso, os serviços prestados às famílias aumentaram pelo segundo mês consecutivo (1,0% MoM), após um desempenho mais fraco no segundo trimestre.
- No lado negativo, a categoria de serviços de informação e comunicação caiu em agosto (-0,5% MoM), mas o panorama geral continua encorajador (5,5% YTD). Além disso, a categoria (muito volátil) de outros serviços registrou um aumento de 0,6% MoM.
- No geral, o setor de serviços continua em tendência de alta, embora em ritmo moderado.

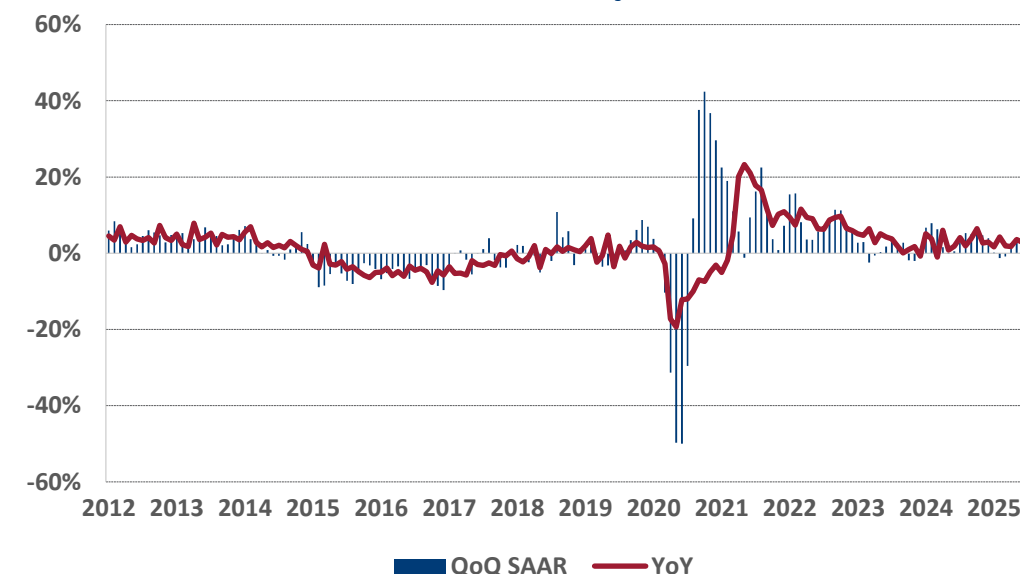
Setor de Serviços SA (jan/20=100)



Setor de Serviços SA



Setor de Serviços



A taxa de desemprego permaneceu estável em 5,6% no trimestre até setembro, em linha com as expectativas.

Com ajuste sazonal, o indicador caiu de 5,8% para 5,6%, permanecendo em um nível historicamente baixo.

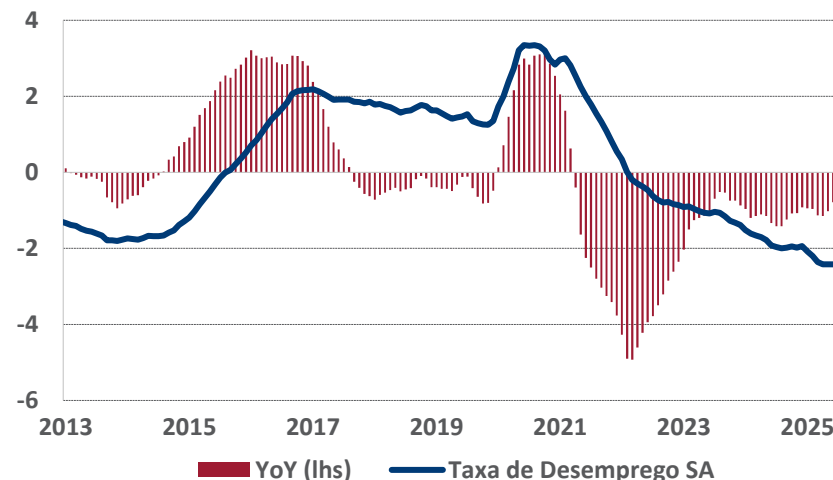
O emprego total caiu 0,1% MoM, ficando em 102,1 milhões, enquanto a força de trabalho diminuiu 0,2% MoM, refletindo um mercado de trabalho ainda robusto.

A taxa de participação na força de trabalho diminuiu marginalmente para 62,2%, ainda consideravelmente abaixo dos níveis pré-pandêmicos de 63,5%.

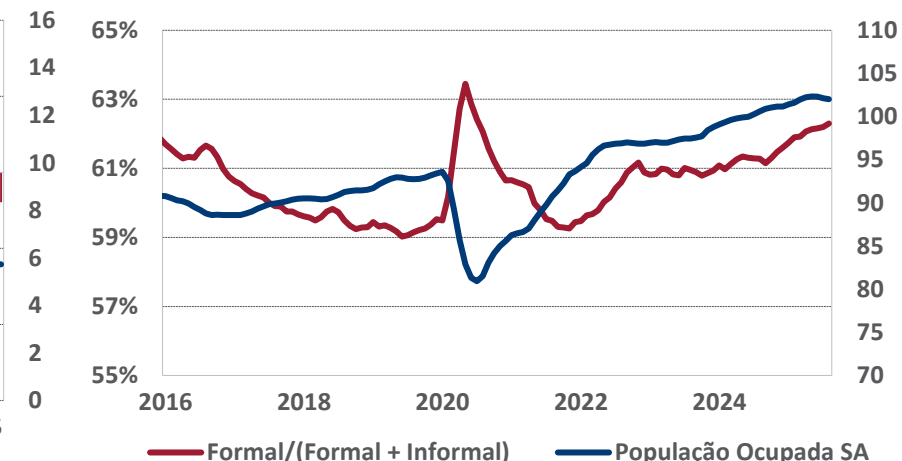
O salário real médio aumentou 0,2% em relação ao mês anterior, retomando a trajetória de alta.

Por sua vez, a renda real agregada do trabalho permaneceu virtualmente estável na comparação mensal.

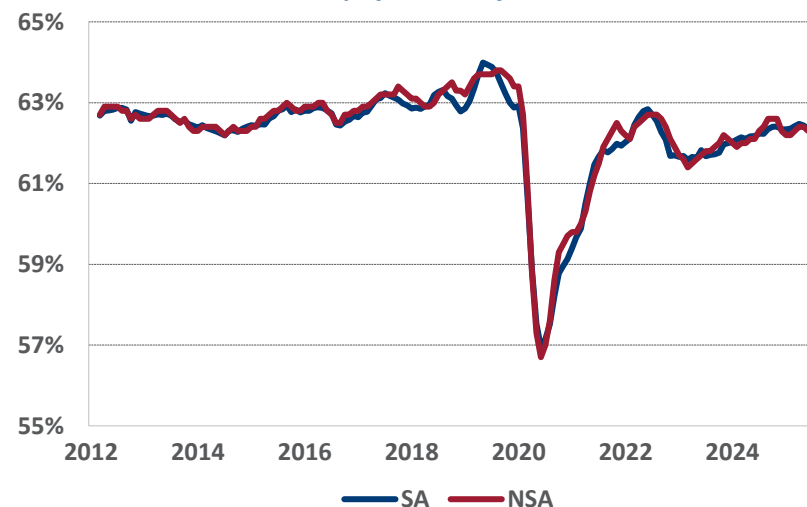
Brasil - Taxa de desemprego



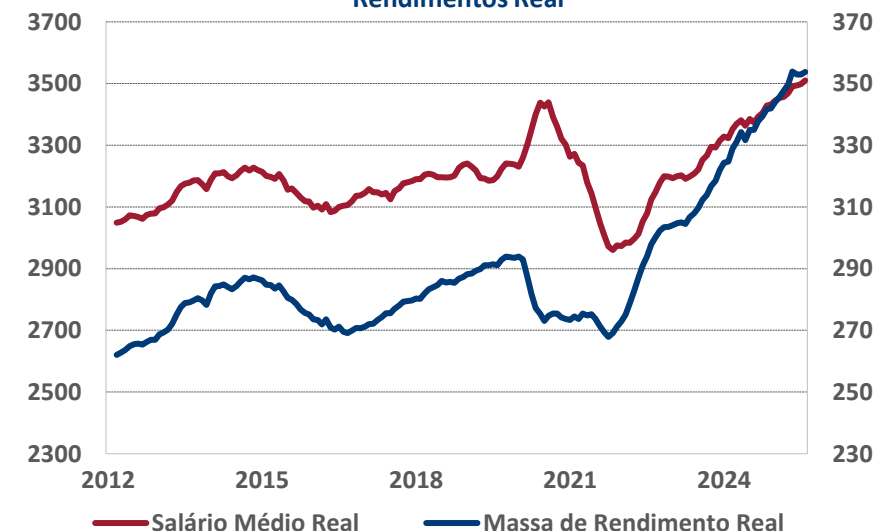
Brasil - Nível de Emprego SA



Brasil - Participação na força de trabalho

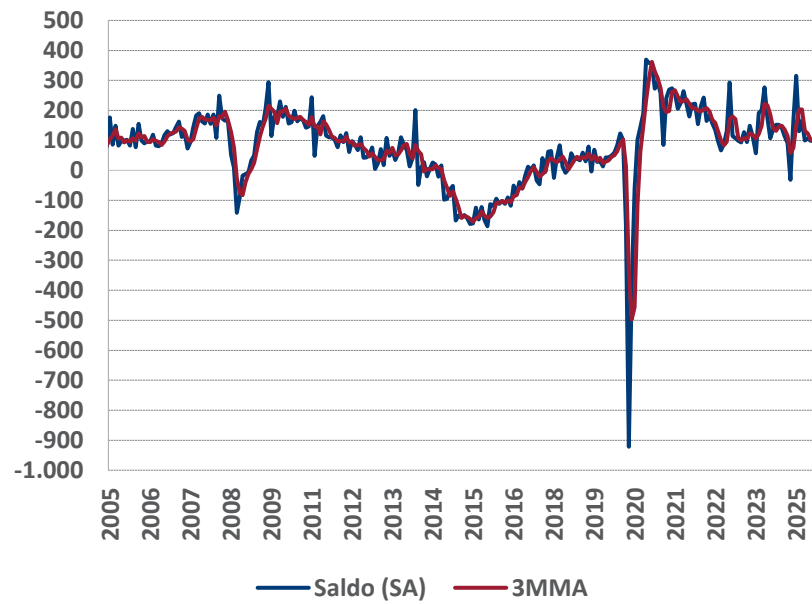


Brasil - Salário Médio e Massa de Rendimentos Real

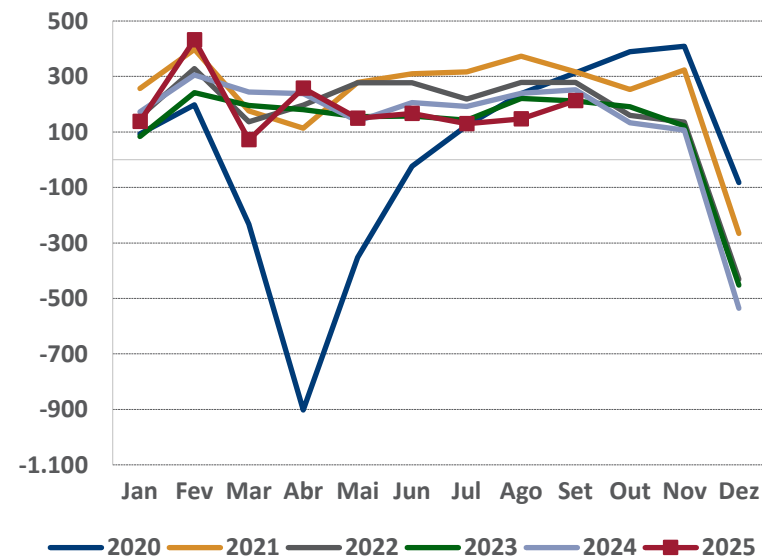


- O CAGED registrou uma criação líquida de 213 mil empregos formais em setembro, acima das expectativas do mercado (170 mil).
- Houve uma criação líquida de 1,717 milhão de ocupações de janeiro a setembro de 2025, seguido de 1,995 milhão no mesmo período de 2024.
- A soma móvel de 12 meses atingiu 1,400 milhão de empregos.
- A contratação de empregos formais aumentou 3,7% MoM em setembro (4,9% YoY).
- No total, a criação de empregos recuperou o ritmo em setembro, revertendo o desempenho fraco do mês anterior e sustentando a resiliência do emprego formal.

