

# Cenário Macro

---

Dezembro 2025

- Nos EUA, o mês de novembro marcou o fim do shutdown mais longo da história do país. Alguns indicadores importantes, como o CPI de outubro e a *Household Survey* do Payroll de Outubro, foram cancelados e outros dados seguem sendo reagendados, o que limita uma leitura completa do cenário econômico. Apesar disso, os discursos mais recentes de alguns membros votantes do Fed, especialmente o de Williams - que costuma ter forte alinhamento com o presidente Jerome Powell -, aumentaram expectativas de um corte de 25bps na próxima reunião do FOMC. Com relação ao mercado de trabalho, os dados de setembro trouxeram sinais mistos, com criação de emprego em ritmo elevado e desemprego aumentando. Os dados de inflação seguem defasados, mas a última divulgação do CPI de Setembro veio melhor que o esperado, ainda que os efeitos das tarifas estejam sendo observados. No geral, o cenário permanece especialmente incerto, sugerindo uma abordagem cautelosa ao FOMC em 2026.
- Com relação à China, os dados recentes apresentaram sinais mistos em outubro. Nos dados mensais de atividade, vendas do varejo vieram acima das expectativas, enquanto investimento em ativos fixos desaceleraram além do esperado. A produção industrial também desacelerou, porém parte do resultado pode ser atribuída a distorções relacionadas aos feriados de outubro. A balança comercial também foi possivelmente afetada pelos feriados. Sua composição mostrou que exportações desaceleraram além do consenso, com as para os EUA reacelerando marginalmente. As importações também desaceleraram para grande parte dos principais parceiros, exceto o Brasil. A inflação surpreendeu para cima, como o núcleo do CPI atingindo seu maior patamar desde 02/2024. Isso possivelmente reflete os efeitos dos programas do governo, como o de incentivos a trocas de bens dos consumidores e políticas anti-involução, e geram perspectivas otimistas para a trajetória da inflação. Ao todo, diversos dados pode ter sido afetados pelo efeitos dos feriados, mas fatores estruturais também parecem ter relevância. A liderança tecnológica e o direcionamento ditado pelo Plano Quinquenal devem dar suporte à exportações bens e serviços de maior valor adicionado à frente. Além disto, vantagens de custos e investimentos em mercados emergentes também contribuem para manter as exportações fortes no médio-prazo. Esses fatores vem gerando revisões altistas nas projeções de crescimento para a economia chinesa nos próximos anos.
- No Brasil, a atividade econômica exibe sinais de desaceleração. Em outubro, o resultado da produção industrial veio abaixo das expectativas, com um aumento de 0,1% MoM. Em setembro, os serviços registraram alta de 0,6% MoM e as vendas no varejo recuaram -0,3% MoM, evidenciando heterogeneidade setorial no processo de desaceleração econômica. Resumindo esse cenário, o IBC-BR apresentou uma contração de 0,2% MoM em setembro. Em relação ao mercado de trabalho, o desemprego permanece em níveis historicamente baixos, apesar da desaceleração da população ocupada nos últimos meses.
- Em relação à política monetária, o Banco Central do Brasil (BCB) manteve a taxa Selic em 15,00% a.a. em sua reunião de novembro, como amplamente esperado. De modo geral, houve poucas mudanças na comunicação, mas o BCB agora reconhece que a estratégia de manter as taxas de juros no nível atual por um período prolongado é suficiente para trazer a inflação de volta à meta. Contudo, apesar desse entendimento, o Banco Central manteve a declaração de que permanece vigilante e pode ajustar as taxas novamente, se necessário. A projeção de inflação do BCB para os próximos seis trimestres é de 3,3% no segundo trimestre de 2027, em um cenário em que as taxas se mantêm em 15% até o final de 2025, atingem 12,25% em 2026 e 10,5% em 2027. A projeção foi reduzida de 3,4% para 3,3% no horizonte relevante, o que era esperado em função da valorização da moeda e das menores expectativas de inflação no FOCUS. Em suma, a comunicação indica algum progresso nas projeções de inflação e reconhece que a manutenção da taxa no nível atual está funcionando, mas não sinalizou quando um ciclo de afrouxamento monetário terá início.
- O IPCA-15 de novembro subiu 0,20% MoM, ligeiramente acima do consenso de 0,18% MoM. A variação em 12 meses caiu de 4,94% em outubro para 4,50% em novembro. A principal surpresa altista veio de passagens aéreas e hospedagem. Com relação à decomposição, o núcleo de serviços avançou 0,40% MoM, em linha com as projeções, e o SAAR 3M caiu de 4,7% para 4,4%. A média dos núcleos de inflação aumentou 0,27% MoM, abaixo das expectativas, com seu SAAR 3M em 3,4%. No geral, a última composição do IPCA-15 não sinalizou grandes mudanças, mostrando apenas uma leve aceleração dos serviços, parcialmente compensada por preços regulados mais suaves e bens comercializáveis fracos.
- No cenário fiscal, o setor público brasileiro registrou um superávit primário de R\$ 32,4 bilhões em outubro, abaixo do consenso de mercado (superávit de R\$ 34,1 bilhões), em relação a um superávit de R\$ 36,9 bilhões em outubro de 2024. Em relação à distribuição, o governo central registrou um superávit de BRL 36,2 bilhões, enquanto os governos regionais e as empresas estatais (SOEs) apresentaram déficits de BRL 3,6 bilhões e BRL 0,1 bilhão, respectivamente. A Dívida Bruta do Governo Geral (GGGD) aumentou para 78,6% do PIB, com os juros nominais (+0,9 p.p.) sendo o principal motor desse crescimento, enquanto o crescimento do PIB nominal (-0,3 p.p.) compensou parcialmente este efeito.

- A atividade econômica mensal voltou a apresentar sinais mistos:
- Vendas no varejo desaceleraram em menor magnitude que o esperado**, passando de 3,0% para **2,9% YoY** (exp. 2,7%). Na composição, houve contração significativa em eletrodomésticos e automóveis, sugerindo efeitos do programa de substituição de bens de consumo, enquanto vestuário e celulares aceleraram;
- A produção industrial desacelerou** de 6,5% para 4,9% YoY (exp. 5,5%), abaixo do consenso. Porém, parte dessa desaceleração pode ser atribuída a distorções relacionadas aos feriados de outubro;
- O investimento em ativos fixos recuou** -0,5% para -1,7% YTD YoY (exp. -0,8%), abaixo do consenso. Houve contrações na maioria dos componentes, sugerindo que políticas anti-inflação (voltadas para reduzir excesso de capacidade e conter pressões deflacionárias) continuam pressionando os investimentos;
- Habitação: Os indicadores registraram nova queda** na média móvel de 12 meses, conforme o setor imobiliário segue em ajuste. Os dados de crédito também refletem demanda reduzida, com empréstimos às famílias permanecendo relativamente fracos apesar da títulos do governo seguindo como o principal impulsionador ao crescimento de crédito.

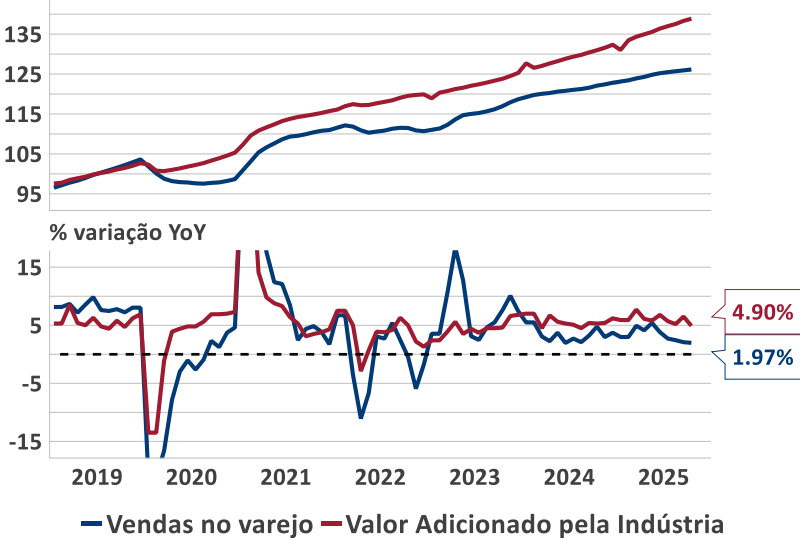
China: Atividade (% YoY)

	10/2025	9/2025	10/2024
<b>Produção Industrial</b>	<b>4,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,3</b>
Mineração	4,5	6,4	4,6
Indústria	4,9	7,3	5,4
Utilidades	5,4	0,6	5,4
<b>Investimento em Ativos Fixos (YTD)</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,4</b>
Indústria	2,7	4,0	9,3
Setor Imobiliário	-14,7	-13,9	-10,3
Infraestrutura	-0,1	1,1	4,3
<b>Vendas no Varejo</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,8</b>
Serviços de Alimentação	3,8	0,9	3,2
Bens de Consumo	2,8	3,3	5,0
Vestuário	6,3	4,7	8,0
Automóveis	-6,6	1,6	3,7
Mobília	9,6	16,2	7,4
Aparelhos Celulares	23,2	16,2	14,4
Eletrodomésticos	-14,6	3,3	39,2
Construção	-8,3	-0,1	-5,8

Fonte: BOCOM BBM, Macrobond

China: Produção Industrial x Vendas no Varejo

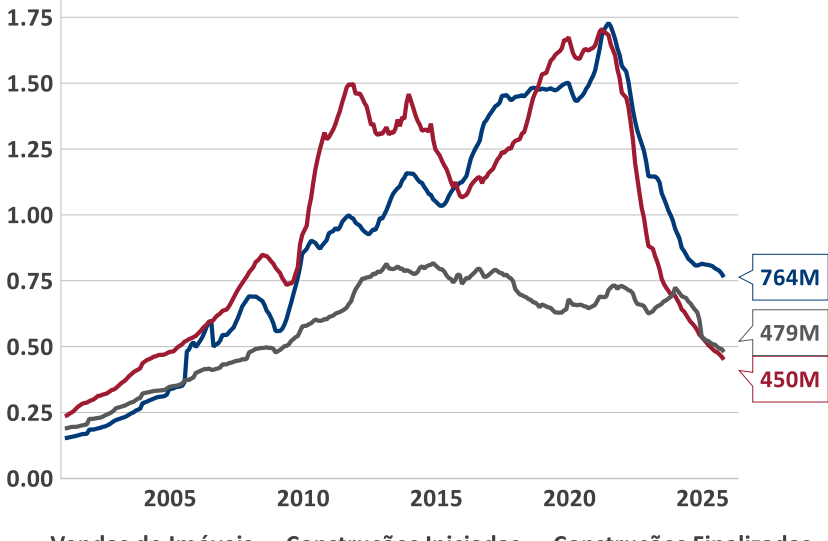
12MMA, Índice (2019=100)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

China: Indicadores Imobiliários

Bilhões de metros quadrados, acumulado em 12 meses



Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

■ O ritmo do comércio da China desacelerou em outubro, sugerindo perda no momentum comercial:

■ **Exportações desaceleraram** de 8,3% para **-1,1% YoY, abaixo do consenso** de +2,8%. Por país, houve alguma melhora nas exportações para os EUA, enquanto o redirecionamento comercial desacelerou para a maioria dos países (especialmente para África e União Europeia). Essa fraqueza pode estar relacionada ao feriado de outubro e seu número reduzido de dias da semana, e uma normalização é esperada nos próximos meses.

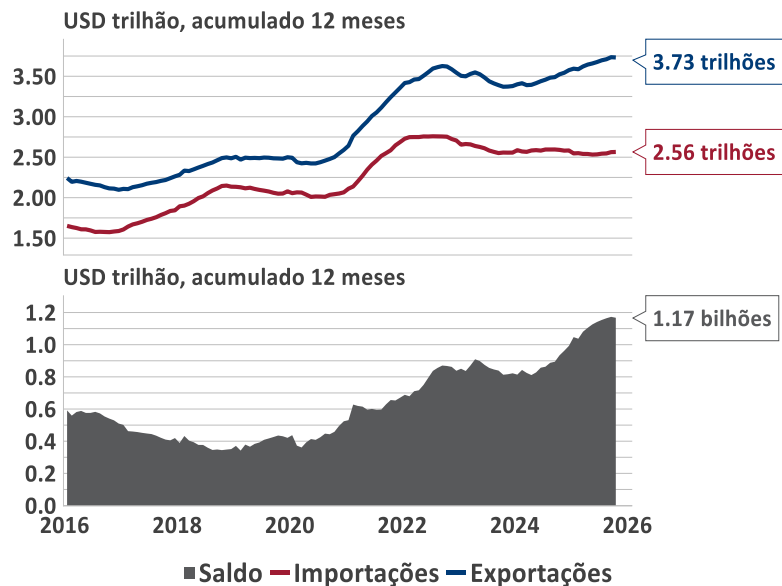
■ **Importações também desaceleraram além do consenso**, de 7,4% para **1,0% YoY** (exp. 3,2%), ou -1,6% MoM SA. Houve quedas nas importações para os principais destinos exceto Brasil;

■ Quanto à inflação, o **CPI acelerou de -0,3% para 0,2% YoY**, ligeiramente acima do consenso de 0,0%, **superando as expectativas**:

■ O dado foi impulsionado por preços mais fortes de alimentos e energia. Já **o núcleo da inflação voltou a subir marginalmente, em 0,2pp para 1,2% 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, apesar de possivelmente alguma pressão adicional advinda do feriado;

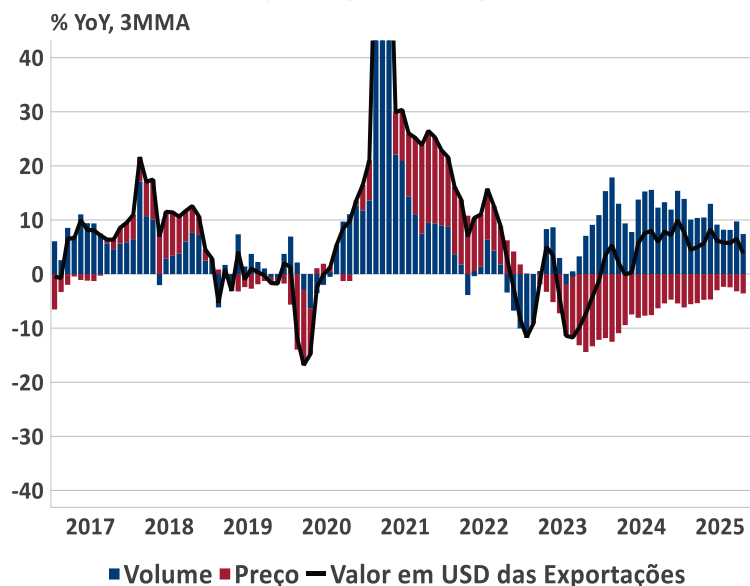
■ No geral, os dados sugerem que **as pressões deflacionárias persistem na economia chinesa, mas que houve alguma melhora em outubro**.