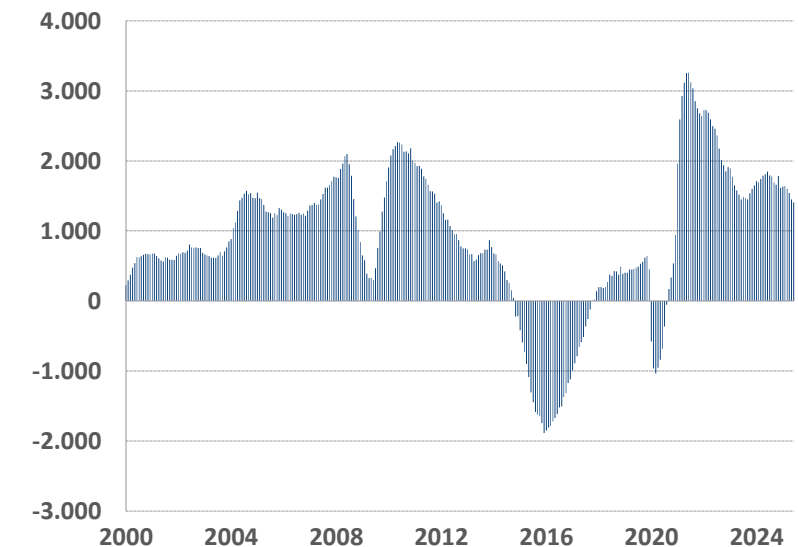
CAGED: Saldo de Empregos (SA, Milhares)



CAGED - Saldo de Empregos (Milhares)



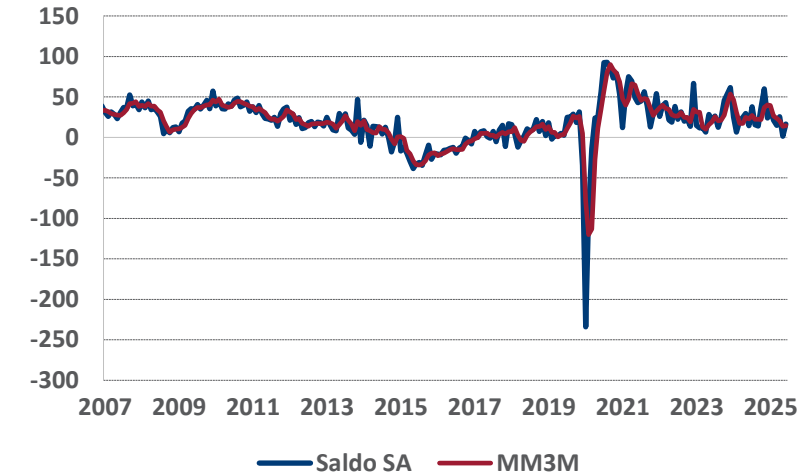
CAGED - Saldo de Emprego 12 meses (Milhares)



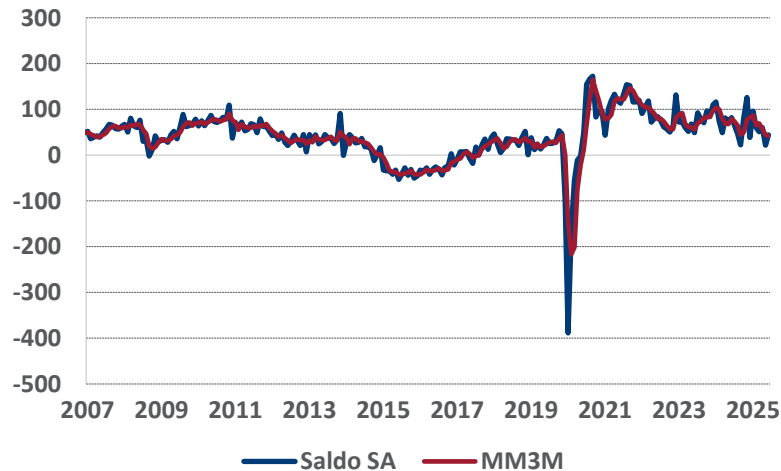
Brasil: Mercado de Trabalho Formal

- O setor terciário mostrou-se resiliente, liderado por uma recuperação nos serviços administrativos e de apoio.
- A criação líquida no setor de serviços totalizou 68 mil empregos em setembro, após 20 mil em agosto.
- Todos os setores apresentaram melhora na comparação mensal.
- Os setores de varejo (de 13 mil para 20 mil), construção (de 6 mil para 14 mil), a indústria de transformação (de 1 mil para 9 mil) e a agricultura e pecuária (de -1 mil para 4 mil) também apresentaram números melhores neste mês.
- No geral, o emprego formal continua forte, apesar das flutuações mensais significativas.

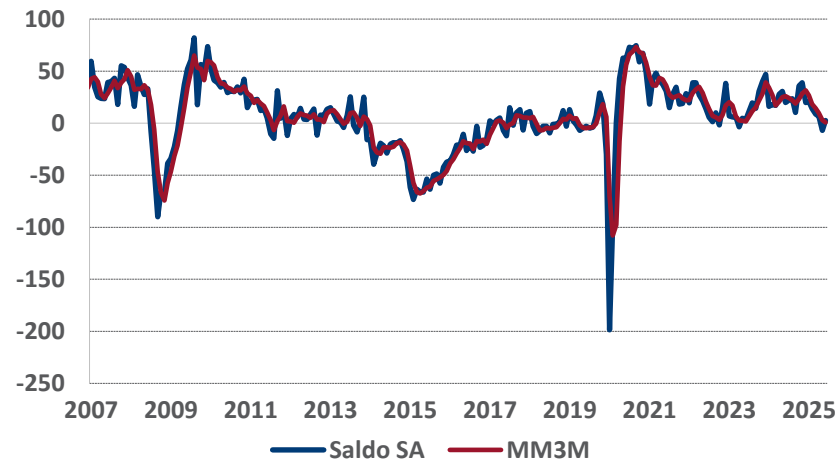
Brasil - Criação Líquida de Empregos no Comércio (SA)



Brasil - Criação Líquida de Empregos nos Serviços (SA)



Brasil - Criação Líquida de Empregos na Indústria (SA)

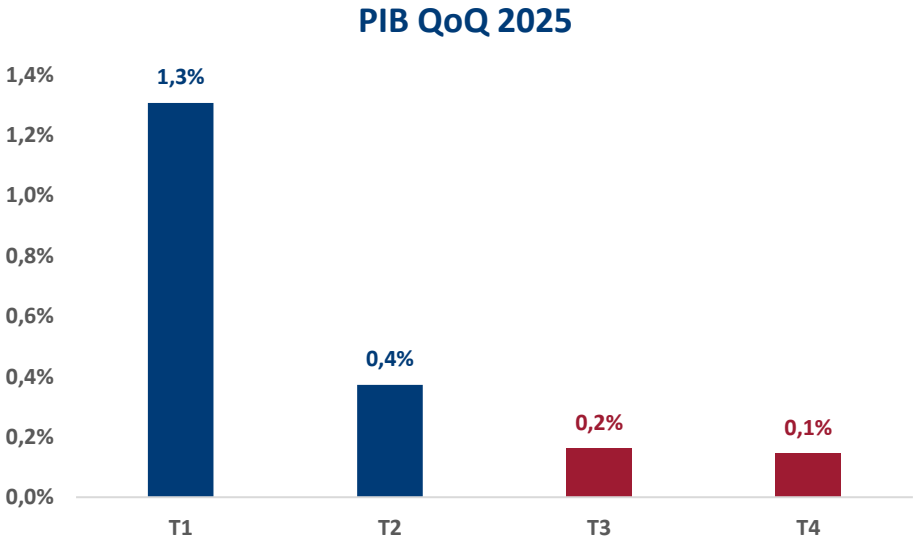


Brasil - Criação Líquida de Empregos na Construção (SA)



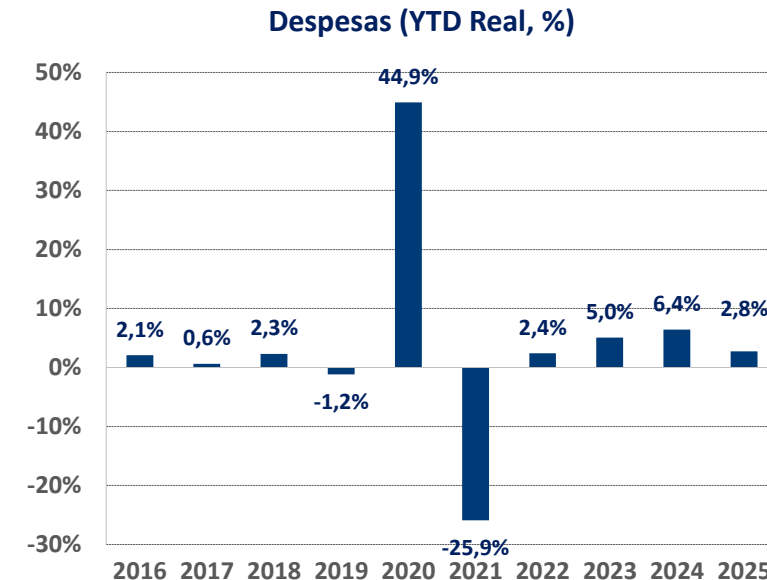
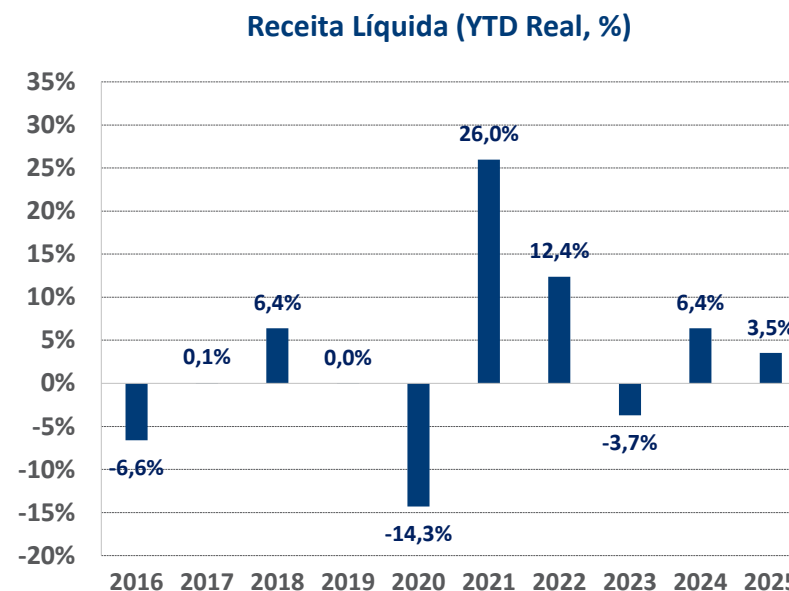
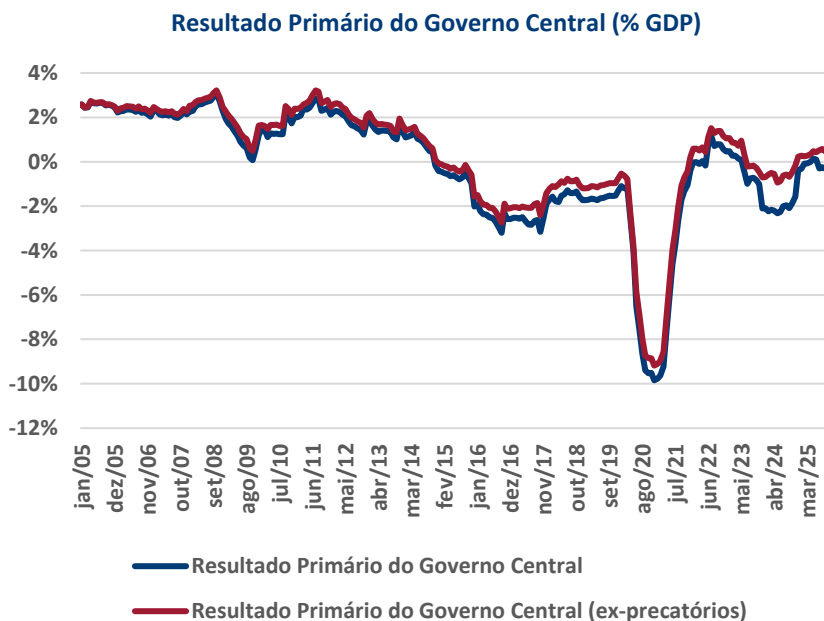
■ Projetamos um crescimento de 2,1% em 2025, com uma desaceleração importante da atividade econômica no segundo semestre

Projeção				
	2025.III QoQ	2025.III YoY	Proj. 2025	Proj. 2026
PIB	0,2%	1,6%	2,1%	1,5%
Agricultura	-1,9%	5,0%	8,0%	4,2%
Indústria	0,0%	0,6%	1,4%	1,0%
Extrativa	-0,8%	8,5%	6,9%	4,2%
Transformação	0,4%	-0,5%	0,5%	0,2%
Eletricidade	-1,5%	-3,5%	-1,5%	1,4%
Construção Civil	-0,7%	-0,6%	0,6%	0,0%
Serviços	0,6%	1,8%	1,8%	1,5%
Comércio	-0,01%	-0,2%	0,7%	0,5%
Transportes	1,0%	3,6%	2,1%	1,3%
Informação e Comunicação	1,2%	6,0%	5,9%	3,3%
Serviços Financeiros	2,1%	3,9%	3,2%	1,5%
Aluguéis	0,3%	2,0%	2,3%	2,6%
Outros Serviços	0,7%	2,1%	2,1%	1,2%
Administração Pública	-0,4%	0,8%	0,6%	1,6%



Brasil: Resultado Primário do Governo Central

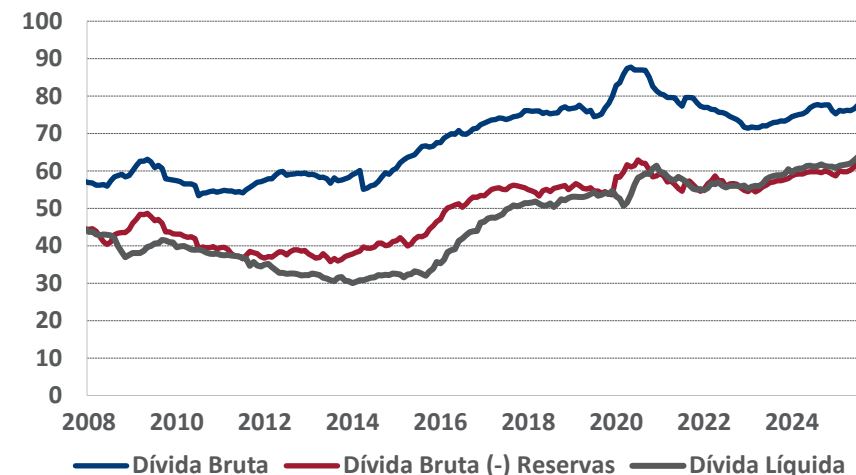
- O resultado primário do governo central registrou um déficit de BRL 14,5 bilhões em setembro, em linha com o consenso de mercado (BRL -15,1 bilhões).
- A receita líquida cresceu 0,6% em termos reais, impulsionada principalmente pelas contribuições previdenciárias, que aumentaram 11,9% YoY, refletindo o mercado de trabalho ainda robusto e uma queda nas compensações fiscais, juntamente com o IOF (35,3% YoY), impulsionado pelo recente aumento da alíquota. No lado negativo, o IRPJ/CSLL caiu 24,2% YoY, devido à desaceleração da atividade econômica, e o IPI diminuiu 21,5% em YoY, devido a ajustes e reclassificações fiscais.
- A despesa total aumentou 5,7% em termos reais. A maior parte desse aumento é explicada pelas despesas discricionárias, refletindo uma aceleração na execução orçamentária durante o segundo semestre, particularmente relacionada a emendas parlamentares. Outros fatores que contribuíram para o crescimento das despesas incluem o seguro-desemprego e o bônus salarial, além do benefício em dinheiro para idosos e pessoas com deficiência (BPC/LOAS).
- No acumulado do ano, as despesas totais aumentaram 2,8%, principalmente devido aos benefícios da previdência social (4,0%), pessoal (3,9%) e BPC/LOAS (10,2%), parcialmente compensados por uma redução de 3,6% nas despesas discricionárias.
- No geral, o menor crescimento da receita e os gastos discricionários mais elevados levaram a um déficit do governo central em setembro. A receita líquida desacelerou em meio à atividade mais fraca e à moderação dos preços, com os impostos sobre lucros e consumo continuando sua tendência de queda. Os gastos discricionários, especialmente as emendas parlamentares, aumentaram e devem adicionar pressão no final do ano, enquanto os gastos obrigatórios moderaram devido ao aumento do acúmulo de benefícios da previdência social e assistência social.



Brasil: Resultado Primário do Setor Público

- O setor público consolidado registrou déficit primário de BRL 17,5 bilhões em setembro, em linha com o consenso de mercado (BRL 17,6 bilhões).
- Na desagregação, o governo central e os governos regionais registraram déficits de R\$ 14,9 bilhões e R\$ 3,5 bilhões, respectivamente, enquanto as empresas estatais (SOEs) apresentaram um superávit de R\$ 1,0 bilhão.
- A dívida bruta do governo geral aumentou para 78,1% 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)



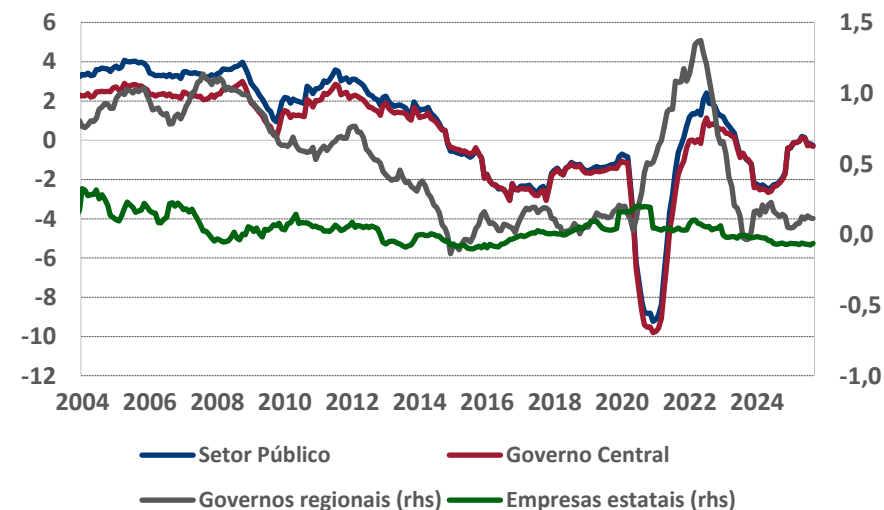
Resultado Primário: Setor Público (% PIB 12M)



Resultado Primário: Governo Central (% PIB 12M)



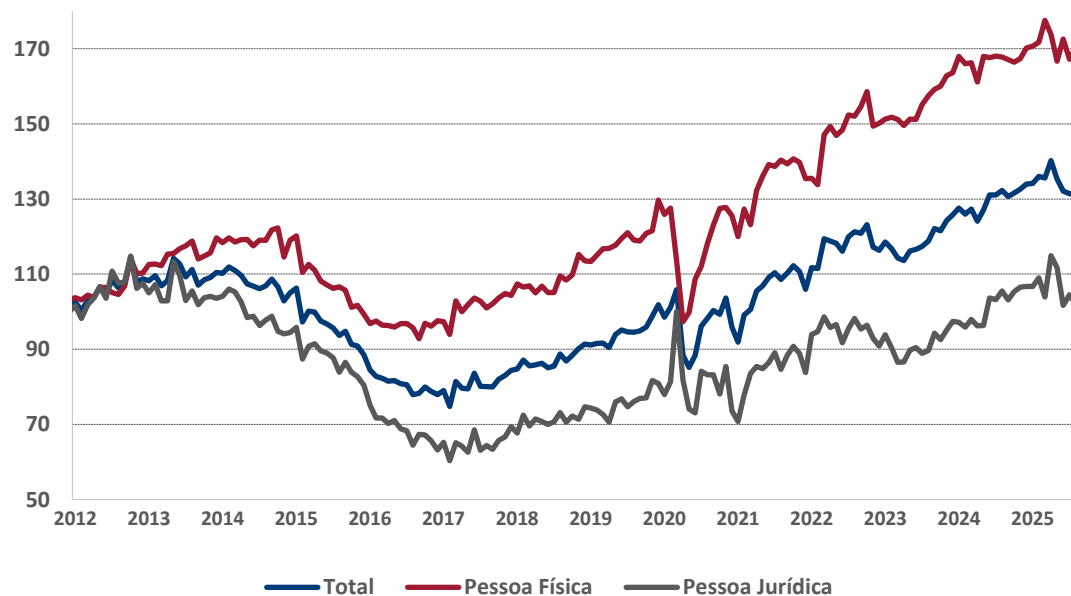
Resultado Primário: Governos Subnacionais e Empresas Estatais (% PIB)



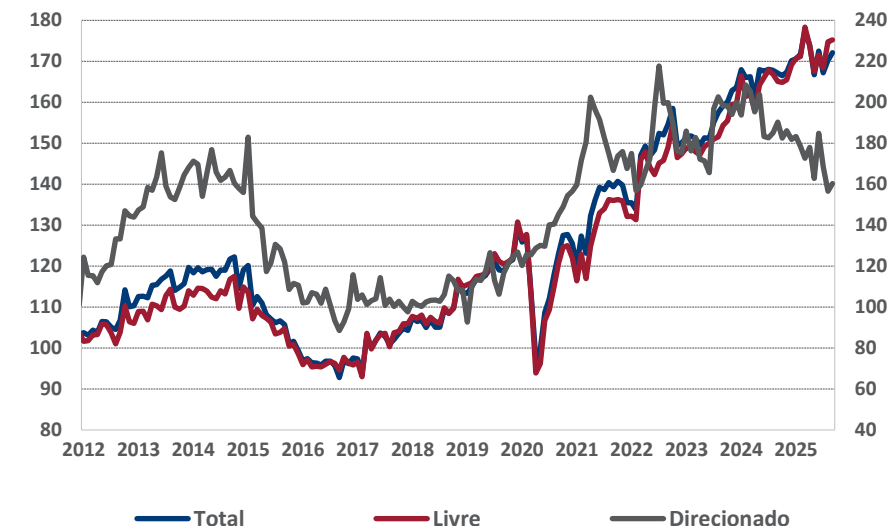
Brasil: Estatísticas de Crédito

- Em setembro, o total de concessões de crédito aumentou 1,8% MoM em termos reais, depois de cair 0,1% no último mês.
- As concessões de crédito livre aumentaram 1,1% MoM em termos reais para famílias e aumentaram 2,7% MoM para empresas.
- No mês, os dados de crédito mostraram uma ligeira recuperação na originação e uma inadimplência estável, mas as condições continuam restritas, uma vez que os elevados custos de financiamento e a demanda moderada das famílias refletem o impacto defasado da política monetária restritiva.