## China: Balança Comercial



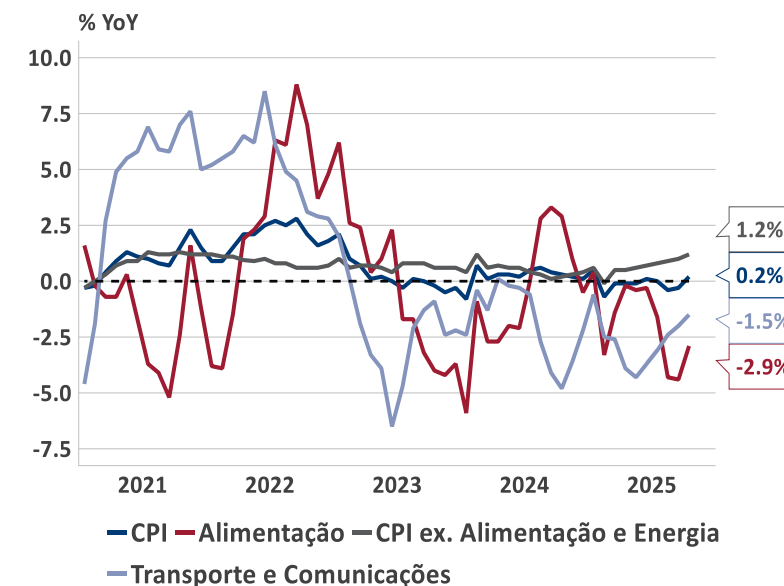
Source: BOCOM BBM, Macrobond, GAC

## 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 divulgado após ter sido adiado pelo shutdown mais longo da história dos EUA. Os dados trouxeram uma **surpresa positiva** no *headline*, mas uma composição com sinais mistos sobre o mercado de trabalho:

- O saldo de criação de vagas foi **119 mil**, acima das expectativas de 65 mil e elevando a 3MMA para 62 mil - bem acima dos 29 mil de setembro (após revisão a partir de 18 mil), mas ainda abaixo da média pré-Covid. Por outro lado, o saldo da revisão de dois meses foi novamente negativo (-33 mil), e maior que o do mês anterior (-21 mil);

- A taxa de desemprego subiu novamente, de 4,32% para **4,44%**, surpreendendo com relação ao consenso de 4,3% e atingindo o maior patamar desde 2021. Porém isso foi parcialmente relacionado a um aumento na taxa de participação, de 62,3 para 62,4%;

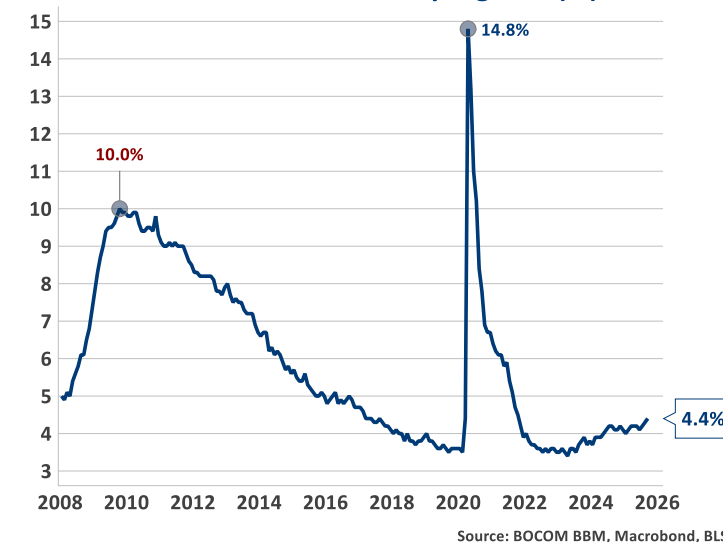
- Com isso, a **diferença entre empregos e trabalhadores caiu para -0,2M**, indicando que há mais trabalhadores disponíveis que empregos na economia, após mais de quatro anos com saldo positivo, um sinal do afrouxamento em curso no mercado de trabalho.

- Os salários médios por hora cresceram **0,24% MoM**, abaixo das expectativas de 0,3%, mas com taxa anual mantida em **3,8%**;

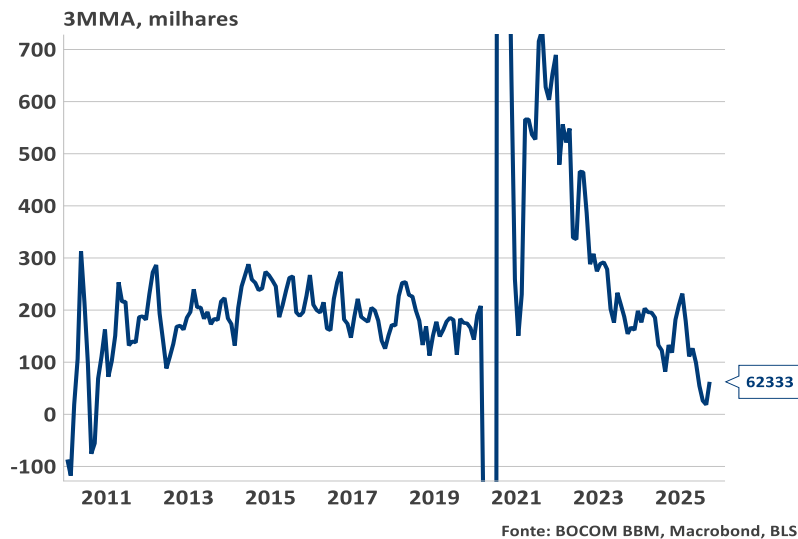
- O crescimento mensal mais lento pode estar relacionado a efeitos de calendário, mas a taxa segue mostrando resiliência, em linha com outras métricas de crescimento salarial.

- Dados alternativos seguem recebendo importância elevada devido à quantidade limitada de divulgações sobre mercado de trabalho até a reunião de dezembro do FOMC. Entre esses, o ADP de Novembro veio abaixo do esperado (-32k vs 10k esperado), sugerindo enfraquecimento no ritmo de criação de empregos na margem e aumentando chances de um payroll de novembro mais baixo;

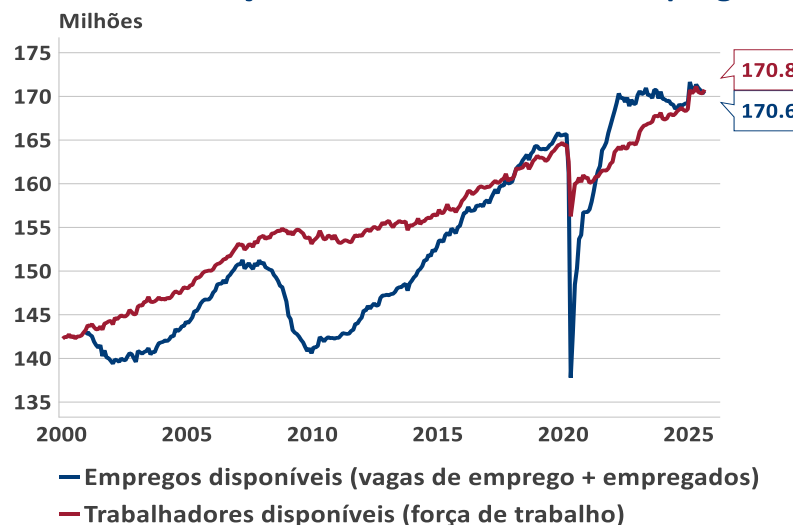
EUA: Taxa de Desemprego SA (%)



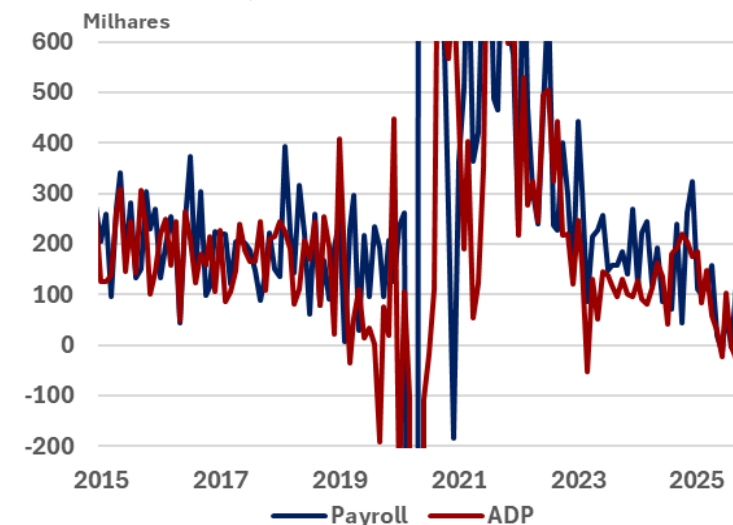
EUA: Criação de Empregos Não-Agrícolas



EUA: Diferença entre Trabalhadores e Empregos



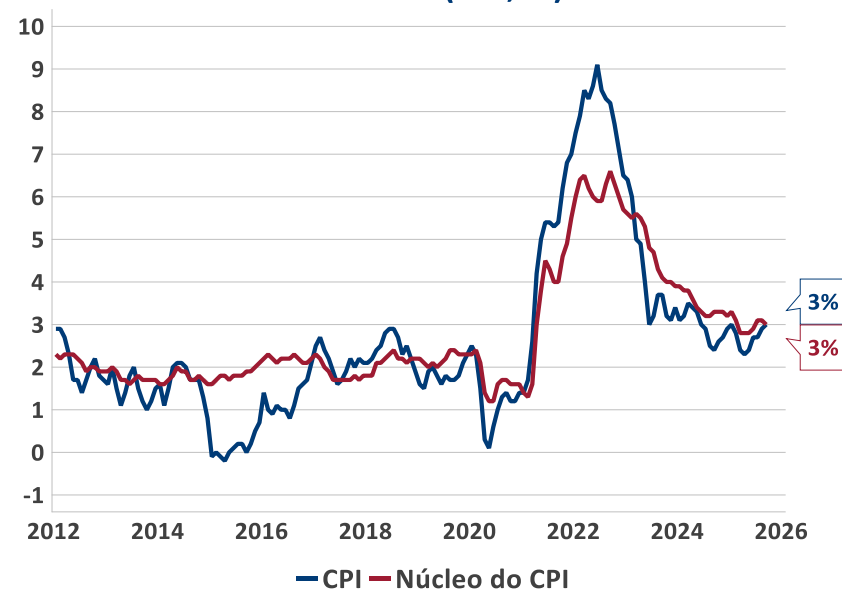
EUA: Criação de Empregos ADP x Payroll





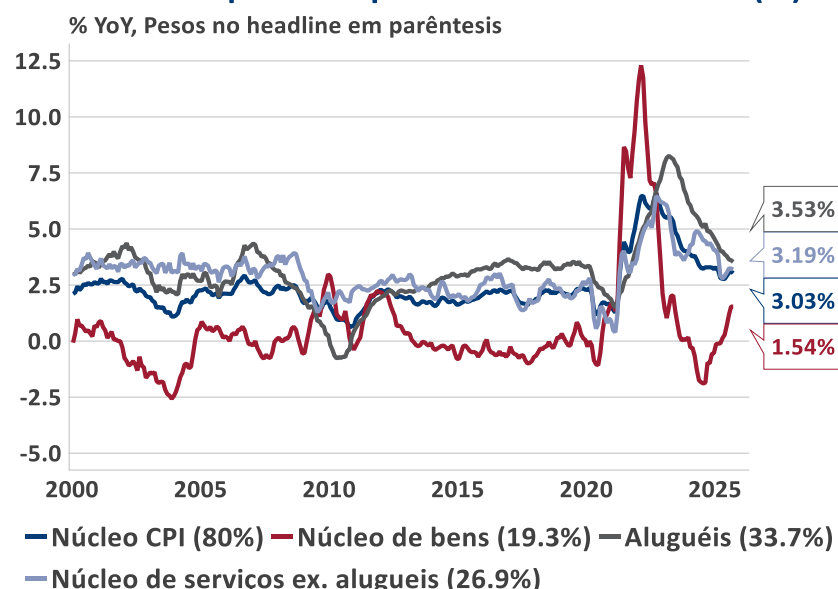
- Os dados de inflação seguem defasados devido ao *shutdown* do governo americano. A maior parte do CPI de outubro não será publica pois não houve coleta, e o CPI de Novembro será divulgado apenas em 18/12;
- A divulgação de inflação mais recente disponível é o CPI de Setembro, divulgado apesar do *shutdown*:
  - O dado cheio 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%, apesar 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% esperado), com a maior desaceleração vindo de habitação, especialmente *OER*. Por outro lado, o núcleo de serviços excluindo moradia (“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 de 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, %)



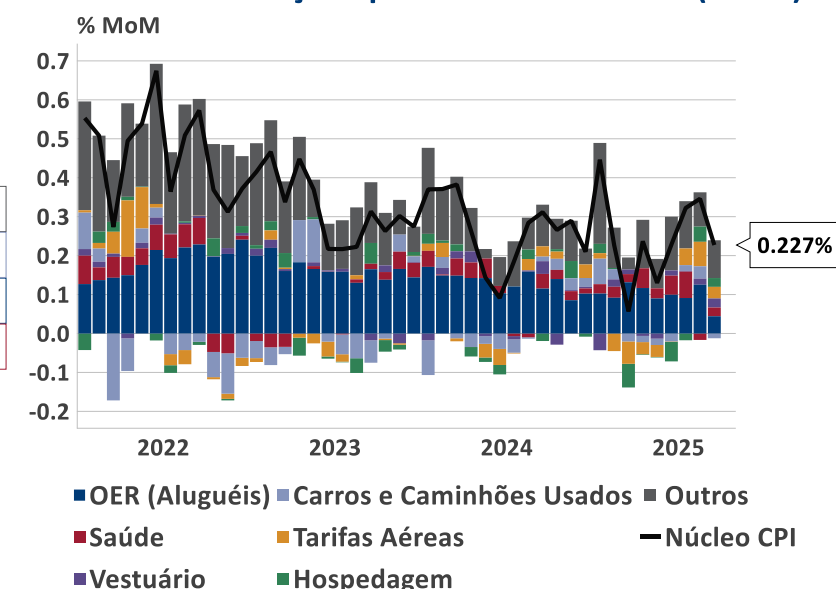
Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

EUA: Principais Componentes do Núcleo CPI (%)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

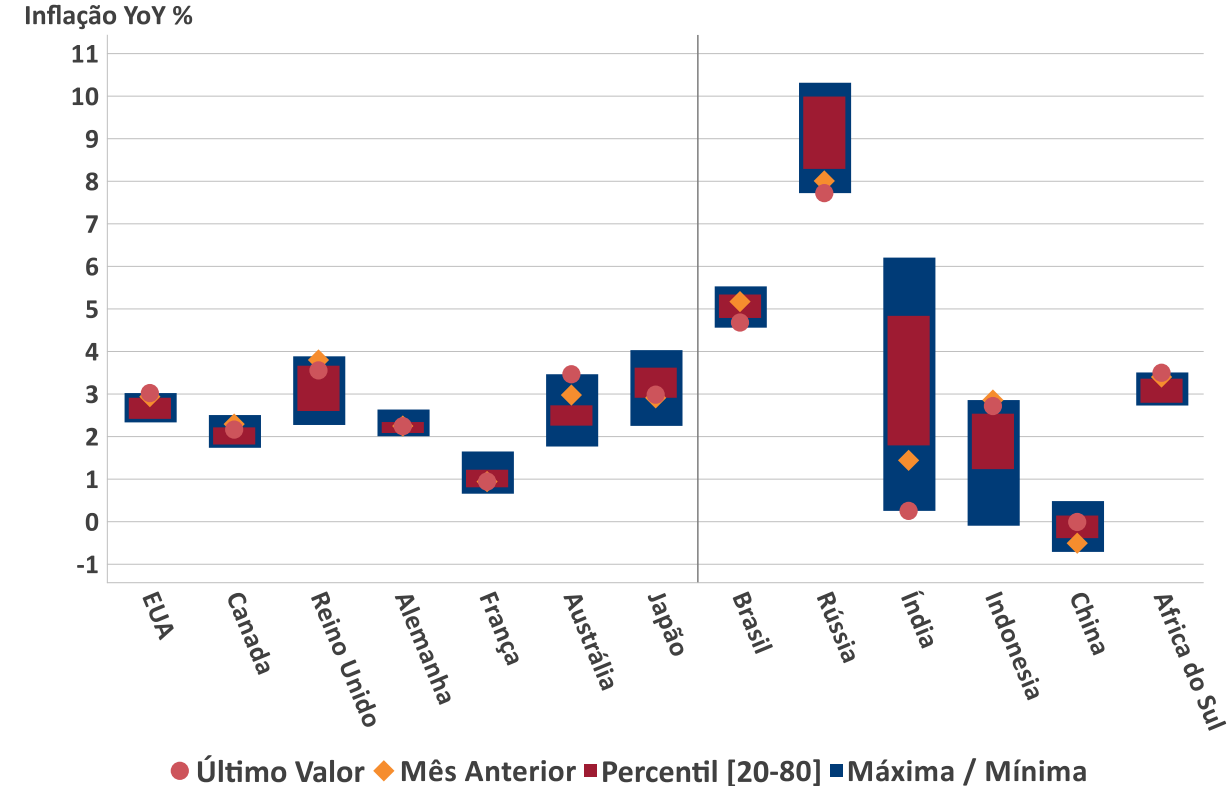
EUA: Contribuições para o Núcleo do CPI (MoM)



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 tenha permanecido relativamente resiliente em 2025, com a mudança de rumo com relação às contrações relacionadas a tarifas comerciais esperadas também um importante fator de sustentação ao crescimento neste ano.
- Para 2026, é esperado que um aumento no nível de afrouxamento fiscal impulse crescimento em diversos mercados, como nos EUA.