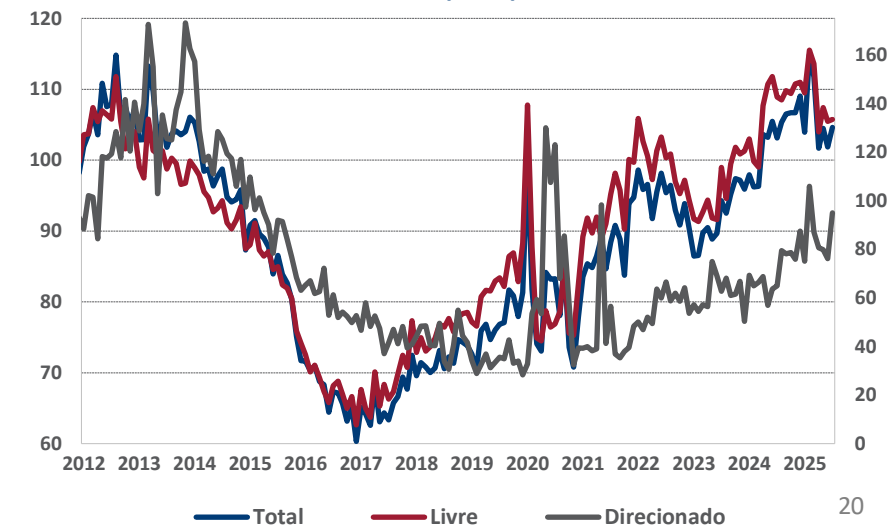
Concessões de Crédito SA (Real) - mar/11 = 100



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

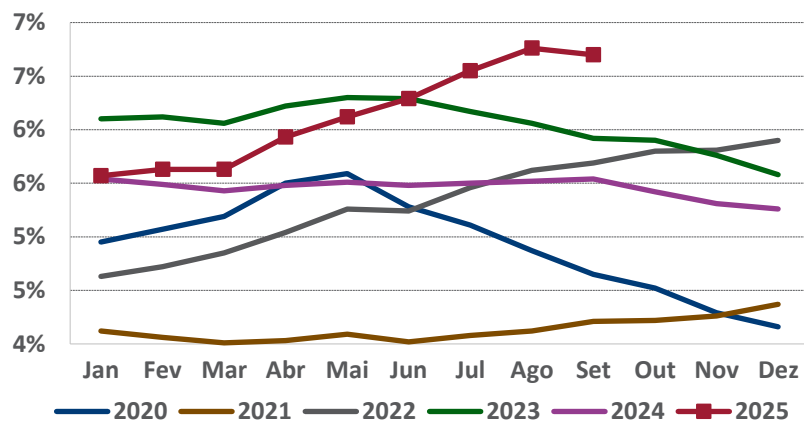


Concessões - PJ SA (Real) - Mar/11 = 100



- As taxas de empréstimo diminuíram marginalmente, permanecendo em níveis elevados para as famílias, passando de 36,4% em agosto para 36,3% em setembro, enquanto para as empresas, as taxas caíram de 21,7% para 20,7%.
- Por sua vez, a inadimplência dos empréstimos livres diminuiu para as famílias (de 6,8% para 6,7%) e apresentou leve queda para as empresas, em 3,2%.
- As taxas de juros também caíram ligeiramente na margem, com os custos das famílias permanecendo elevados e as taxas corporativas apresentando uma queda modesta, mantendo as condições gerais de empréstimo restritivas.

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



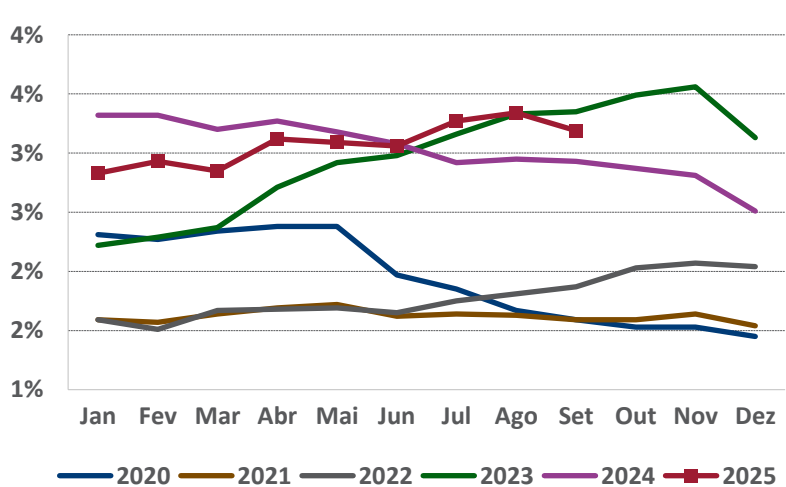
Taxa média de juros - Pessoas físicas (%)



Taxa média de juros - Pessoas jurídica (%)

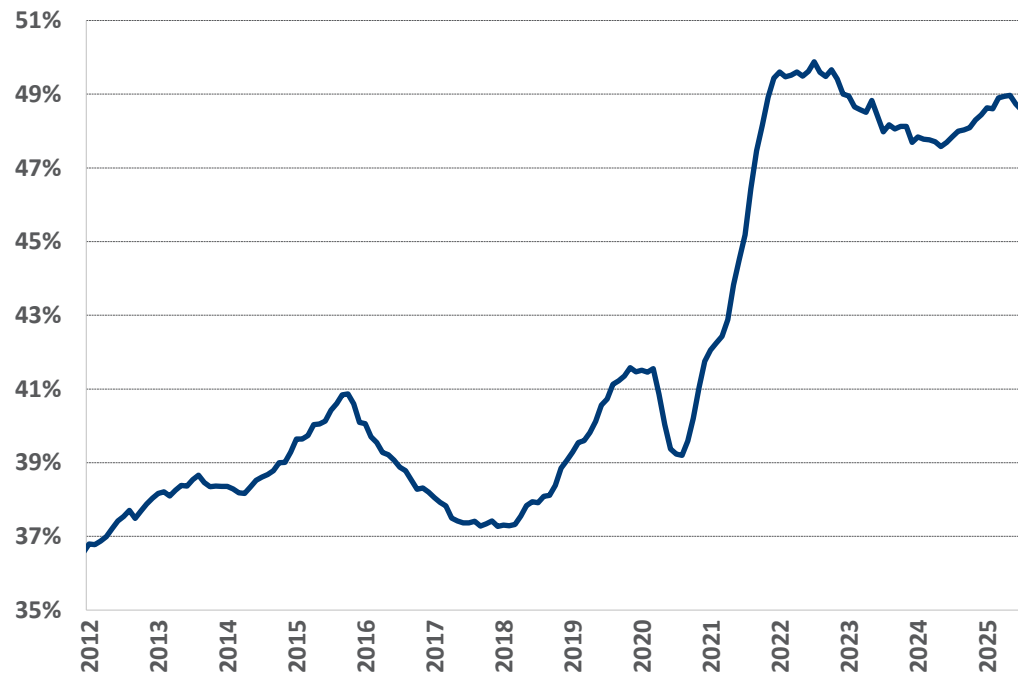


Taxa de Inadimplência com recursos livres - Pessoa Jurídica (%)

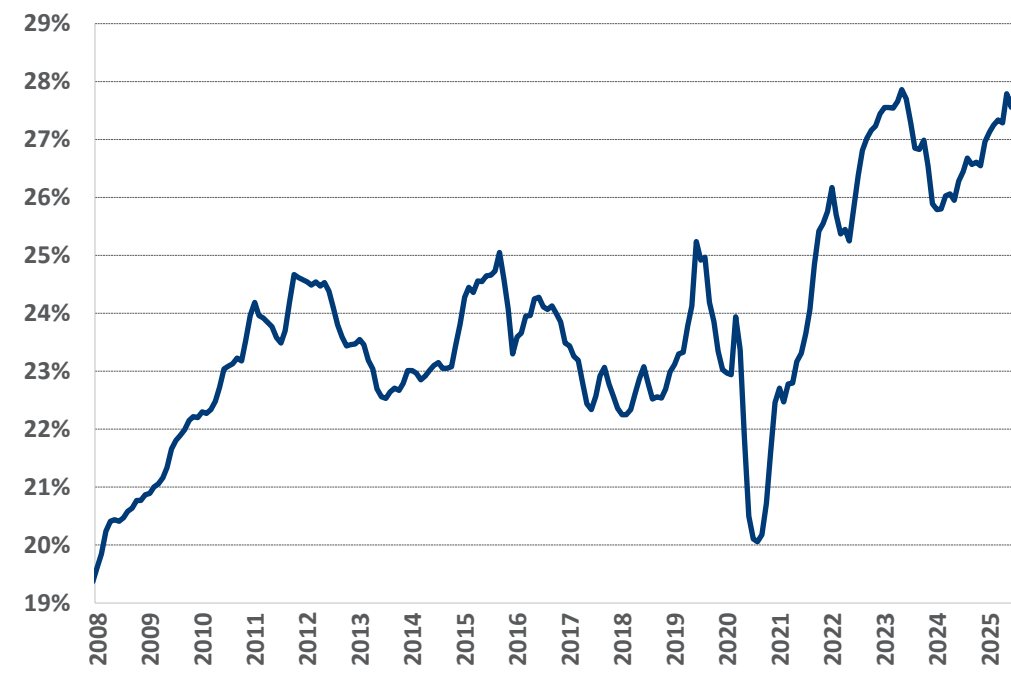


- O endividamento das famílias continua alto, avançando fortemente para 48,9% em agosto.
- Enquanto isso, o comprometimento da renda aumentou marginalmente para um nível ajustado sazonalmente de 28,5% em agosto, de 27,9% em julho.
- A dinâmica do crédito segue restrita, com a demanda das famílias enfraquecida e os fluxos corporativos sustentados por linhas direcionadas, especialmente pelo BNDES no âmbito do Plano Brasil Soberano. As taxas de empréstimo e a inadimplência se mantêm estáveis em patamares elevados, enquanto o crédito livre desacelera e o endividamento das famílias, junto ao custo do serviço da dívida, continua avançando, reforçando o impacto negativo do canal de crédito sobre a atividade.

Endividamento das Famílias (12M)



Comprometimento de Renda (SA)



Brasil: Inflação 2025

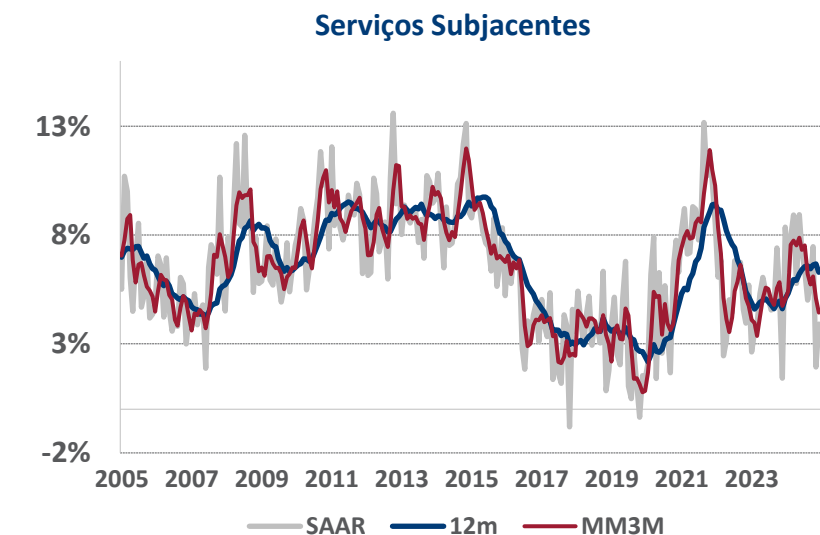
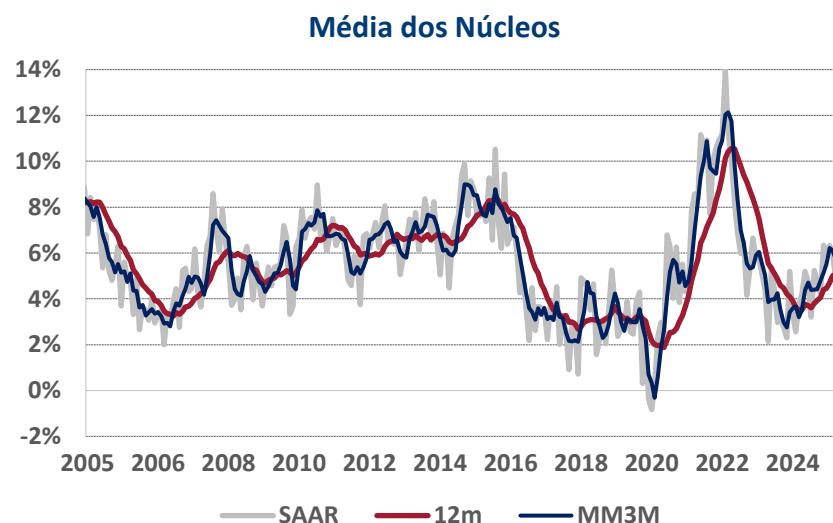
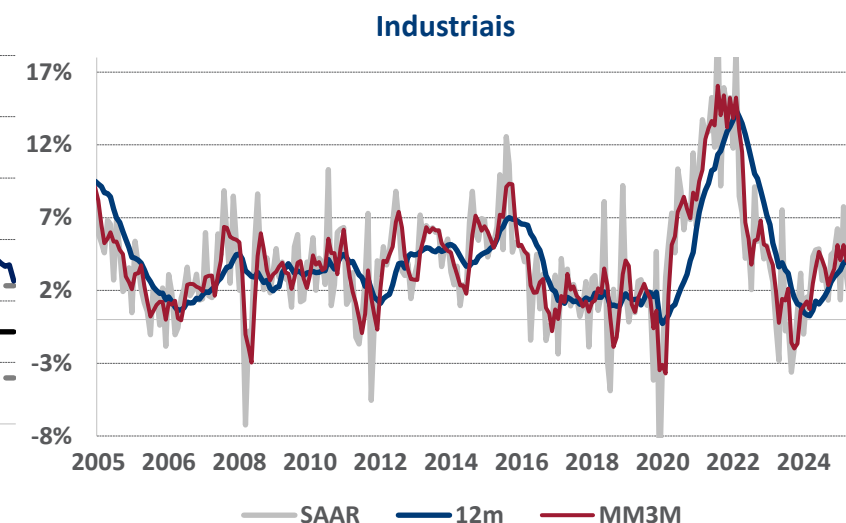
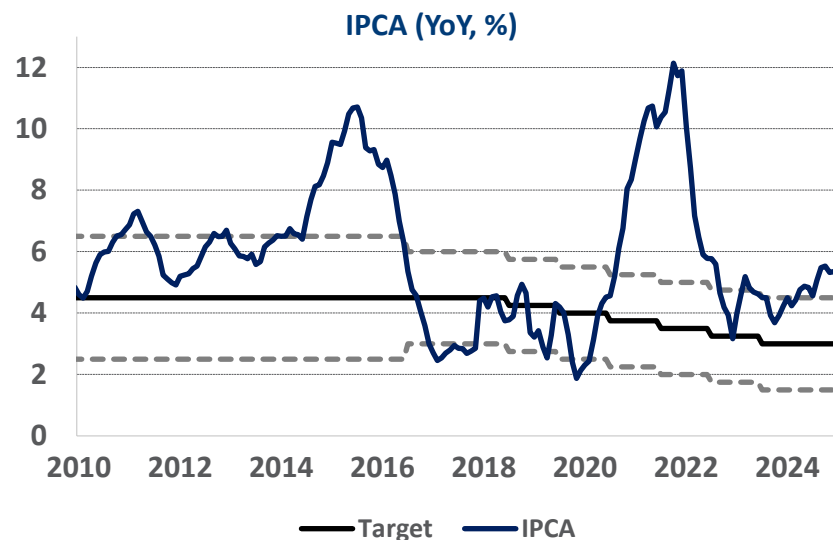
O IPCA-15 de outubro subiu 0,18% MoM, abaixo das expectativas do mercado (0,21% MoM). A variação em 12 meses desacelerou de 5,32% em setembro para 4,94% em outubro.