Variação da Inflação nos Últimos 12 Meses



Source: BOCOM BBM, Macrobond

G20: Tracker de PIB (QoQ, %)

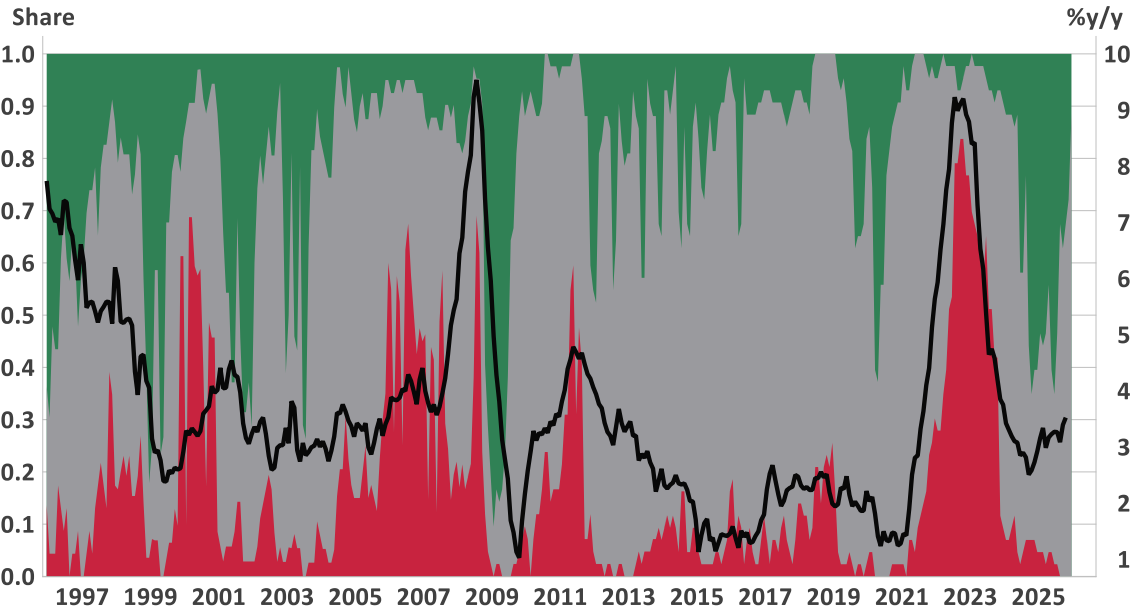
	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024	Q4 2023
África do Sul	0,5	0,9	0,1	0,4	-0,3	0,3	0,1	0,4
Alemanha	0,0	-0,2	0,3	0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,3
Arábia Saudita	2,1	-0,7	-0,6	4,1	1,0	-1,2	0,5	2,8
Argentina		-0,1	0,9	2,2	3,6	-0,8	-1,8	-2,2
Austrália		0,6	0,3	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1
Brasil		0,4	1,3	0,1	0,8	1,5	0,9	0,3
Canada	0,6	-0,5	0,5	0,7	0,8	0,8	0,7	0,1
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	0,4	0,2	0,1	0,4
Índia	1,6	-6,7	8,6	5,2	1,2	-7,1	7,6	4,4
Indonésia	1,4	4,0	-1,0	0,5	1,5	3,8	-0,8	0,5
Itália	0,1	-0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2
Japão	-0,4	0,6	0,2	0,7	0,4	0,4	-0,5	0,0
México	-0,3	0,4	0,2	-0,6	0,9	-0,1	0,2	0,3
Reino Unido	0,1	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	11,8	7,6	-15,6	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 afrouxaram sua política monetária em 2025, com alguns seguindo nessa parte do ciclo - como México, Polônia 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;
- Apesar do alívio parcial do conflito comercial, a incerteza em torno dos efeitos potenciais das tarifas dos EUA em cada país seguem levando instituições a uma postura mais cautelosa e dependente dos dados em 2026. Porém, no geral, o orçamento para cortes adicionais parece mais restrito do que em 2025.

### 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	28	1
África do Sul	3,5	3,1	6,75	-0,25	Corte	11/2025	30	0
Argentina	31,3	33,4	29,00	-3,00	Corte	1/2025	26	10
Australia	3,9	3,9	3,60	-0,25	Corte	8/2025	25	4
Brasil	4,7	4,8	15,00	0,25	Alta	6/2025	6	19
Canada	2,2	2,9	2,25	-0,25	Corte	10/2025	29	1
Chile	3,4	3,0	6,50	-0,75	Corte	7/2025	38	4
China	0,0	1,2	3,00	-0,10	Corte	5/2025	142	7
Colombia	5,5	5,6	9,25	-0,25	Corte	5/2025	31	7
Coréia do Sul	2,4	2,0	2,50	-0,25	Corte	5/2025	35	6
Costa Rica	-0,4	0,1	3,50	-0,25	Corte	9/2025	37	2
Dinamarca	2,1	2,3	1,75	-0,25	Corte	6/2025	27	6
Hungria	4,3	4,2	6,50	-0,25	Corte	9/2024	38	14
Islandia	3,7	3,5	7,25	-0,25	Corte	11/2025	27	0
Índia	0,3	4,4	5,50	-0,50	Corte	6/2025	34	6
Indonésia	2,7	2,4	4,75	-0,25	Corte	9/2025	19	3
Israel	2,4	2,2	4,25	-0,25	Corte	11/2025	30	0
Japão	3,0	3,1	0,50	0,25	Alta	1/2025	10	118
México	3,6	4,3	7,25	-0,25	Corte	11/2025	32	1
Nova Zelândia	3,0	2,5	2,25	-0,25	Corte	11/2025	30	0
Noruega	3,1	3,4	4,00	-0,25	Corte	9/2025	24	2
Polônia	2,4	3,0	4,25	-0,25	Corte	11/2025	39	1
República Tcheca	2,5	0,2	3,50	-0,25	Corte	5/2025	41	7
Rússia	7,7	6,9	16,50	-0,50	Corte	10/2025	13	1
Suécia	0,9	3,1	1,75	-0,25	Corte	10/2025	26	2
Suíça	0,1	0,5	0,00	-0,25	Corte	6/2025	29	5
Turquia	32,9	32,1	39,50	-1,00	Corte	10/2025	8	1
Reino Unido	3,6	3,4	4,00	-0,25	Corte	8/2025	28	4
Estados Unidos	3,0	3,0	4,00	-0,25	Corte	10/2025	28	1
Zona do Euro	2,2	2,4	2,15	-0,25	Corte	6/2025	26	6

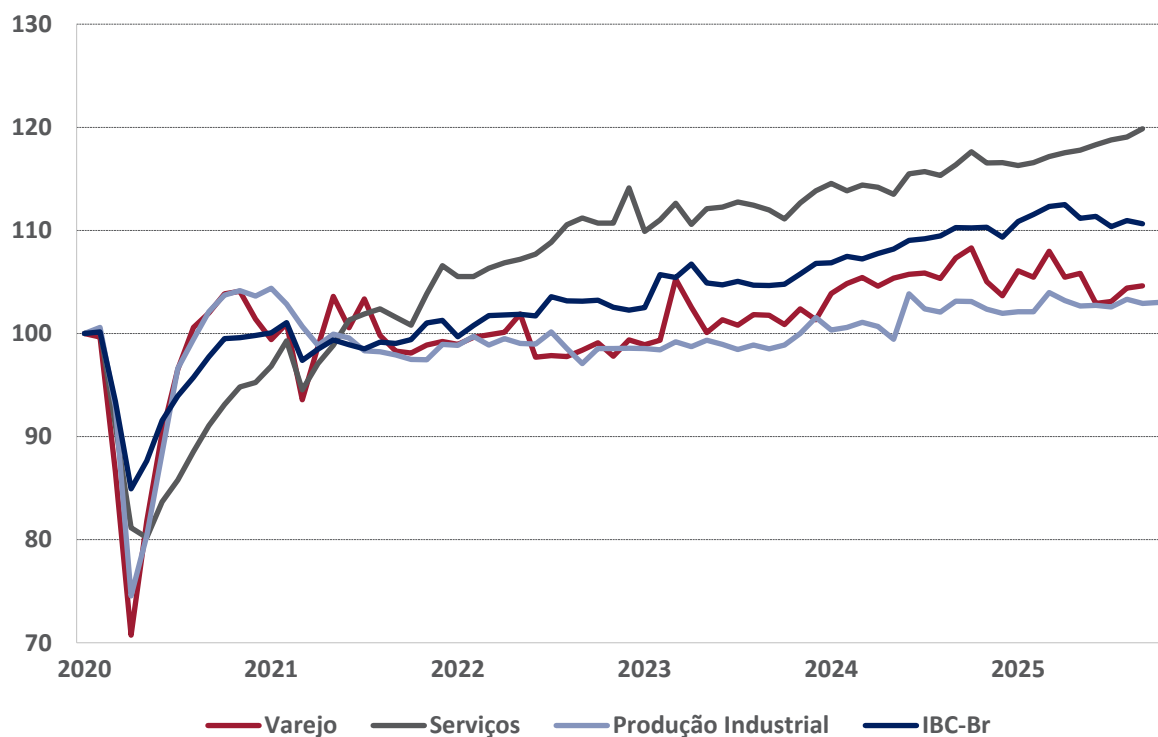
Source: BOCOM BBM, Macrobond



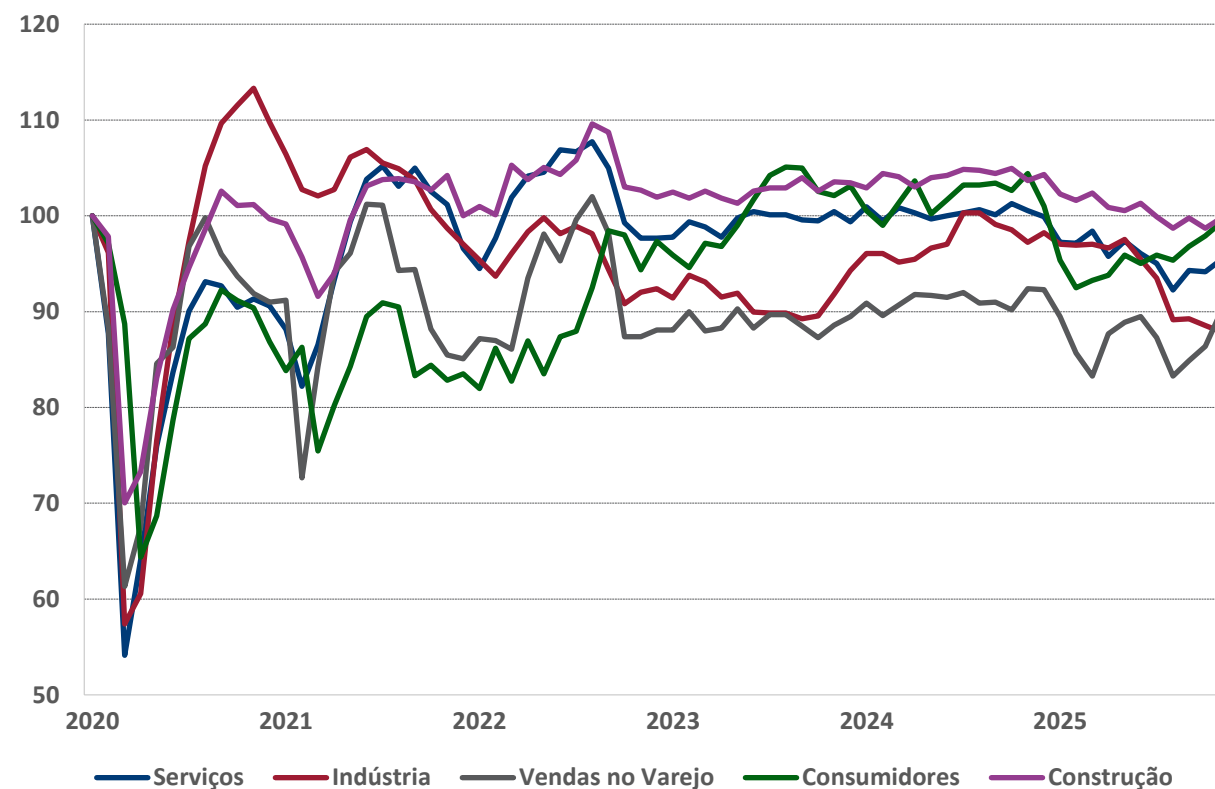
PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Crescimento do PIB (%)	-3,3%	4,8%	3,0%	2,9%	3,4%	2,3%	1,7%	1,8%
Inflação (%)	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	4,8%	4,4%	4,0%	3,6%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	14,2%	11,1%	7,9%	7,4%	6,2%	5,8%	6,2%	6,8%
Taxa Selic (%)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	12,3%	15,00%	12,5%	10,5%
Contas Externas								
Balança Comercial (US\$ bi)	36	42	52	92	66	63	70	71
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-25	-40	-42	-28	-61	-79	-62	-57
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-1,7%	-2,4%	-2,2%	-1,3%	-2,8%	-3,6%	-2,7%	-2,5%
Política Fiscal								
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-9,8%	-0,4%	0,5%	-2,1%	-0,4%	-0,5%	-0,6%	-0,7%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	86,9%	77,3%	71,7%	74,4%	76,1%	80,5%	85,0%	88,2%

- Em outubro, o resultado da produção industrial veio abaixo das expectativas, com um aumento de 0,1% MoM. Em setembro, os serviços registraram alta de 0,6% MoM e as vendas no varejo recuaram -0,3% MoM, evidenciando heterogeneidade setorial no processo de desaceleração econômica. Resumindo esse cenário, o IBC-BR apresentou uma contração de 0,2% MoM em setembro.
- Em termos prospectivos, a confiança no varejo, consumidor, serviços e da construção civil cresceram em novembro, enquanto a indústria sofreu contração.