A principal surpresa altista veio de gasolina e energia elétrica residencial, enquanto as passagens aéreas surpreenderam para baixo.

O núcleo de serviços avançou 0,24% MoM, bem abaixo das projeções, e o SAAR 3M caiu de 4,9% para 4,7%.

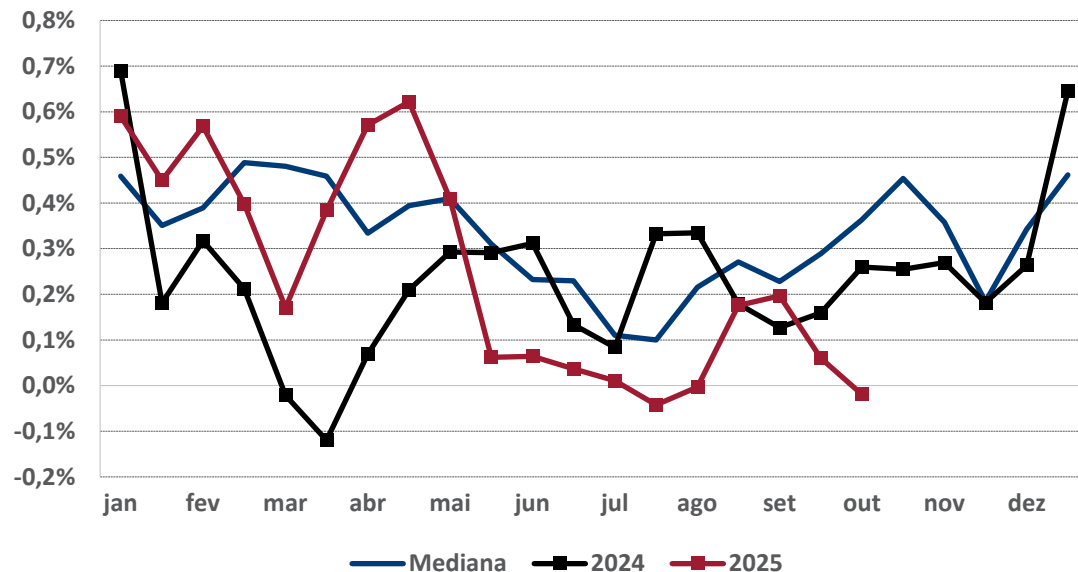
A média dos núcleos de inflação aumentou 0,21% MoM, abaixo das expectativas, com seu SAAR 3M em 3,8%.

No geral, a composição do IPCA-15 de outubro foi melhor do que o esperado, especialmente nas métricas de núcleos.

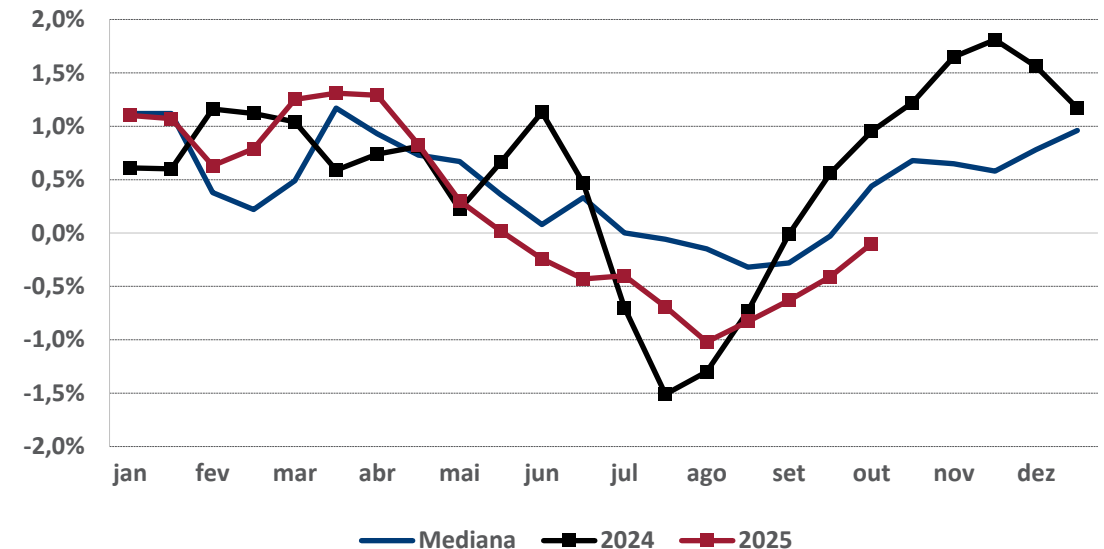


- Os bens industriais recuaram 0,02%, abaixo das estimativas, enquanto o SAAR 3M ficou em 2,9% em outubro.
- Os preços dos alimentos diminuíram 0,10% no mês, em linha com as expectativas. Itens como cereais, alimentos frescos e laticínios contribuíram para essa queda.
- Assim, a recente melhora na inflação dos bens comercializáveis, junto das métricas dos núcleos apresentando resultados mais comportados, continuam a corroborar os riscos baixistas da inflação neste ano.

Bens Industriais (MoM, %)



Alimentação no Domicílio (MoM, %)

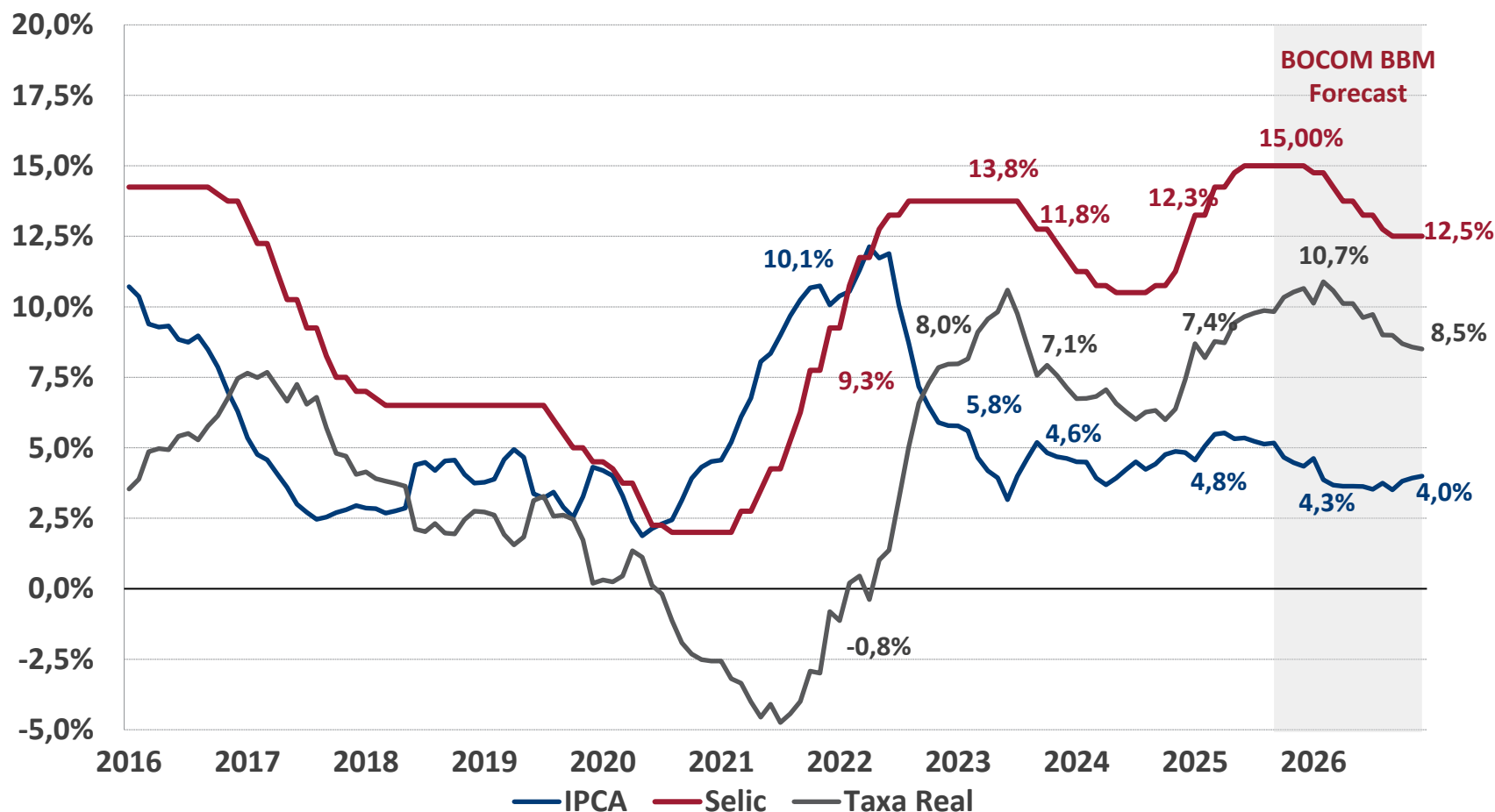


- Após o corte nos preços de gasolina pela Petrobras e a divulgação do IPCA-15 de outubro, revisamos nossa projeção para 4,3% neste ano
- As surpresas baixistas vem sendo puxadas por bens comercializáveis, mas as últimas divulgações também mostram um cenário mais favorável para serviços e núcleos.