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



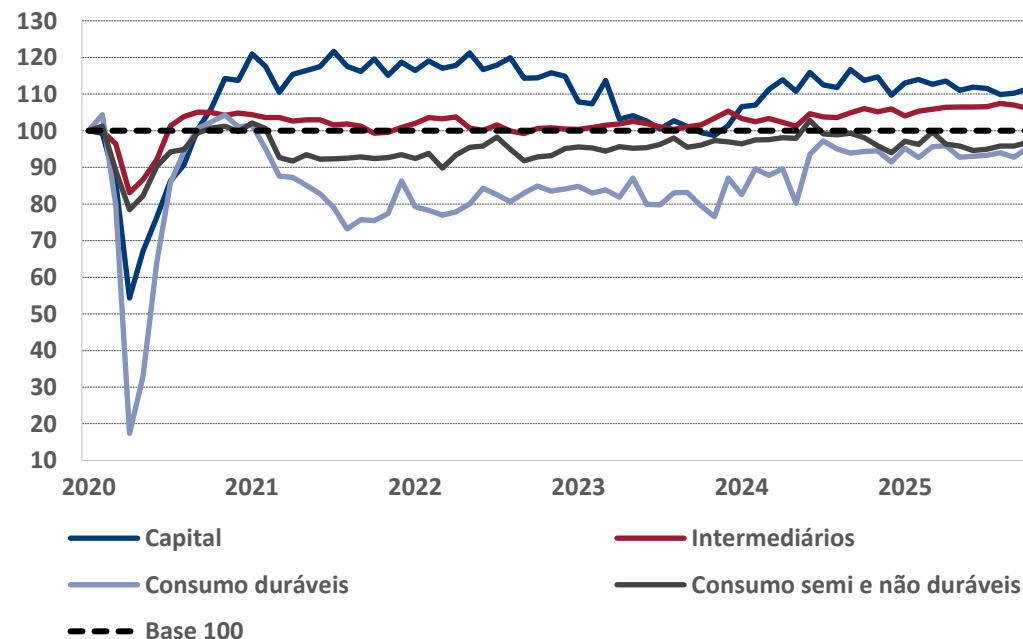
**Brasil - Índice de Confiança Econômica (jan/20=100)**



# Brasil: Produção Industrial

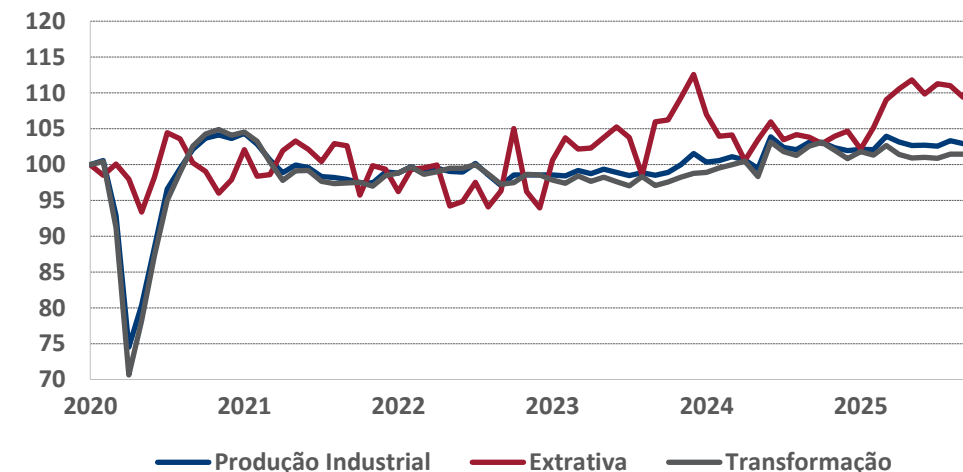
- A produção industrial avançou 0,1% MoM em outubro, abaixo das expectativas. A indústria de transformação recuou 0,6% MoM (-2,2% YoY), enquanto a cresceu 3,6% MoM (10,1% YoY).
- O mês registrou resultados mistos, com 3 das 4 principais categorias econômicas e 12 das 25 atividades industriais apresentando aumento na comparação trimestral.
- Pelo lado positivo, a produção de bens de capital aumentou pelo segundo mês consecutivo (1,0% MoM). Da mesma forma, a categoria de bens de consumo duráveis cresceu em outubro (2,7% MoM; 0,4% YoY), principalmente devido à recuperação dos produtos eletrônicos (4,0% MoM) e dos veículos motorizados (2,0% MoM). Em contrapartida, a produção de bens intermediários caiu 0,8% MoM, a segunda queda consecutiva. A categoria, que representa cerca de 60% do índice geral, foi fortemente afetada pela queda na produção de derivados de petróleo.
- No geral, o setor industrial brasileiro deve permanecer estável no curto prazo.

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

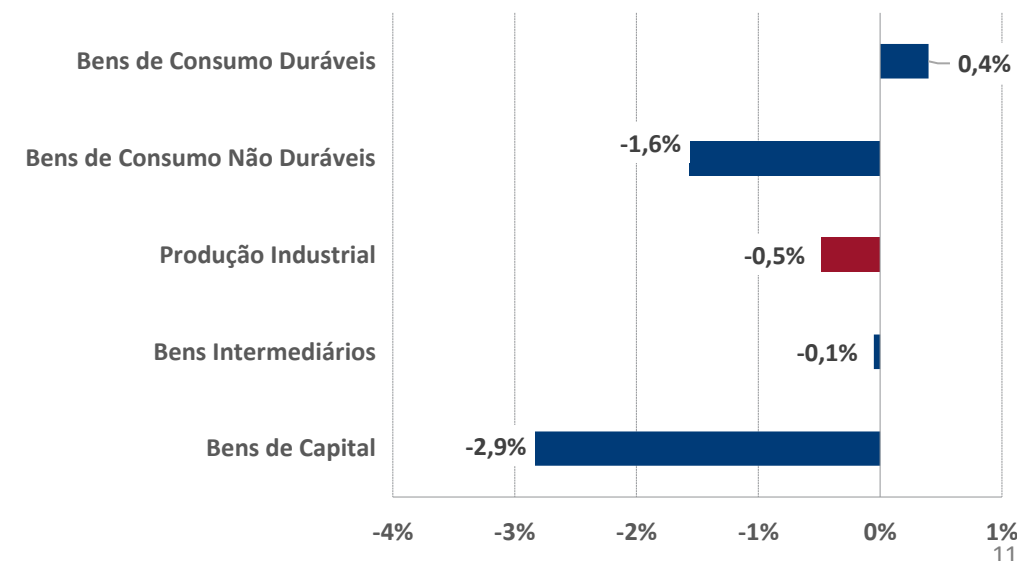


Fonte: IBGE, BOCOM BBM

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



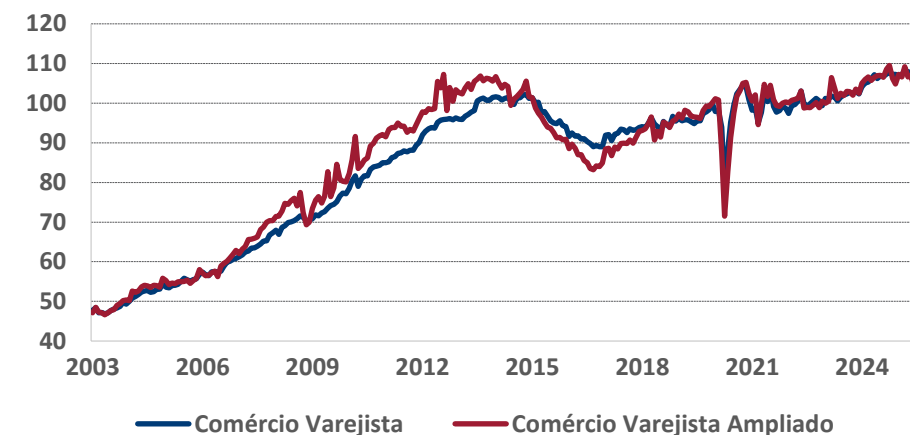
## Produção Industrial por Categorias - 10/2025 (YoY)



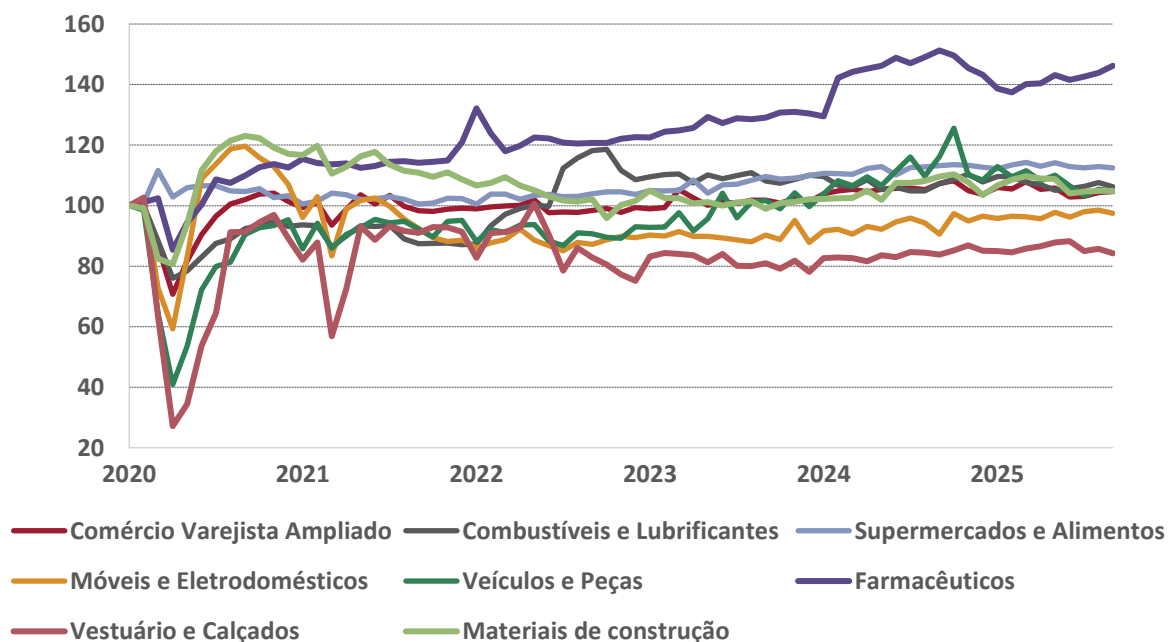
# Brasil: Vendas no Varejo

- As vendas no varejo amplo aumentaram 0,2% MoM em setembro, em linha com as expectativas (0,1% MoM).
- As vendas no varejo restrito, por sua vez, caíram 0,3% MoM, abaixo das expectativas do mercado.
- Na decomposição, 8 das 10 atividades varejistas apresentaram queda na comparação mensal, com destaque para o fraco desempenho de veículos e peças (-0,8% MoM), livros e revistas (-1,6% MoM) e vestuário e calçados (-1,2% MoM).
- No lado positivo, os produtos farmacêuticos (1,3% MoM) e outros artigos de uso pessoal e doméstico (0,5% MoM) tiveram um desempenho melhor.
- 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.

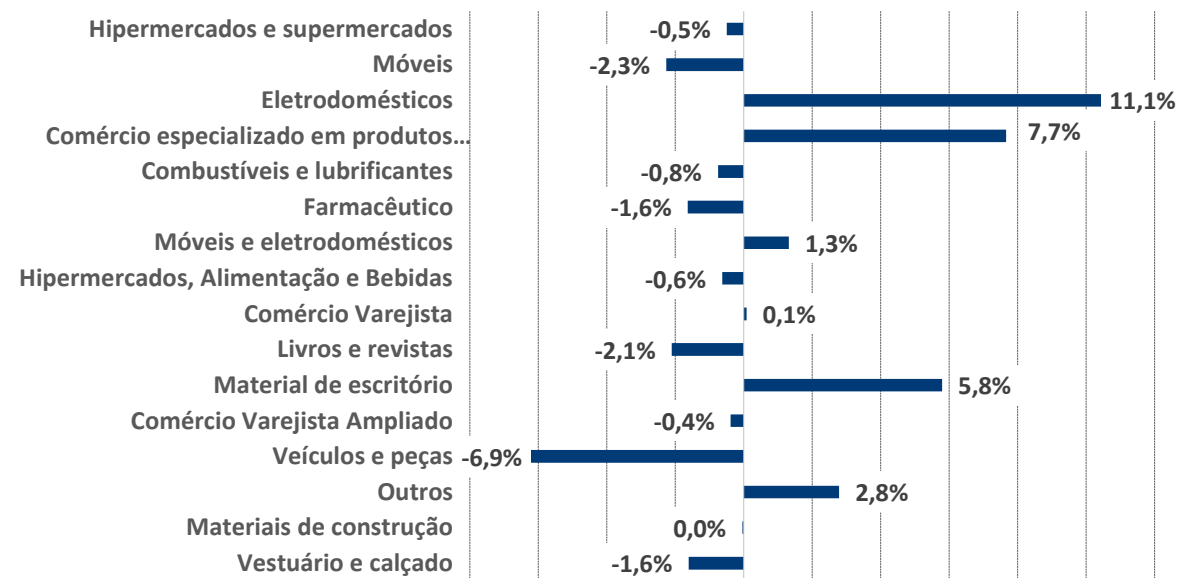
## Comércio Varejista Restrito x Ampliado SA



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

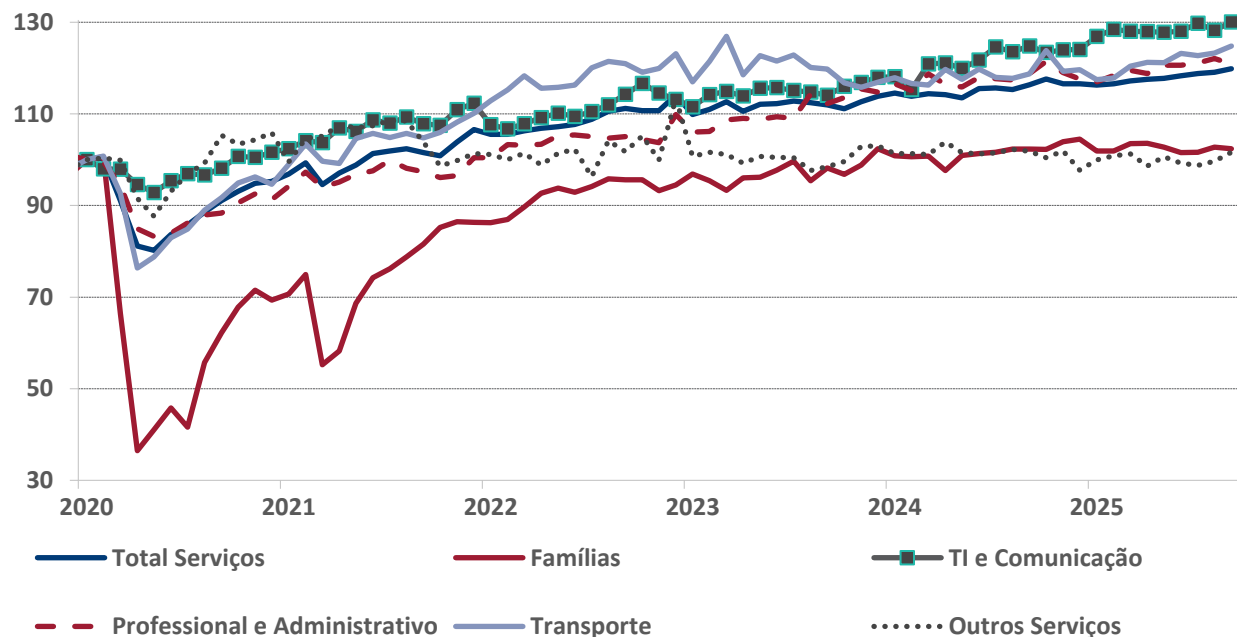


## Comércio Varejista - YoY (set/25)

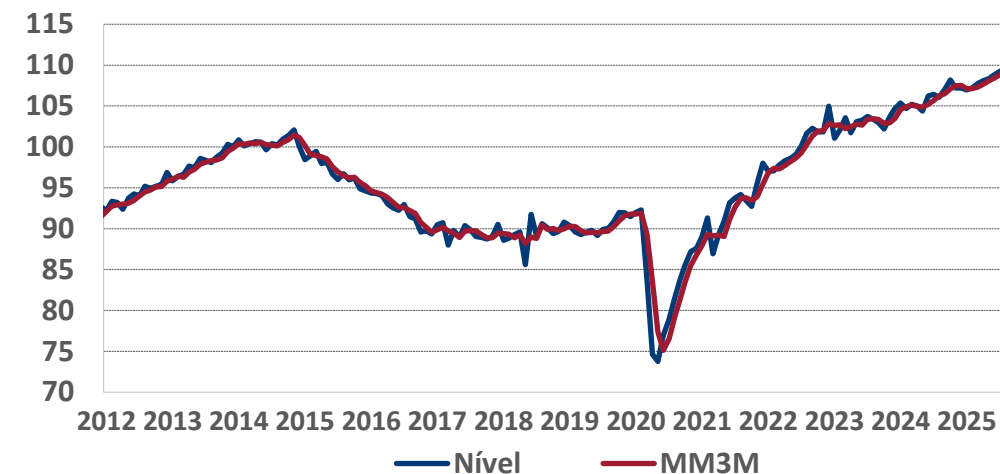


- O setor de serviços cresceu 0,6% MoM em setembro, acima das expectativas do mercado (0,4% MoM). Além disso, o indicador aumentou 0,9% QoQ no terceiro trimestre (3,1% YoY).
- O destaque positivo foi para os serviços de transporte e armazenamento (1,1% QoQ), principalmente devido à forte recuperação do transporte rodoviário de mercadorias em meio à produção agrícola recorde. Além disso, os serviços profissionais, administrativos e complementares aumentaram 0,8% QoQ no terceiro trimestre (2,6% YoY), apesar de um recuo em setembro.
- No lado negativo, a categoria de serviços prestados às famílias ficou praticamente estável no terceiro trimestre (-0,1% QoQ; -0,2% YoY), em linha com o aumento do endividamento das famílias.
- No geral, o setor de serviços continua em tendência de alta, demonstrando sua resiliência.

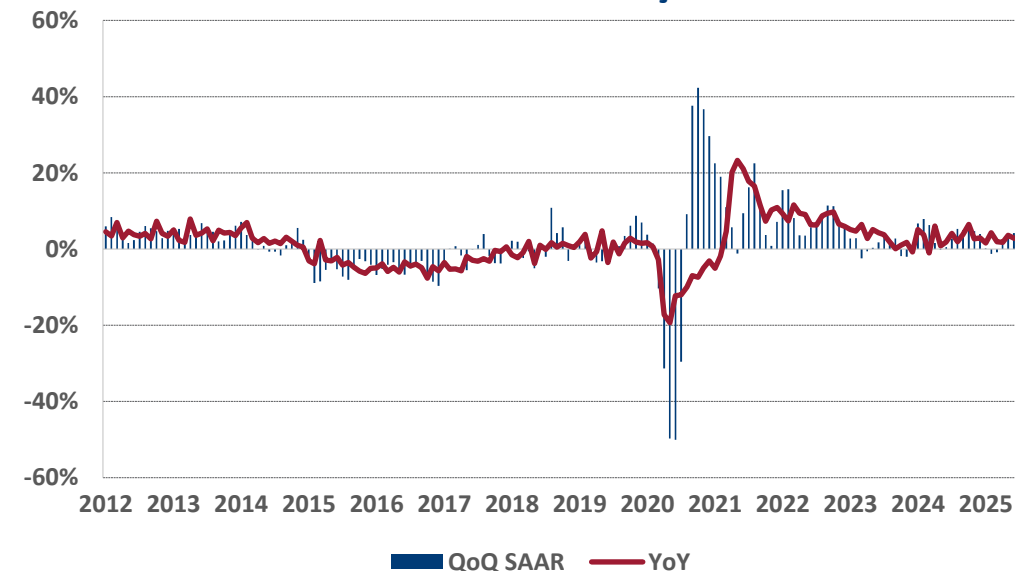
Setor de Serviços SA (jan/20=100)



Setor de Serviços SA



Setor de Serviços





A taxa de desemprego caiu para 5,4% no trimestre até outubro, levemente abaixo das expectativas, puxado pela queda da força de trabalho.

Com ajuste sazonal, o indicador caiu de 5,8% para 5,7%, permanecendo em um nível historicamente baixo.

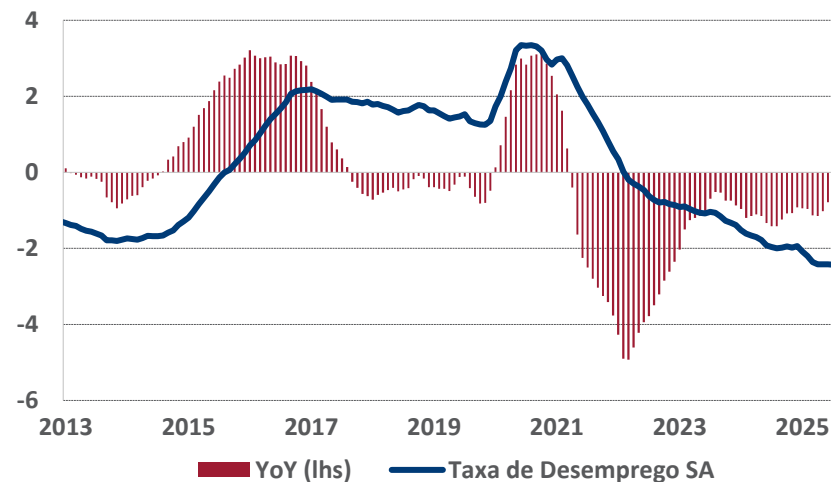
O emprego total caiu 0,1% MoM, ficando em 101,9 milhões, enquanto a força de trabalho diminuiu 0,2% MoM, refletindo um mercado de trabalho em desaceleração gradual.

A taxa de participação na força de trabalho diminuiu marginalmente para 62,0%, ainda consideravelmente abaixo dos níveis pré-pandêmicos de 63,5%.

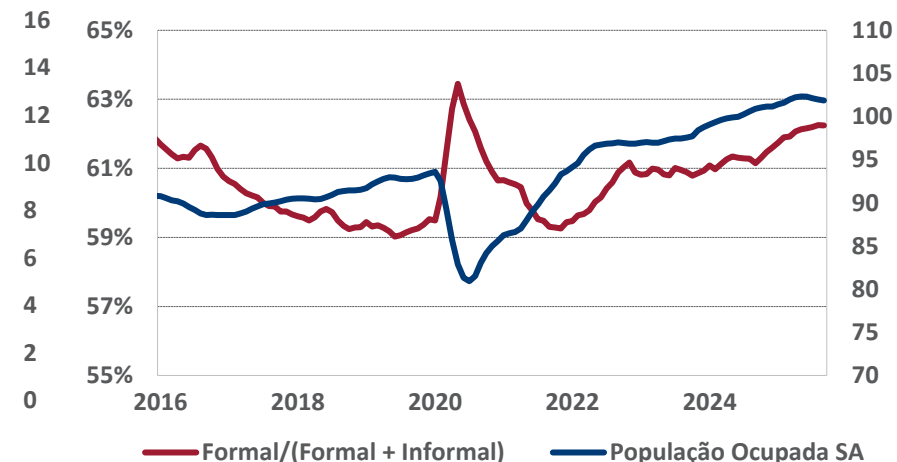
O salário real médio aumentou 0,4% em relação ao mês anterior, retomando a trajetória de alta.

Consequentemente, a renda real agregada do trabalho aumentou 0,2% em relação ao mês anterior, permanecendo em níveis historicamente elevados.

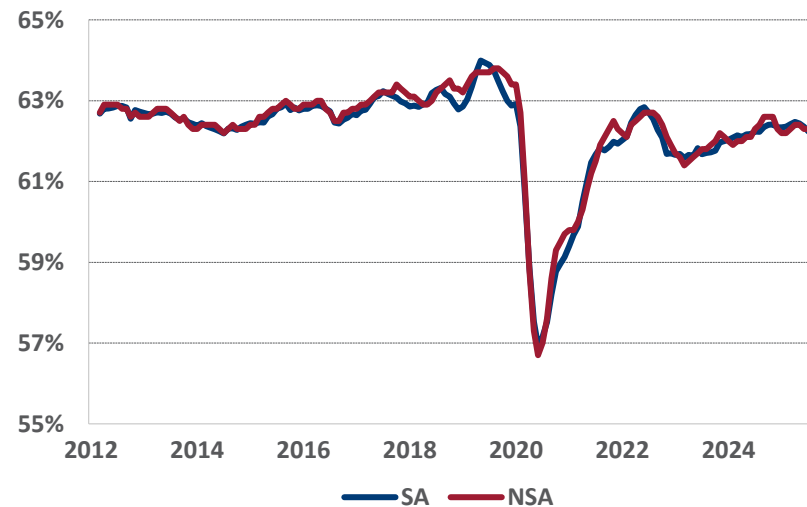
## Brasil - Taxa de desemprego



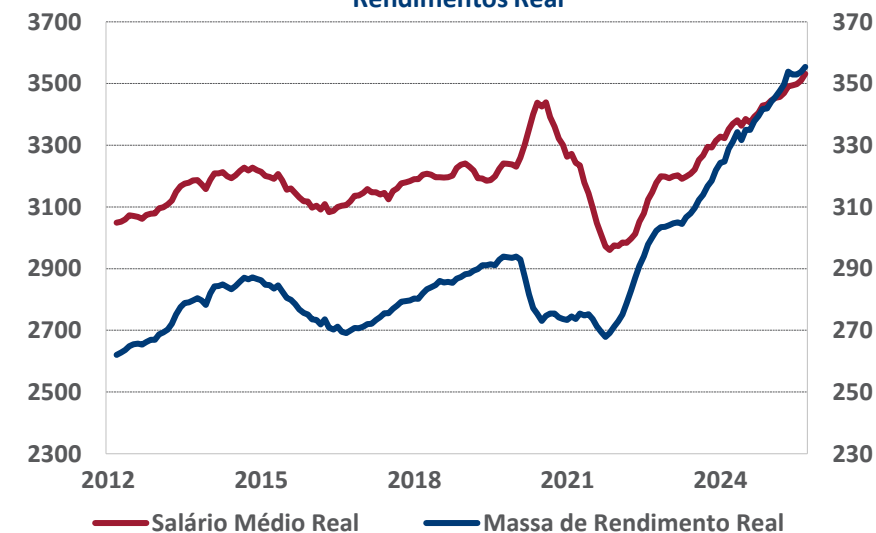
## Brasil - Nível de Emprego SA



## Brasil - Participação na força de trabalho

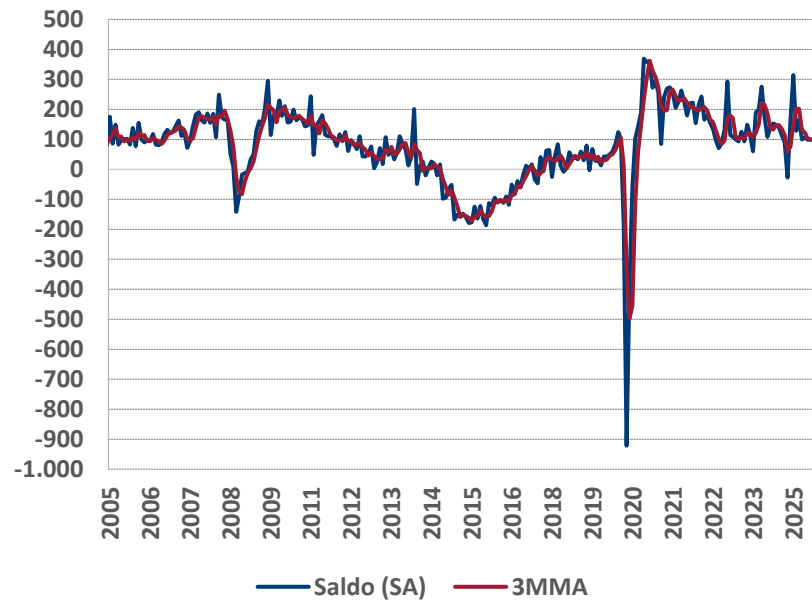


## Brasil - Salário Médio e Massa de Rendimentos Real

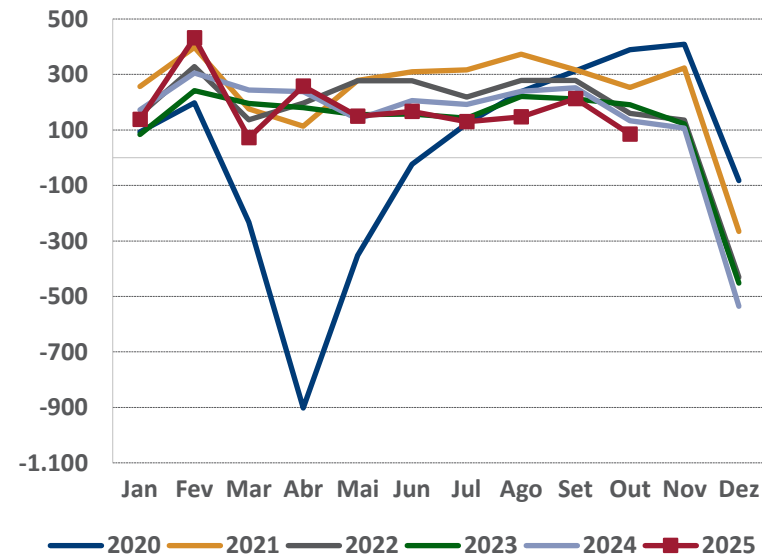


- O CAGED registrou uma criação líquida de 85 mil empregos formais em outubro, abaixo das expectativas do mercado (110 mil).
- Houve uma criação líquida de 1,789 milhão de ocupações de janeiro a outubro de 2025.
- A soma móvel de 12 meses atingiu 1,352 milhão de empregos.
- A contratação de empregos formais diminuiu 0,2% MoM em outubro (1,0% QoQ).
- O mercado de trabalho parece ter atingido um ponto de inflexão, iniciando uma trajetória gradual de arrefecimento que deve continuar ao longo dos próximos meses.