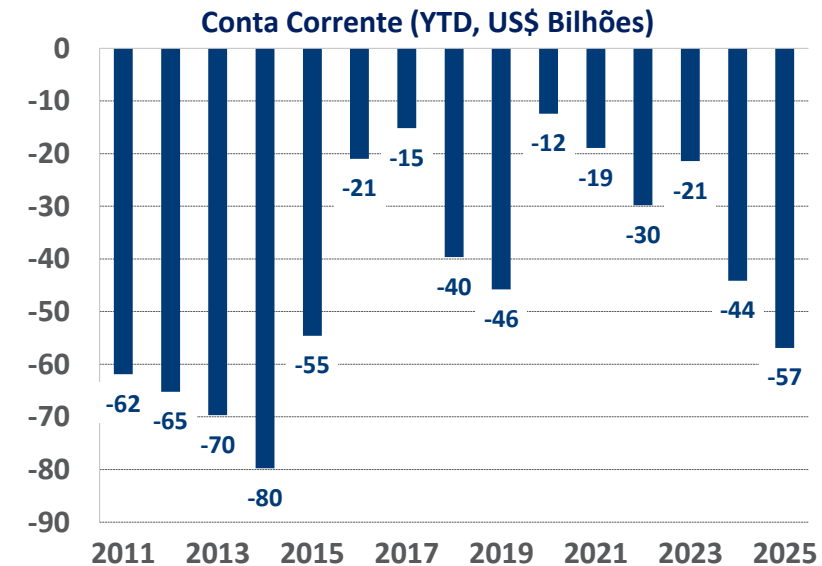
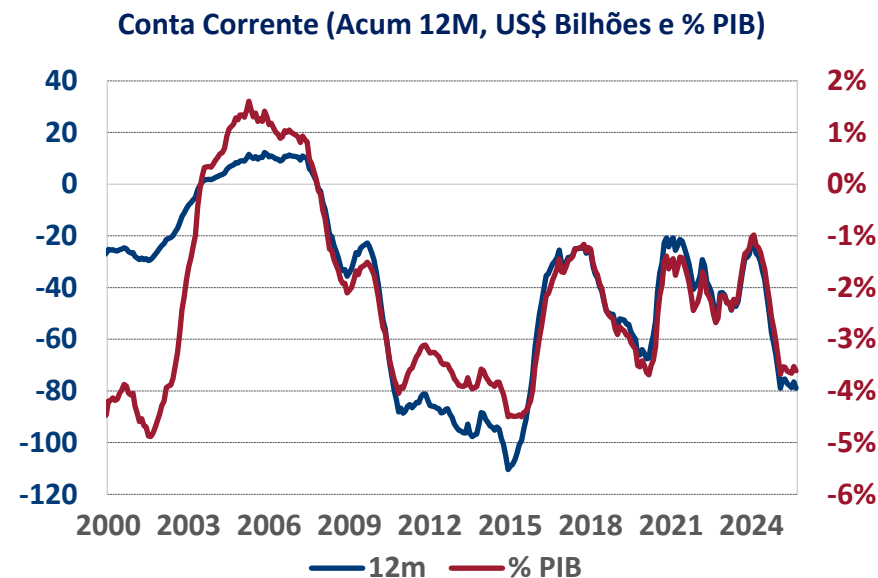
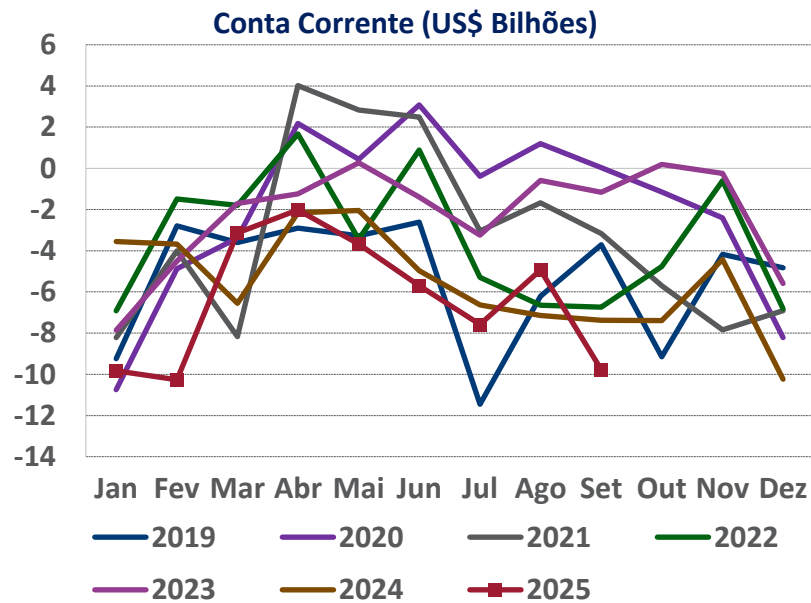
IPCA (% anual)								
	pesos	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Administrados	26,6	2,6	16,9	-3,8	9,1	4,7	4,8	3,9
Industriais	23,6	3,2	11,9	9,5	1,1	2,9	2,6	2,4
Duráveis	10,3	4,5	12,9	6,1	-0,4	1,5	0,8	-
Semi-duráveis	5,9	-0,1	10,2	15,7	2,7	2,1	3,4	-
Não-duráveis	7,3	4,0	11,9	9,5	1,7	5,4	4,2	-
Alimentação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

Em relação à política monetária, o Banco Central do Brasil (BCB) manteve a taxa Selic em 15,00% a.a. em sua reunião de setembro, como amplamente esperado. O COPOM não prevê mais uma interrupção do ciclo, abrindo caminho para um ciclo de cortes em algum momento no futuro próximo. No entanto, o comitê também afirmou que permanecerá vigilante avaliando se as taxas no nível atual serão suficientes para trazer a inflação para a meta. A projeção de inflação do BC para seis trimestres à frente foi mantida em 3,4% no primeiro trimestre de 2027, permanecendo inalterada apesar da apreciação da moeda e das expectativas de inflação mais baixas no FOCUS. No geral, o Copom indica que, embora a continuação de um ciclo de alta seja mais improvável, as projeções de inflação ainda em 3,4% (e acima da meta) podem exigir cautela e a manutenção da Selic no nível atual por um período prolongado de tempo.

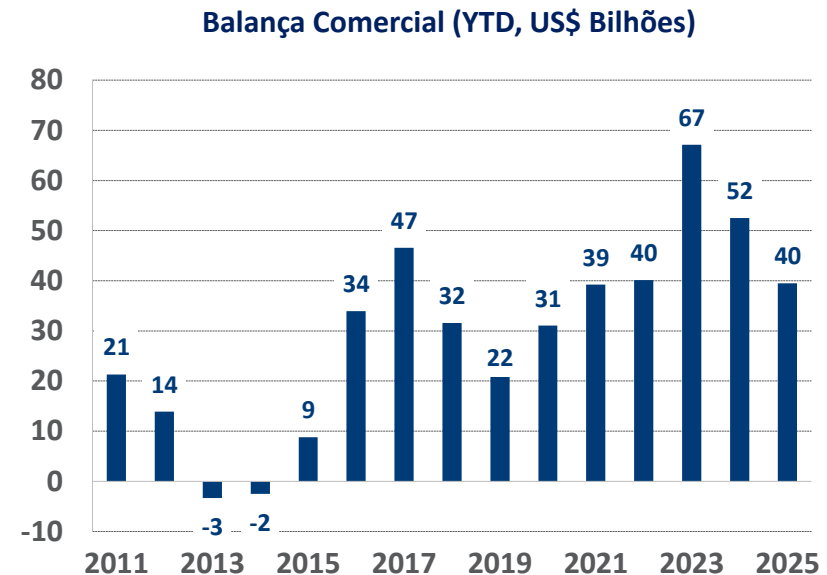
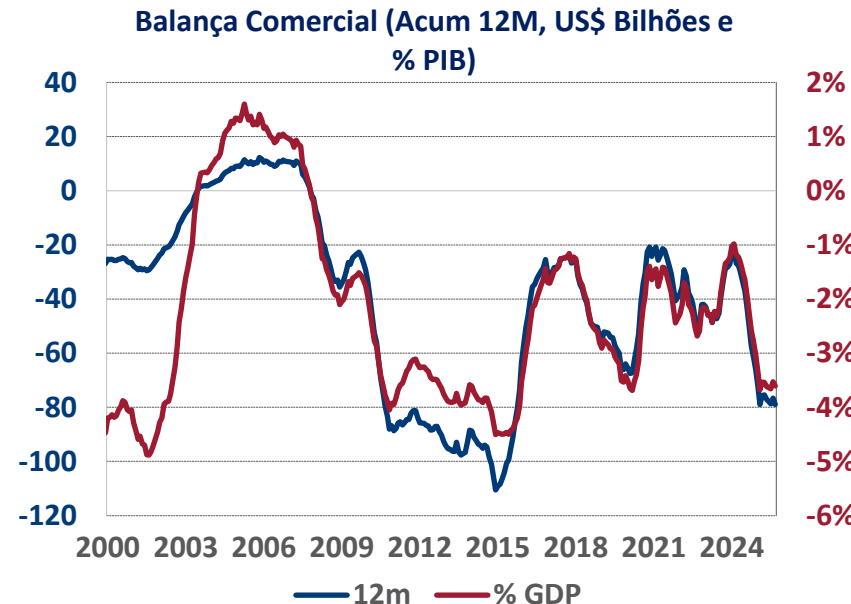
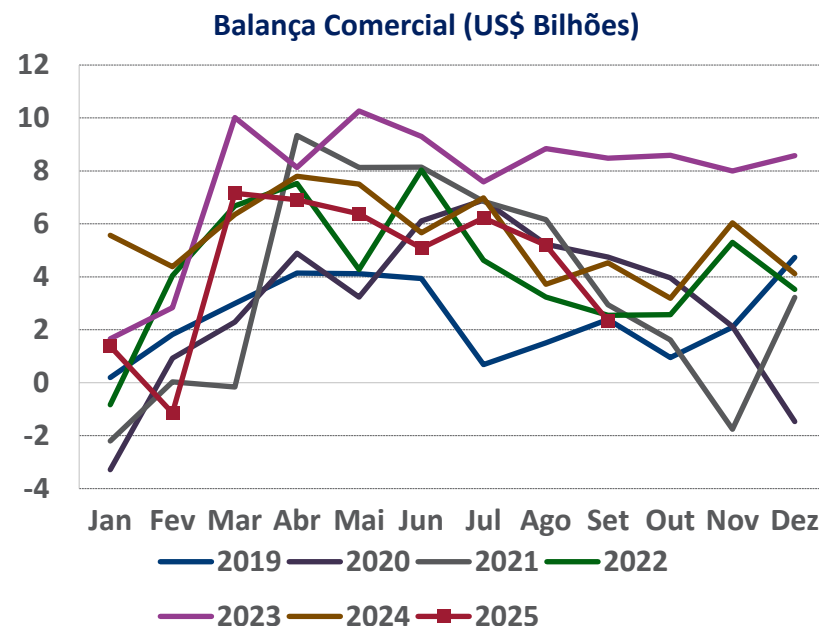
IPCA, Selic e Taxa de Juros Real Ex-post (YoY, %)



- A conta corrente brasileira registrou um déficit de USD 9,8 bilhões em setembro de 2025, pior que as expectativas do mercado (USD -7,8 bilhões).
- Na soma móvel de 12 meses, o déficit atingiu USD 78,9 bilhões (3,51% do PIB) de USD 76,6 bilhões (3,53% do PIB) em agosto.
- No geral, o balanço de pagamentos continua se deteriorando, em meio a uma demanda interna ainda forte e mudanças estruturais no padrão de consumo da população.

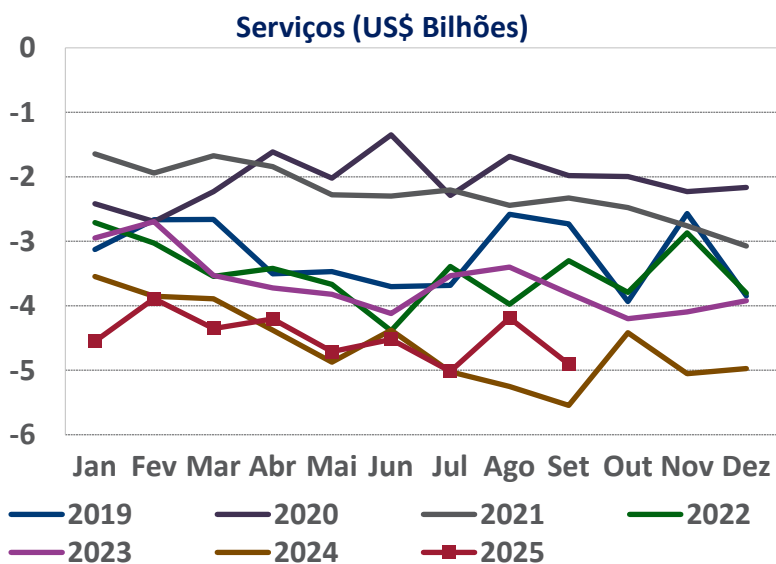
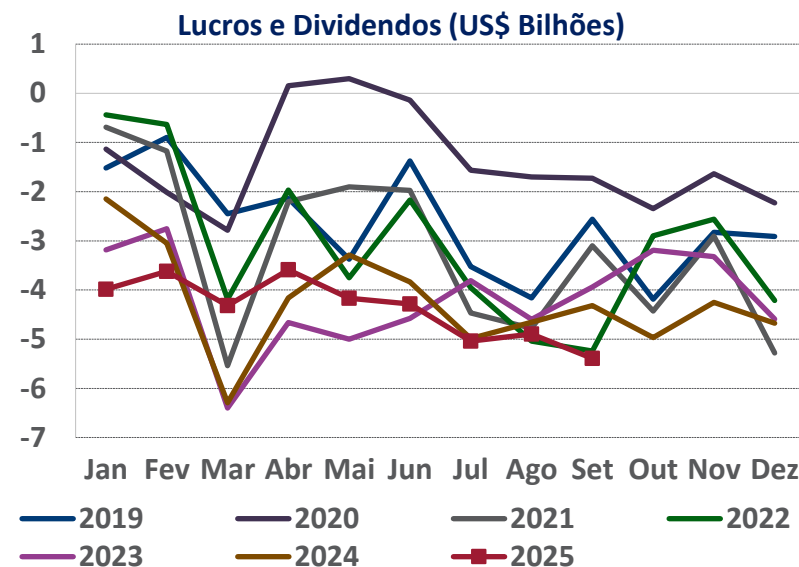


- A balança comercial registrou um superávit de USD 2,3 bilhões, abaixo do superávit de USD 4,5 bilhões registrado um ano antes.
- As exportações aumentaram, ficando em USD 30,7 bilhões, enquanto as importações continuaram fortes (USD 28,4 bilhões). De acordo com dados do MDIC, embora as exportações permaneçam em níveis elevados, os volumes de importação continuam robustos, pressionando o superávit comercial.
- Na variação de 12 meses, o superávit comercial diminuiu para USD 53,2 bilhões, de USD 55,4 bilhões em agosto.
- As exportações estão apresentando bom desempenho, em linha com a safra recorde de grãos, os preços mais altos do minério de ferro e as elevadas exportações de carne e veículos.
- Já as importações continuam resilientes, com o mês marcado pela importação de uma plataforma de petróleo avaliada em US\$ 2,4 bilhões, o que impulsionou o crescimento anual em setembro.

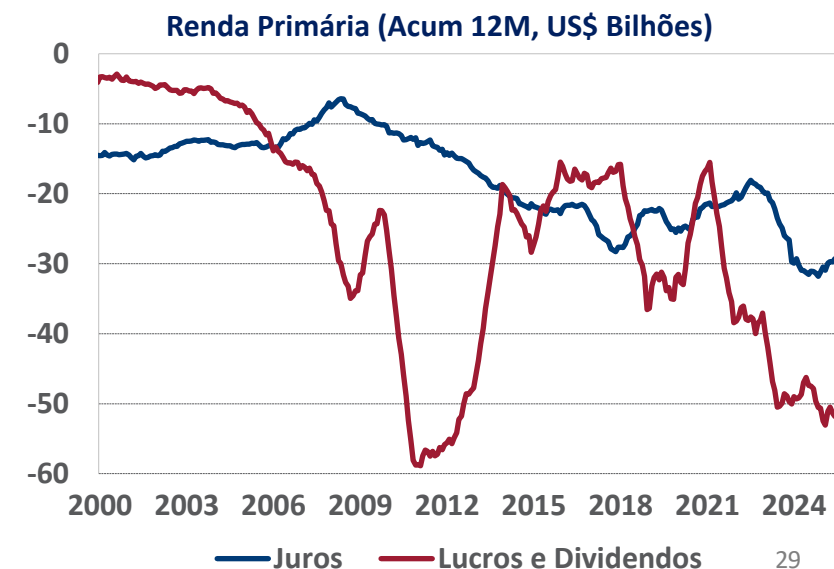
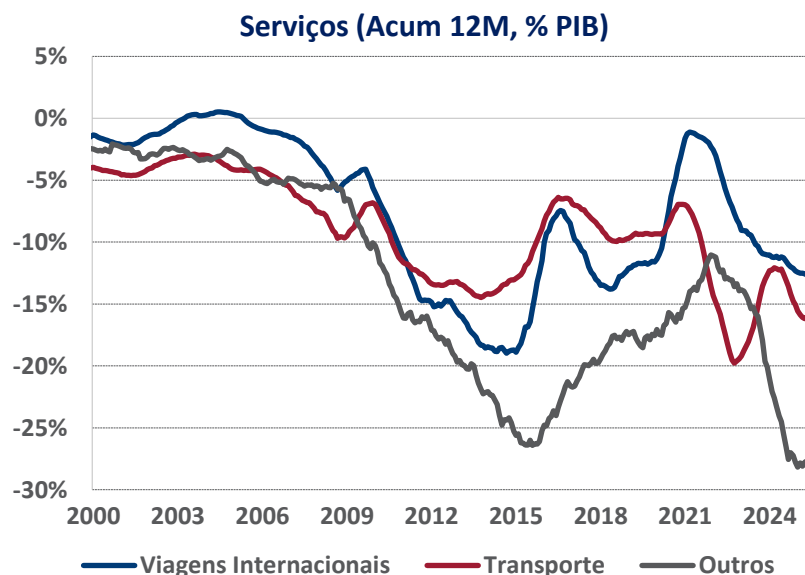


Brasil: Balanço de Pagamentos

- O déficit de serviços registrado foi de US\$ 4,9 bilhões em setembro, abaixo do déficit de US\$ 5,5 bilhões observado no mesmo período do ano passado. Na variação de 12 meses, o déficit de serviços atingiu US\$ 55,8 bilhões.
- As contas de “Propriedade Intelectual” e “Telecomunicações”, cujas dinâmicas são menos sensíveis ao ciclo econômico, registraram um déficit de US\$ 1,2 bilhão cada uma em setembro.
- Além disso, a conta de “Serviços Pessoais, Culturais e Recreativos” registrou um superávit de US\$ 18 milhões em setembro de 2025, ante um déficit de US\$ 421 milhões em setembro de 2024.

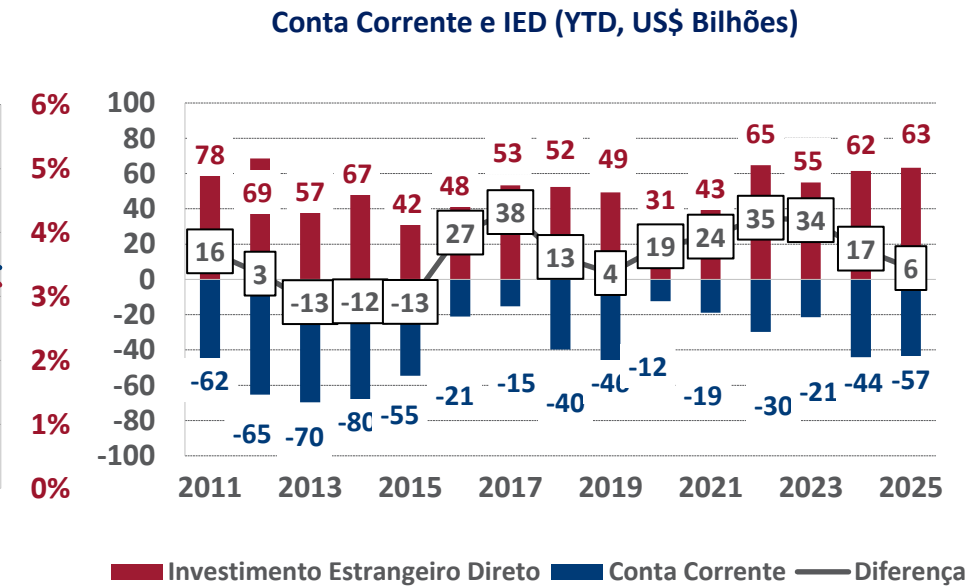
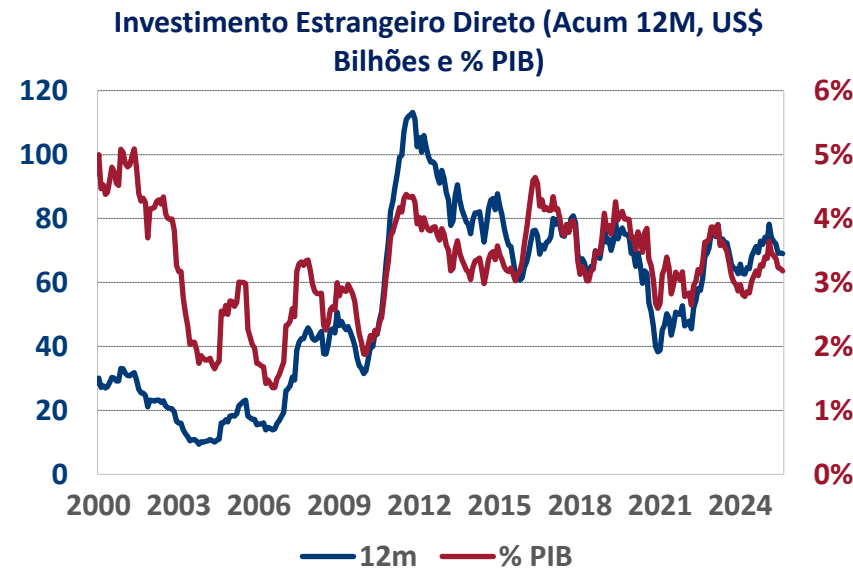
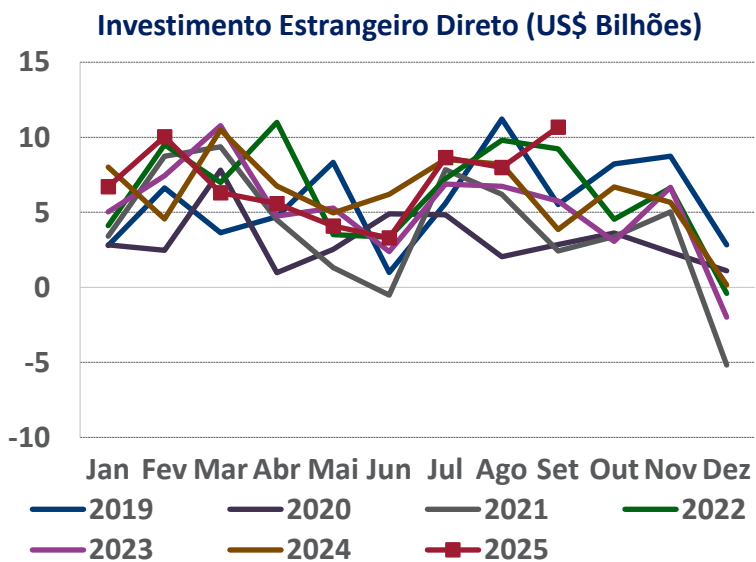