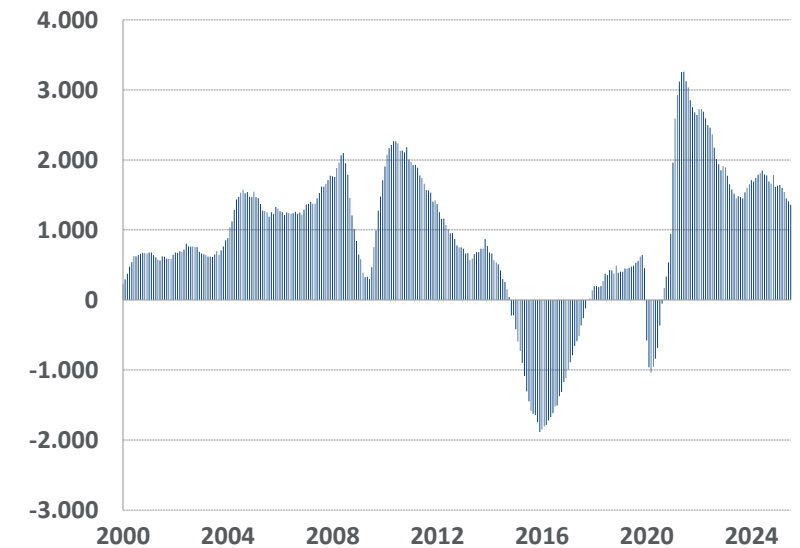
CAGED: Saldo de Empregos (SA, Milhares)



CAGED - Saldo de Empregos (Milhares)



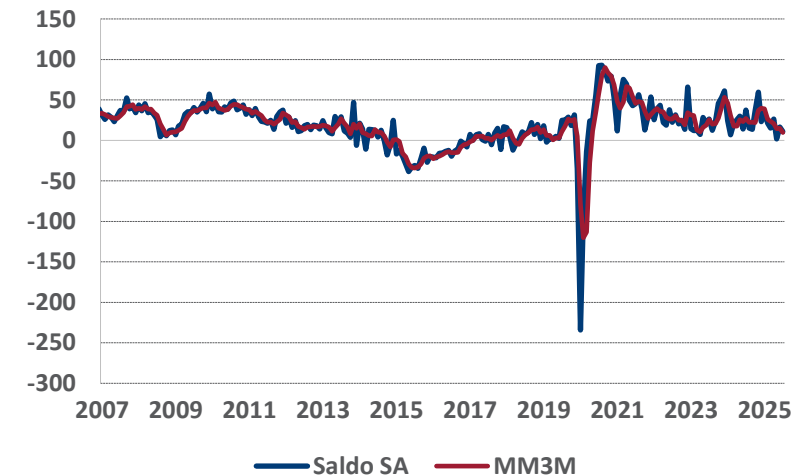
CAGED - Saldo de Emprego 12 meses (Milhares)



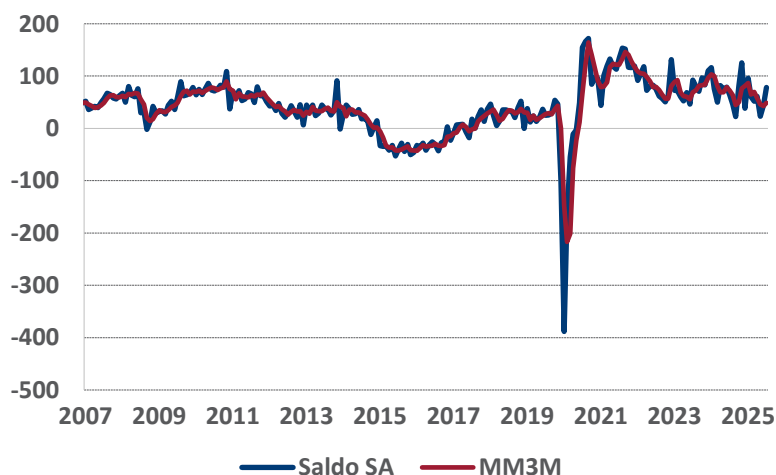
# Brasil: Mercado de Trabalho Formal

- O setor de serviços continua mostrando resiliência ao registrar criação líquida de 78 mil empregos em outubro, após 44 mil em setembro.
- A maioria dos setores apresentou uma desaceleração na comparação mensal.
- Os setores de varejo (de 16 mil para 11 mil) e construção (de 12 mil para 5 mil) registraram uma ligeira desaceleração em relação ao mês anterior. Por sua vez, a indústria de transformação (de 2 mil para -5 mil) e a agricultura e pecuária (de 2 mil para -2 mil) apresentaram uma destruição líquida de postos de trabalho.
- No geral, o emprego formal continua robusto, apesar das flutuações mensais significativas.

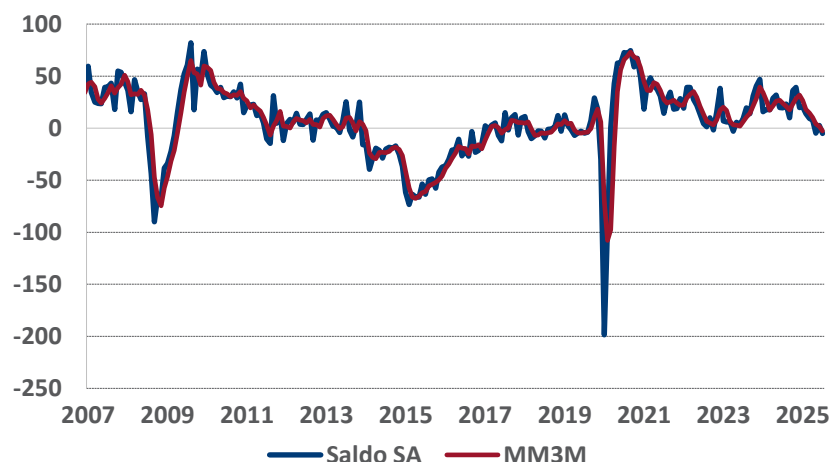
Brasil - Criação Líquida de Empregos no Comércio (SA)



Brasil - Criação Líquida de Empregos nos Serviços (SA)



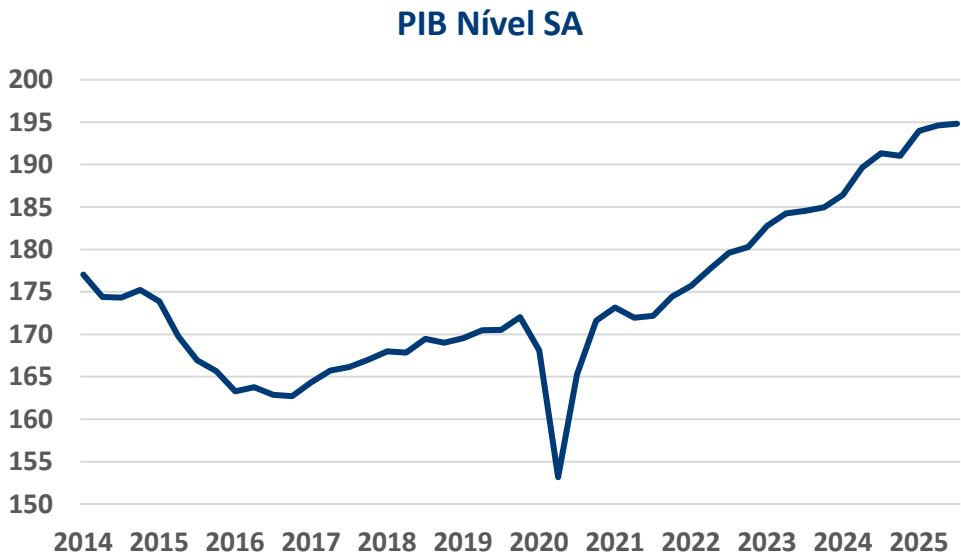
Brasil - Criação Líquida de Empregos na Indústria (SA)



Brasil - Criação Líquida de Empregos na Construção (SA)

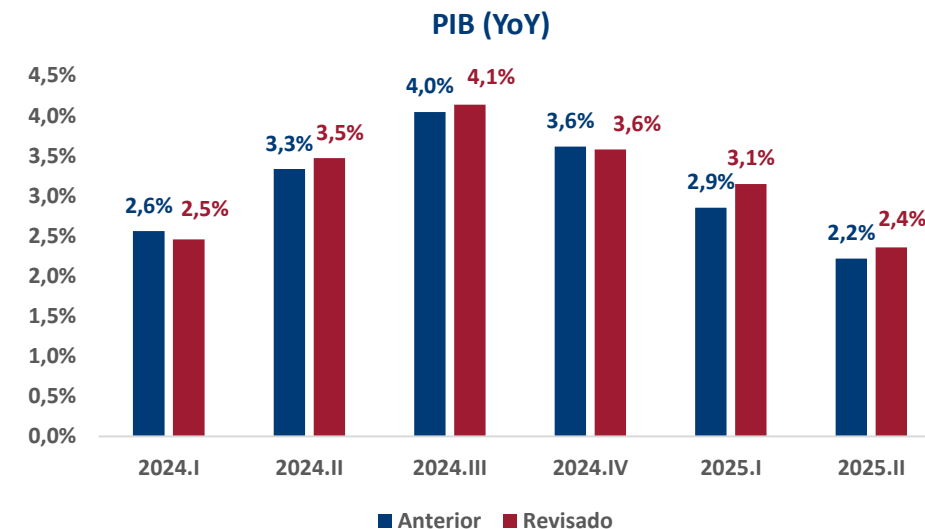


- O PIB do 3T confirmou a trajetória de desaceleração da atividade econômica, com avanço de 0,1% QoQ, marginalmente abaixo da expectativa de mercado
- Pela ótica da oferta, a principal surpresa baixista veio de serviços, puxados por crescimento abaixo do esperado em informação e comunicação, serviços financeiros, outros serviços e serviços da administração pública
  - Por outro lado, resultados melhores na agropecuária e indústria compensaram parcialmente o resultado abaixo do esperado nos serviços

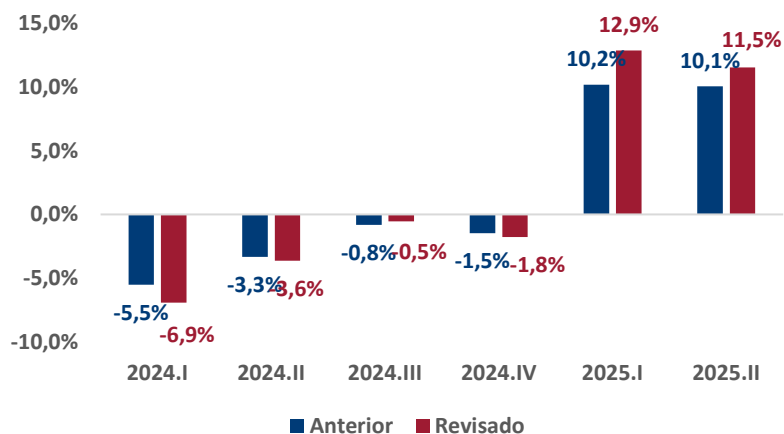


	Oficial	Projeção	Oficial	Projeção
	T3 QoQ	T3 QoQ	T3 YoY	T3 YoY
PIB	0,1%	0,2%	1,8%	1,6%
Agropecuária	0,4%	-1,9%	10,1%	6,3%
Indústria	0,8%	0,0%	1,7%	0,4%
Extrativa	1,7%	-0,8%	11,9%	6,4%
Transformação	0,3%	0,4%	-0,6%	-0,3%
Eletricidade	-1,0%	-1,5%	-1,0%	-2,8%
Construção Civil	1,3%	-0,7%	2,0%	-0,3%
Serviços	0,1%	0,5%	1,3%	1,8%
Comércio	0,4%	-0,3%	0,9%	-0,2%
Transportes	2,7%	2,0%	4,2%	2,4%
Informação e Comunicação	1,5%	1,7%	5,3%	5,5%
Serviços Financeiros	-1,0%	0,9%	0,4%	3,4%
Aluguéis	0,8%	0,7%	2,0%	2,3%
Outros Serviços	0,2%	1,1%	1,1%	2,2%
Administração Pública	0,4%	0,6%	0,3%	1,0%

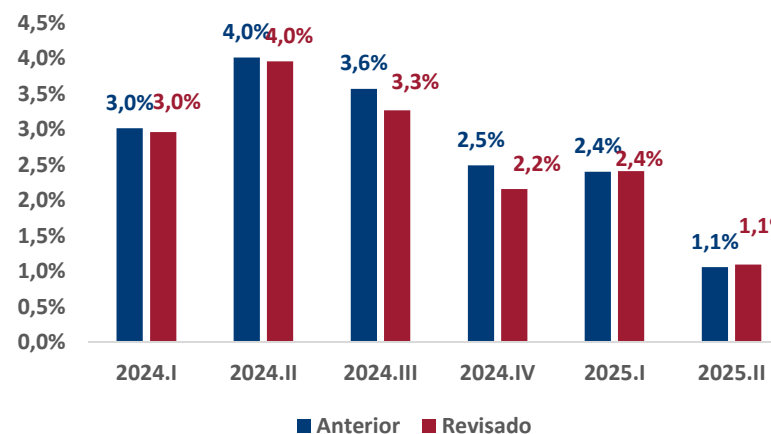
- Apesar da surpresa baixista no PIB do 3T, houve revisões altistas nos trimestres anteriores, o que deve levar a projeções de crescimento mais altas no ano de 2025
- Vale notar que a revisão nos trimestres anteriores de 2025 foi motivada pelo desempenho mais forte da agropecuária



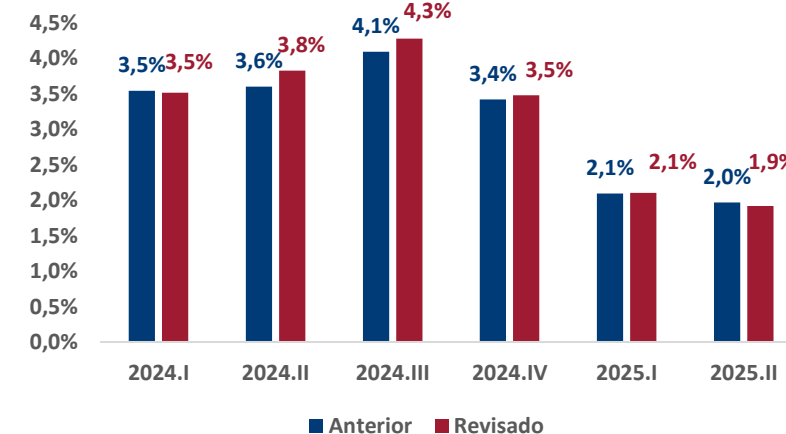
**Agropecuária (YoY)**



**Indústria (YoY)**



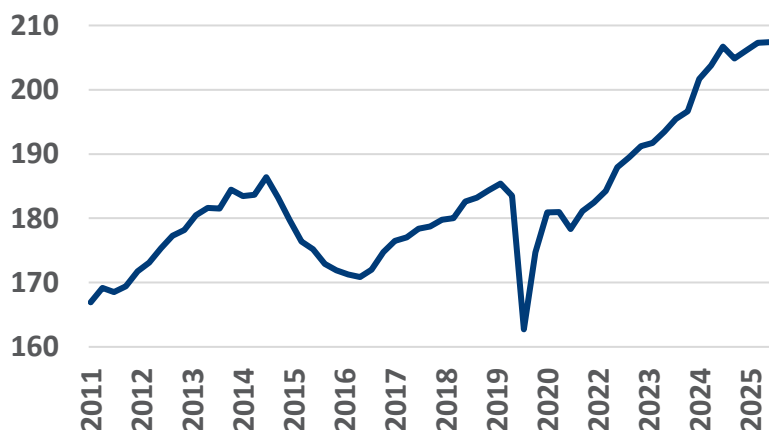
**Serviços (YoY)**





- Pela ótica da demanda, destaca-se a estagnação do consumo das famílias e da importação, confirmando importante desaceleração cíclica da economia
- Por outro lado, o crescimento foi puxado por consumo do governo e exportações

## Consumo das Famílias



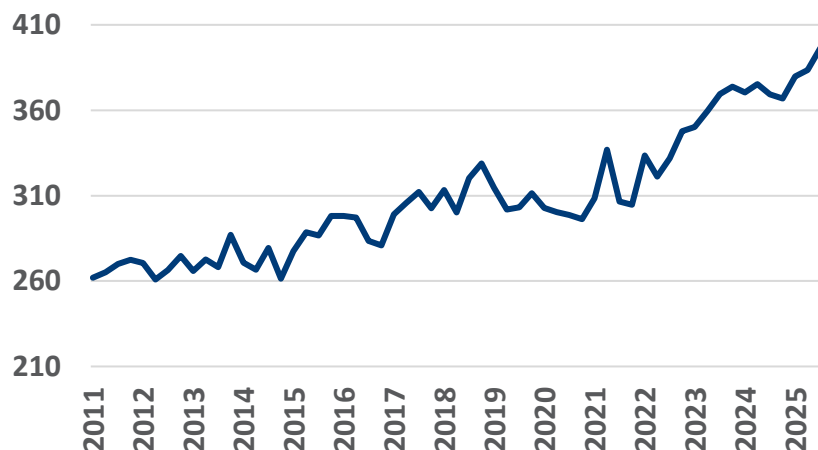
## Formação Bruta de Capital Fixo



## Consumo do Governo



## Exportação

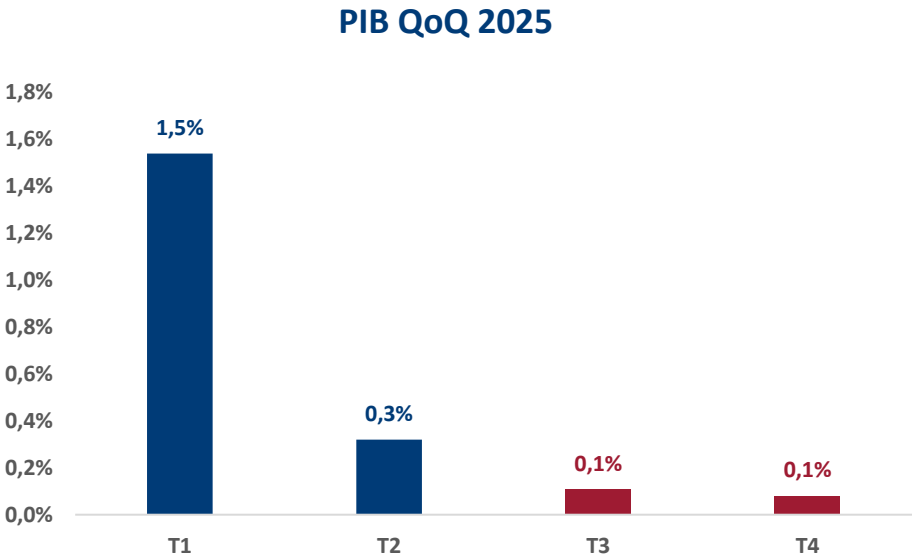


## Importação



- Revisamos nossa projeção para 2025 de 2,1% para 2,3%, em decorrência da revisão das séries históricas promovida pelo IBGE
- Destaca-se a forte desaceleração da atividade econômica ao longo do ano e as importantes contribuições do setores menos cíclicos para o crescimento em 2025 (agropecuária, extrativa e seus efeitos de transbordamento em outras atividades, como transportes)
- Para 2026, revisamos nossa projeção de 1,5% para 1,7%, incorporando novas políticas de estímulo fiscal e creditícias já aprovadas

Projeção				
	2025.IV QoQ	2025.IV YoY	2025	2026
PIB	0,1%	1,8%	2,3%	1,7%
Agropecuária	-2,2%	7,0%	11,0%	1,0%
Indústria	0,2%	1,7%	1,7%	0,7%
Extrativa	1,5%	12,5%	8,7%	5,8%
Transformação	0,0%	-1,2%	0,0%	-0,3%
Eletricidade	0,6%	-0,4%	-0,7%	1,9%
Construção Civil	0,9%	1,5%	1,7%	-2,5%
Serviços	0,3%	1,6%	1,7%	2,2%
Comércio	0,1%	0,8%	1,3%	0,9%
Transportes	0,9%	4,6%	2,8%	1,4%
Informação e Comunicação	1,1%	6,2%	6,2%	4,6%
Serviços Financeiros	-0,1%	0,2%	1,8%	1,6%
Aluguéis	0,4%	2,2%	2,0%	2,7%
Outros Serviços	0,3%	1,6%	1,9%	3,3%
Administração Pública	0,2%	0,7%	0,4%	1,5%



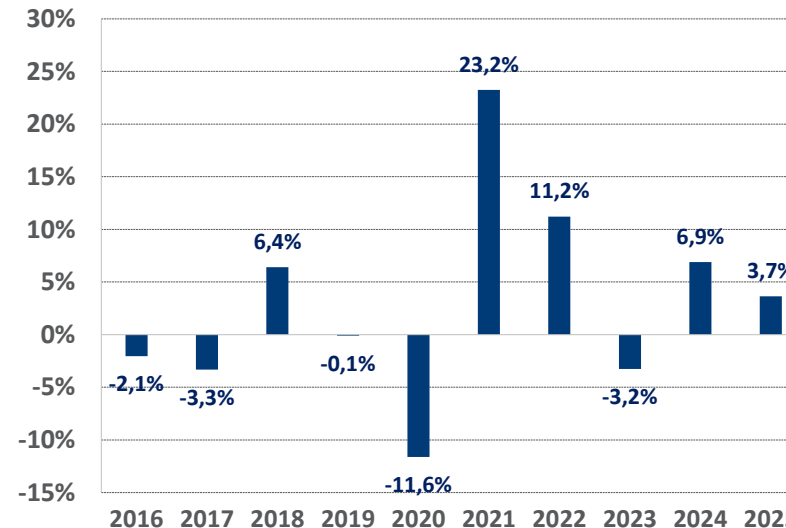
# Brasil: Resultado Primário do Governo Central

- O resultado primário do governo central registrou um superávit de BRL 36,5 bilhões em outubro, em linha com o consenso de mercado (BRL 36,8 bilhões).
- A receita líquida cresceu 4,5% em termos reais. Os impostos sobre lucros tiveram um bom desempenho durante o mês, assim como as receitas do PIS/Cofins. Da mesma forma, as receitas do IOF permaneceram sólidas após o aumento da taxa em maio. Quanto às receitas extraordinárias, o governo recebeu R\$ 2,8 bilhões em dividendos do BNDES.
- A despesa total aumentou 9,2% em termos reais, impulsionadas principalmente por um aumento acentuado nos gastos discricionários, que subiram BRL 8,4 bilhões (57% YoY), concentrados principalmente na área da saúde. Os benefícios da previdência social aumentaram BRL 2,4 bilhões (3,1% YoY), refletindo uma base crescente de beneficiários e reajustes do salário mínimo, enquanto as despesas com pessoal aumentaram BRL 1,1 bilhão (3,8% YoY) após aumentos salariais para funcionários federais. Uma pressão adicional veio dos pagamentos judiciais, que aumentaram BRL 1,5 bilhão (442% YoY) devido à liquidação de dívidas pendentes determinadas pela Justiça.
- No acumulado do ano, as despesas totais aumentaram 3,3%, principalmente devido aos benefícios da previdência social (4,0%), despesas com pessoal (3,8%) e benefícios do BPC/LOAS (9,7%), enquanto os gastos discricionários também aumentaram significativamente durante o período.
- No geral, fortes ganhos de receita e aceleração dos gastos discricionários moldaram o resultado fiscal de outubro.

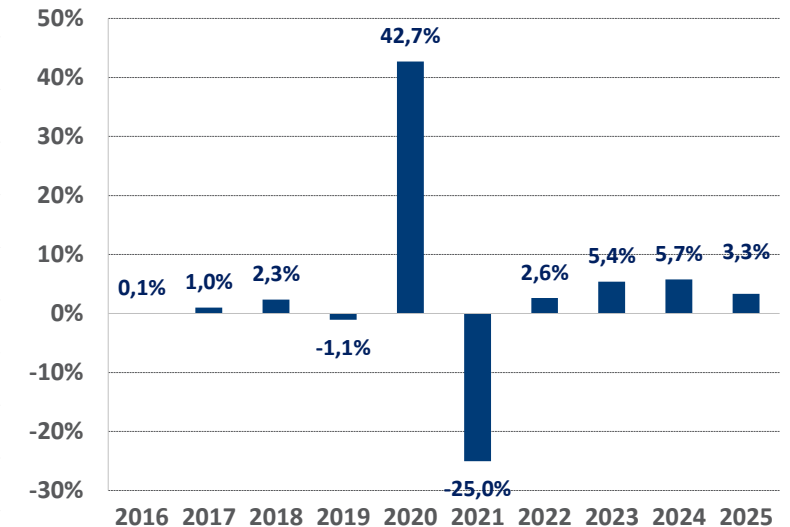
Resultado Primário do Governo Central (% GDP)



Receita Líquida (YTD Real, %)



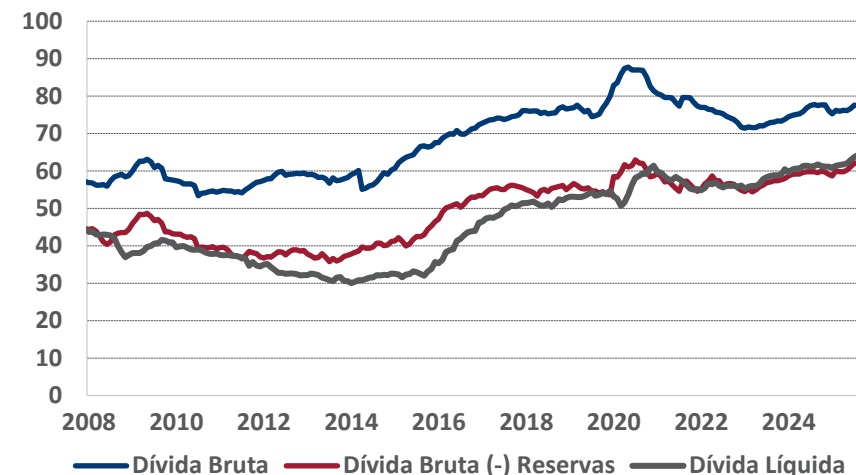
Despesas (YTD Real, %)



# Brasil: Resultado Primário do Setor Público

- O setor público consolidado registrou superávit primário de BRL 32,4 bilhões em outubro, abaixo do consenso de mercado (BRL 34,1 bilhões).
- Na desagregação, o governo central registrou um superávit de BRL 36,2 bilhões, enquanto os governos regionais e as empresas estatais (SOEs) apresentaram déficits de BRL 3,6 bilhões e BRL 0,1 bilhão, respectivamente.
- A dívida bruta do governo geral aumentou para 78,6% do PIB, sendo os juros nominais (+0,9 p.p.) o principal fator desse crescimento, enquanto o crescimento nominal do PIB (-0,3 p.p.) o compensou parcialmente.

### Dívida do Setor Público (% PIB)



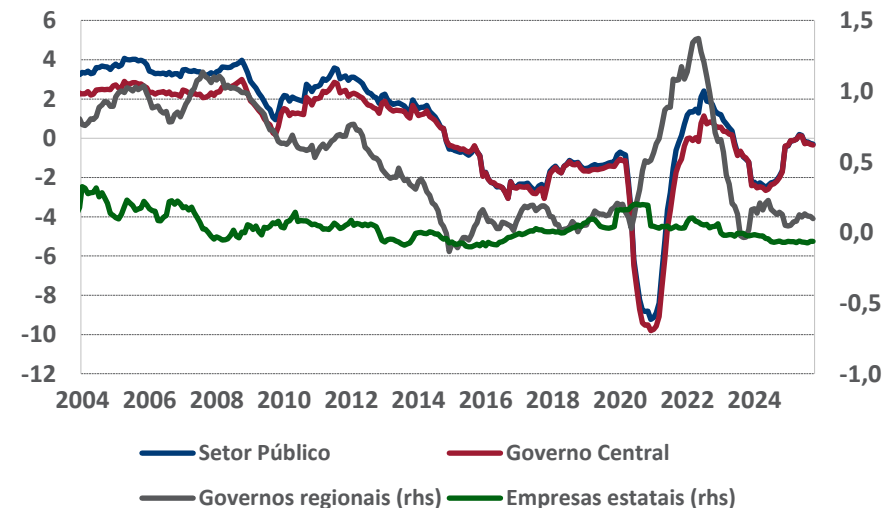
### Resultado Primário: Setor Público (% PIB 12M)



### Resultado Primário: Governo Central (% PIB 12M)



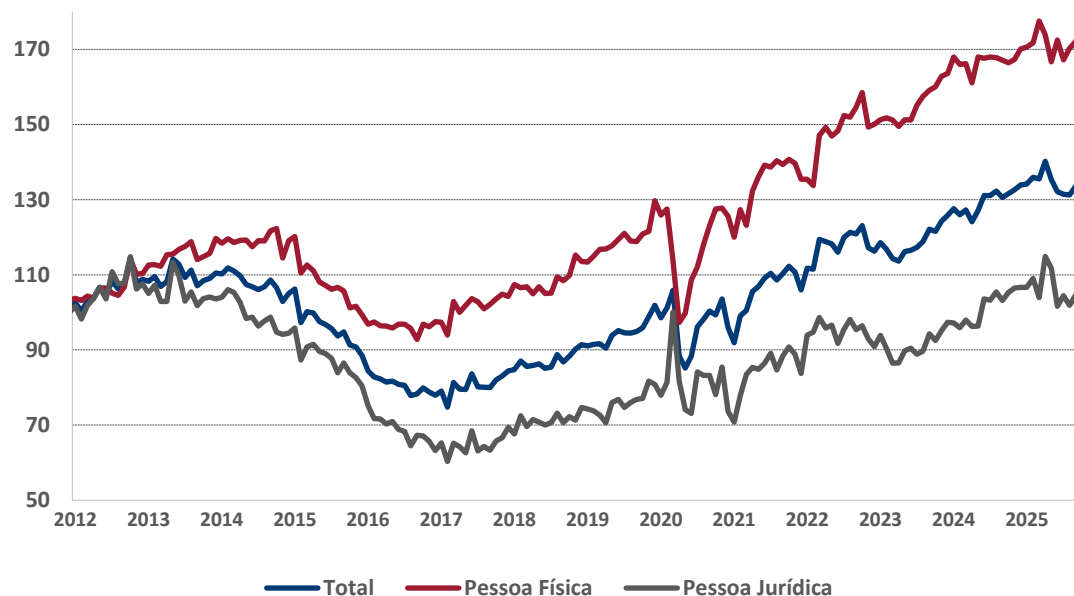
### Resultado Primário: Governos Subnacionais e Empresas Estatais (% PIB)



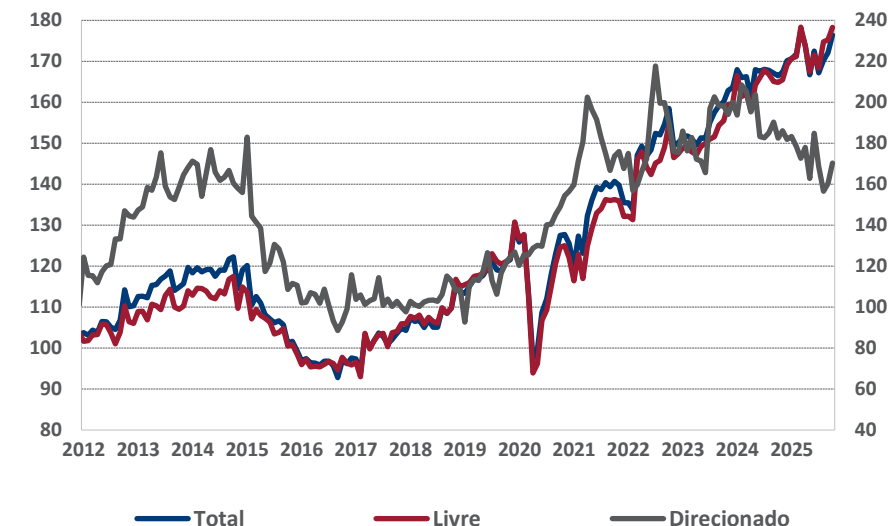
# Brasil: Estatísticas de Crédito

- Em outubro, o total de concessões de crédito aumentou 1,4% MoM em termos reais, depois de subir 1,8% no último mês.
- As concessões de crédito livre aumentaram 2,5% MoM em termos reais para famílias e permaneceram estáveis para empresas na comparação mensal.
- No mês, os dados de crédito mostraram uma forte recuperação nos volumes, liderada pelos cartões de crédito, enquanto a inadimplência permaneceu estável, apesar do aumento do endividamento. A composição do crédito piorou, enquanto as condições gerais permanecem apertadas sob uma política monetária restritiva.