Fonte: BOCOM BBM, BCB



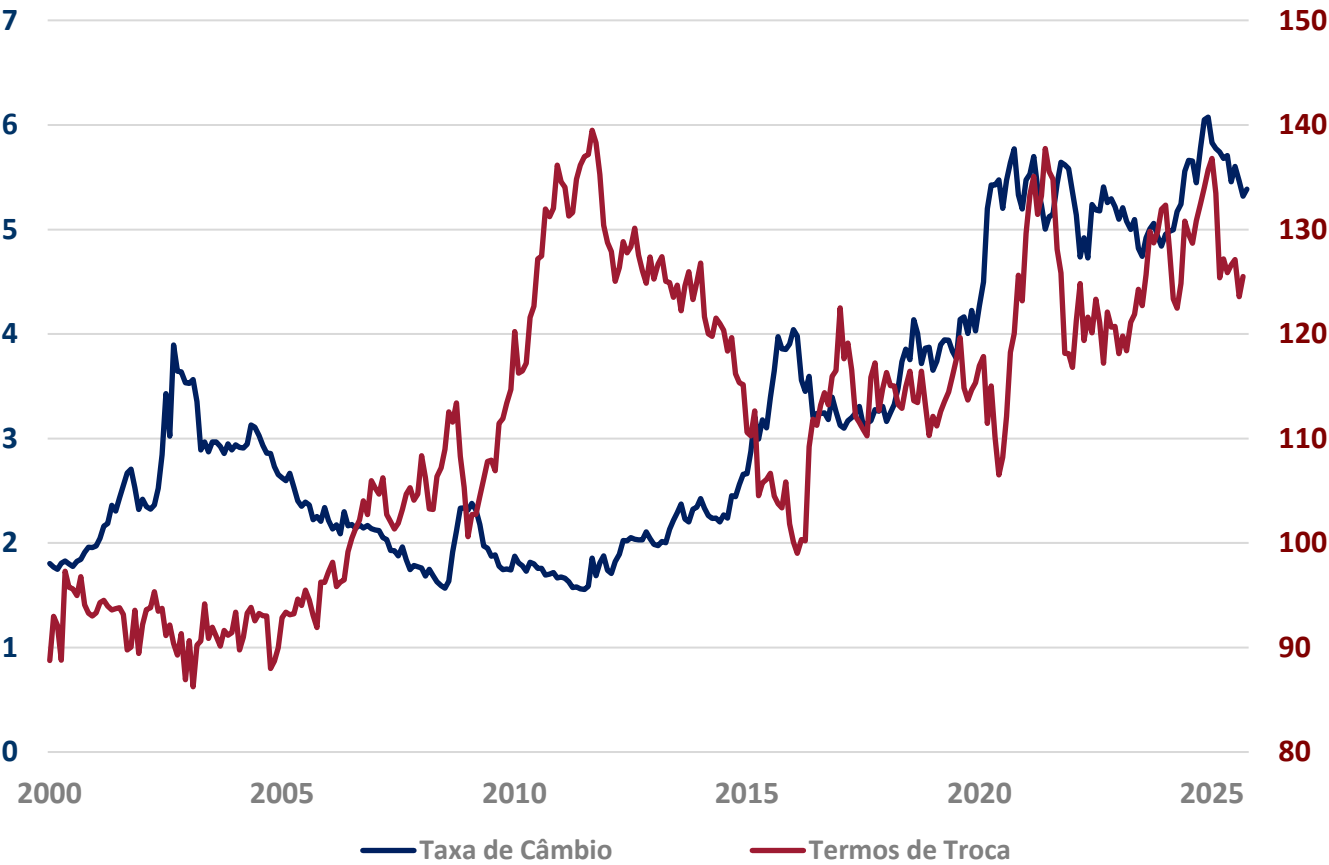
Brasil: Balanço de Pagamentos

- O Investimento Estrangeiro Direto (IED) registrou entradas líquidas de US\$ 10,7 bilhões em setembro, acima do consenso do mercado.
- Na variação de 12 meses, os influxos de IED atingiram US\$ 75,8 bilhões (3,47% do PIB), ante US\$ 69,0 bilhões registrados em agosto.

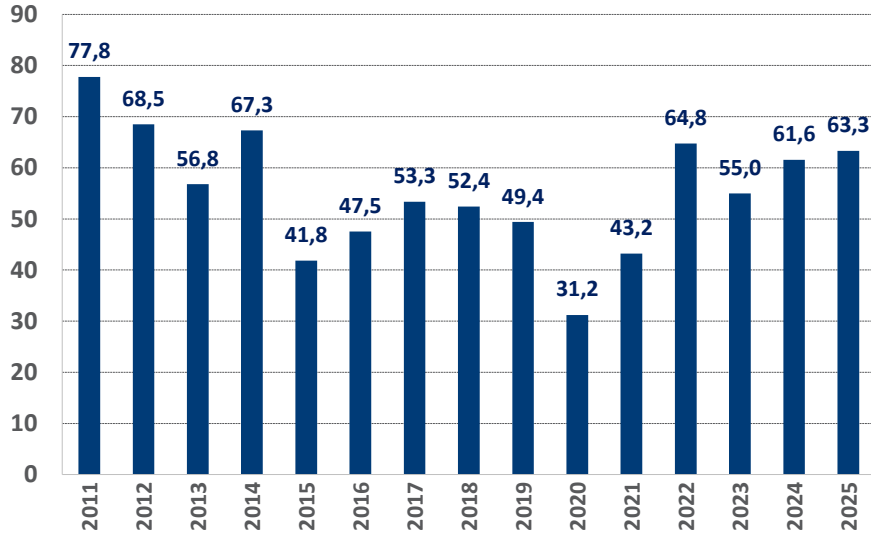


Em outubro, o real brasileiro depreciou de 5,32 para cerca de 5,38 em relação ao dólar americano, fechando ligeiramente mais fraco após oscilar dentro de uma faixa estreita. O movimento refletiu a pressão externa de um dólar mais forte, impulsionado pelas expectativas de que o Federal Reserve manterá as taxas por mais tempo, ofuscando o alívio limitado da trégua comercial entre os EUA e a China, que é vista como temporária e mantém a incerteza sobre os fluxos comerciais globais. Internamente, a postura hawkish do Banco Central e a inflação contida ofereceram algum suporte, mas os riscos fiscais e a dependência das exportações de commodities mantiveram uma perspectiva cautelosa, reforçando a leve desvalorização do real.

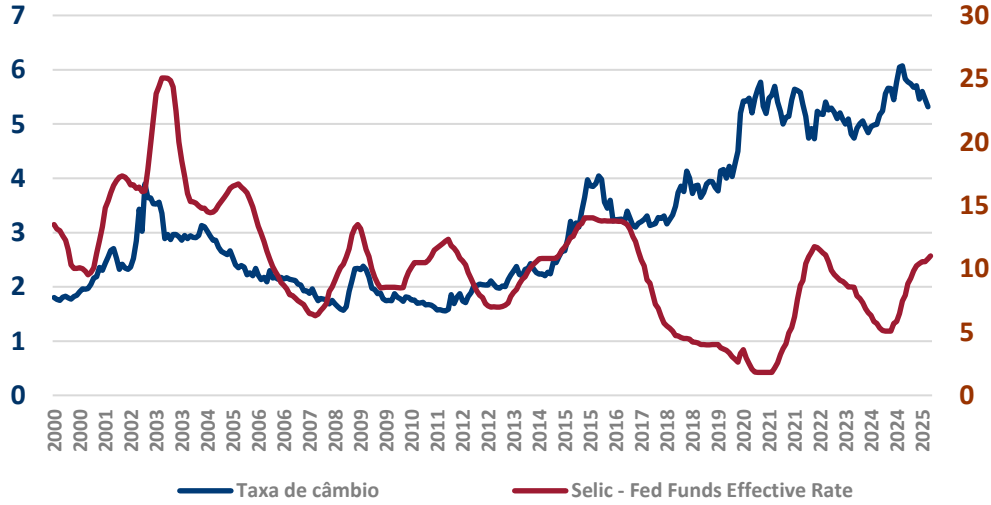
Termos de Troca x BRL



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

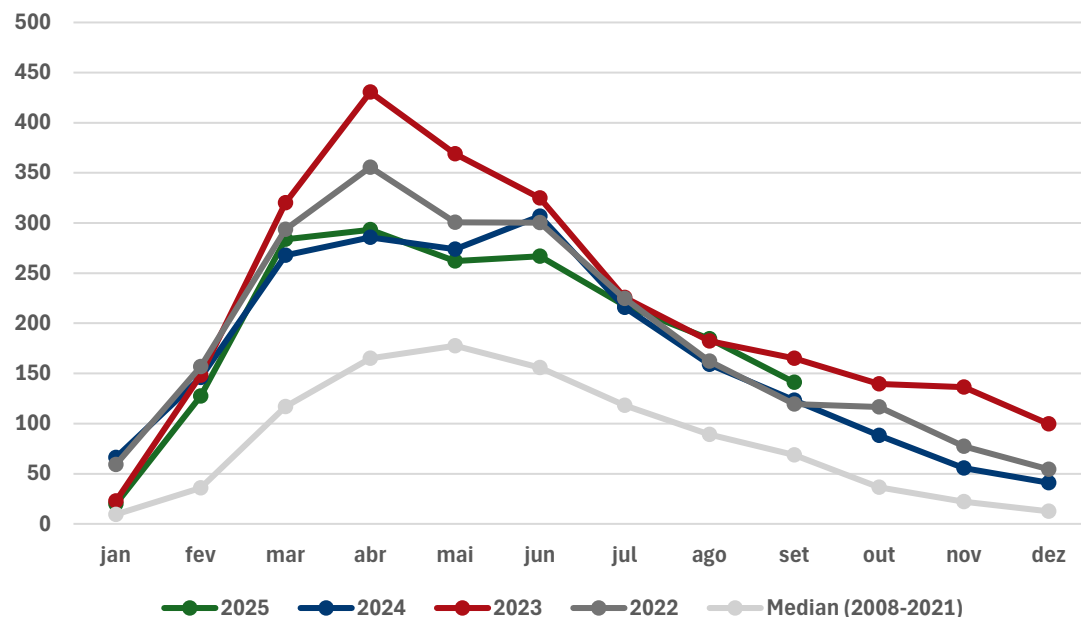


Diferencial de Juros x BRL

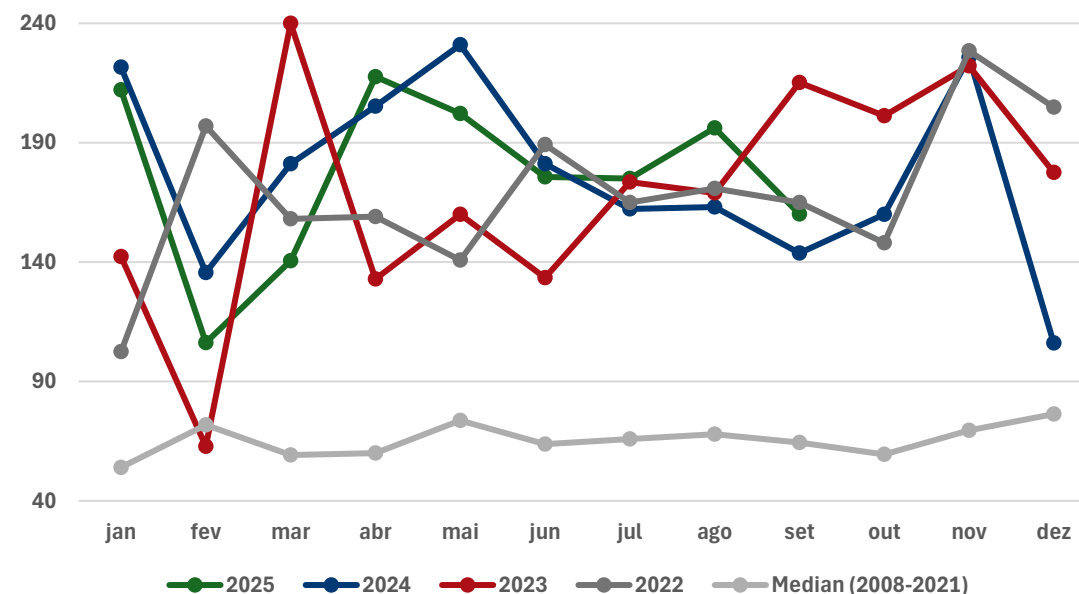


- Em setembro, a balança comercial apresentou um superávit de USD 2,99 bilhões (-41,1% YoY), de acordo com dados da Secex.
- As exportações aumentaram 7,2% YoY, principalmente devido ao desempenho da agricultura (18,0% YoY). Por sua vez, embora as exportações tenham crescido, alguns produtos registraram uma queda nas vendas, como madeira em bruto (-42,0%), minérios e concentrados de alumínio (-54,2%) e outros minerais em bruto (-21,1%).
- Por outro lado, as importações cresceram 17,7% YoY, principalmente pelo desempenho da indústria de transformação (21,5% YoY), enquanto as importações da indústria extrativa diminuíram 26,5%.

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.