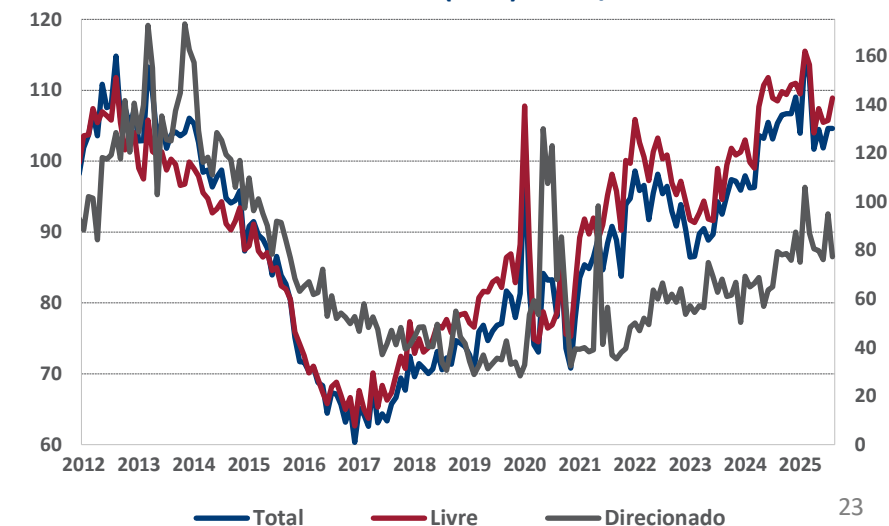
Concessões de Crédito SA (Real) - mar/11 = 100



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



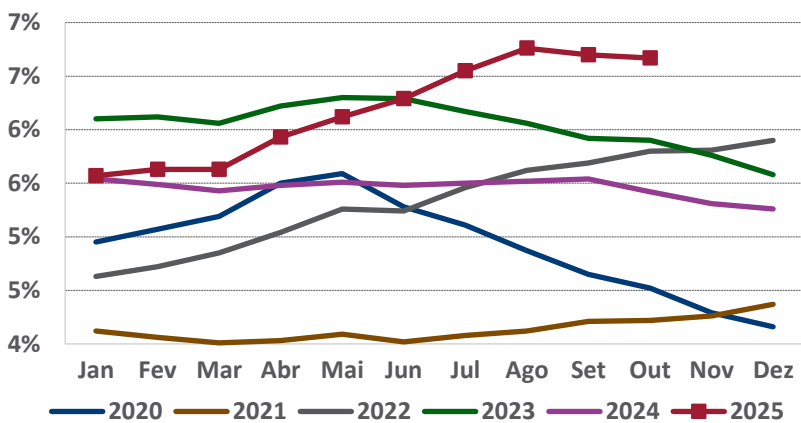
Concessões - PJ SA (Real) - Mar/11 = 100



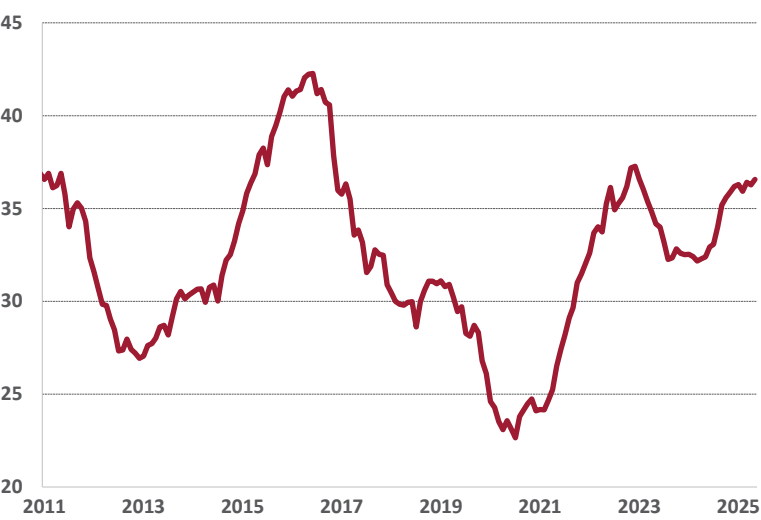


- As taxas juros aumentaram marginalmente, permanecendo em níveis elevados para as famílias, passando de 36,3% em setembro para 36,6% em outubro, enquanto para as empresas, as taxas aumentaram de 20,7% para 21,7%.
- Por sua vez, a inadimplência dos empréstimos livres permaneceu estável para as famílias em 6,7%, enquanto para as empresas, apresentou uma alta, de 3.2% para 3.3%.
- As taxas de juros subiram marginalmente, com um aumento acentuado para empréstimos corporativos (especialmente capital de giro) e um aumento modesto para famílias, mantendo as condições de empréstimo restritivas.

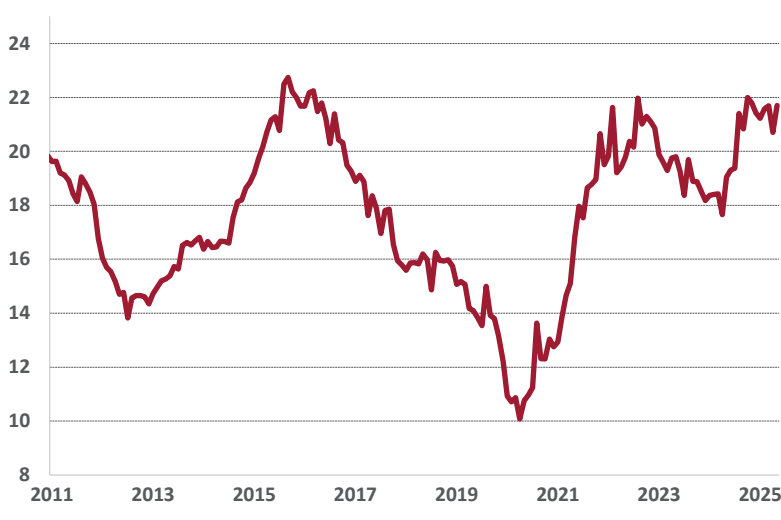
Taxa de Inadimplência com recursos livres - Pessoa Física (%)



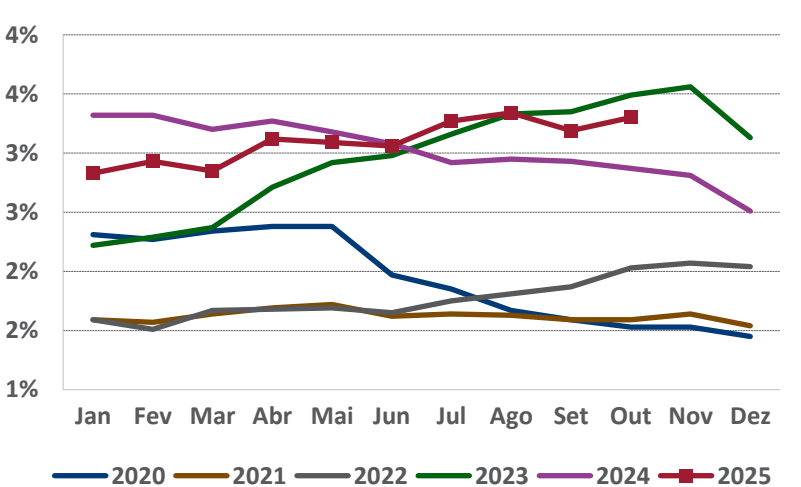
Taxa média de juros - Pessoas físicas (%)



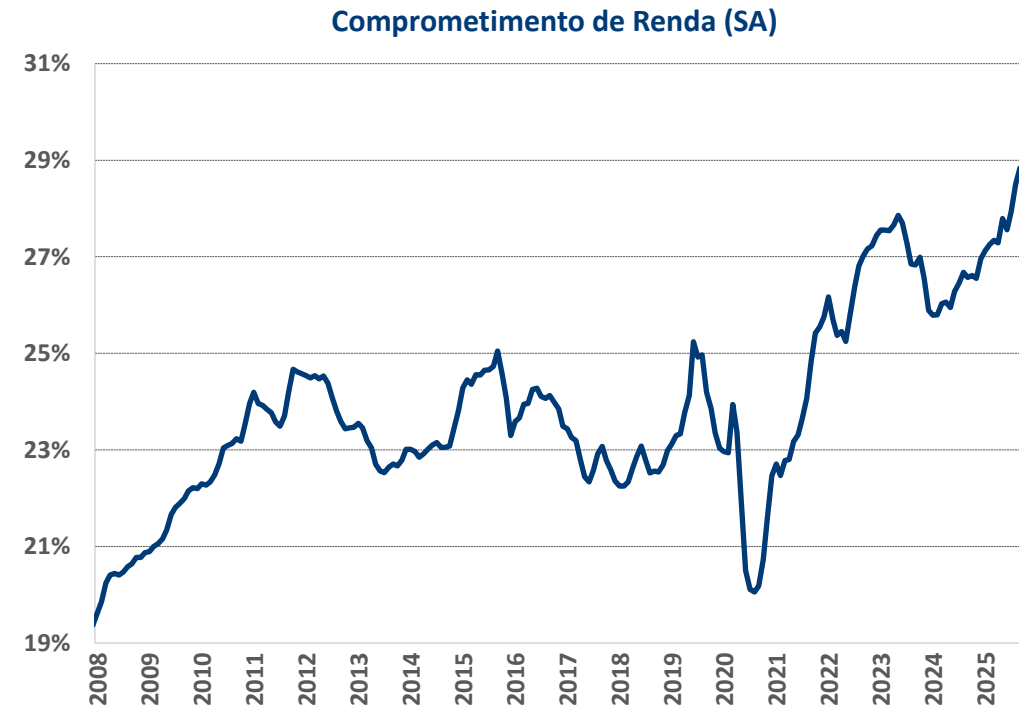
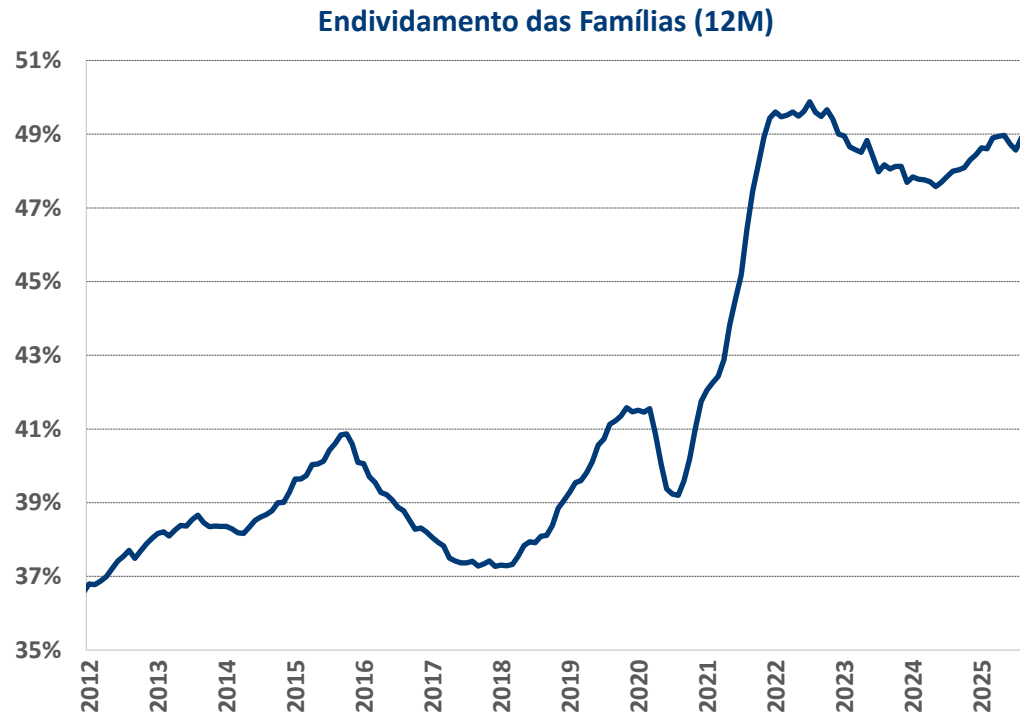
Taxa média de juros - Pessoas jurídica (%)



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



- O endividamento das famílias continua alto, avançando para 49,1% em setembro.
- Enquanto isso, o comprometimento da renda aumentou marginalmente para um nível ajustado sazonalmente de 28,8% em setembro, de 28,5% em agosto.
- As condições de crédito continuam restritivas, apesar de uma ligeira melhora em outubro.



# Brasil: Inflação 2025

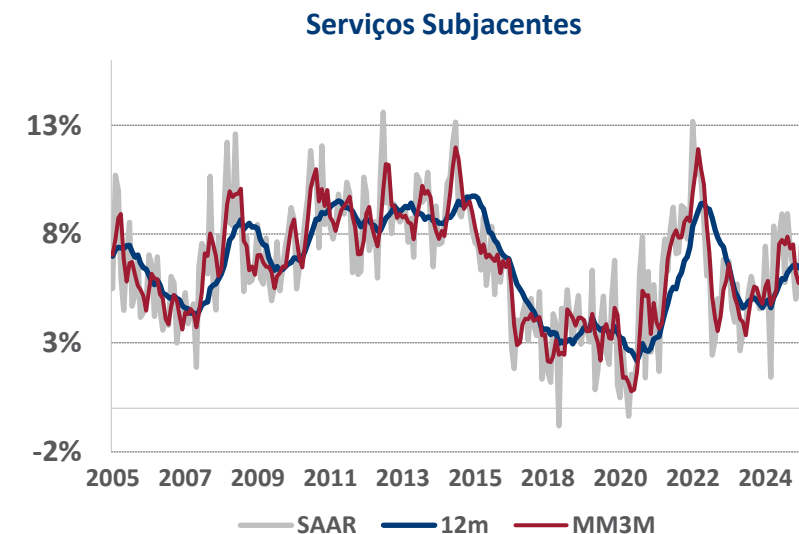
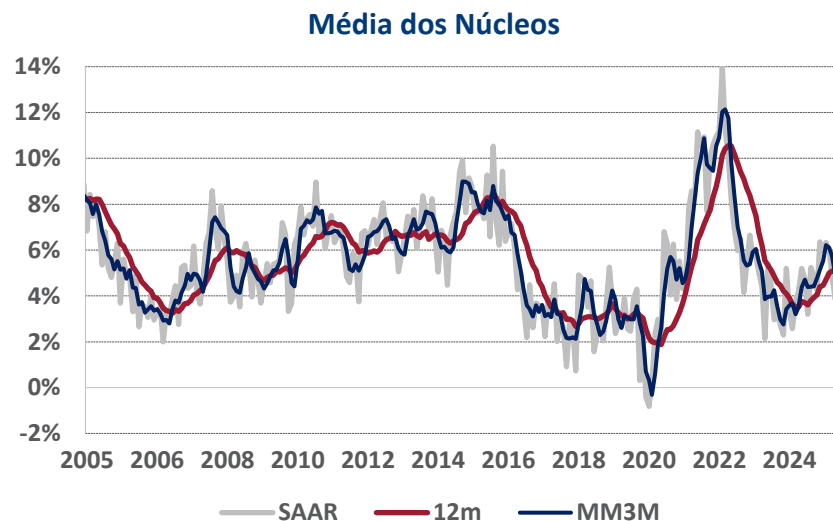
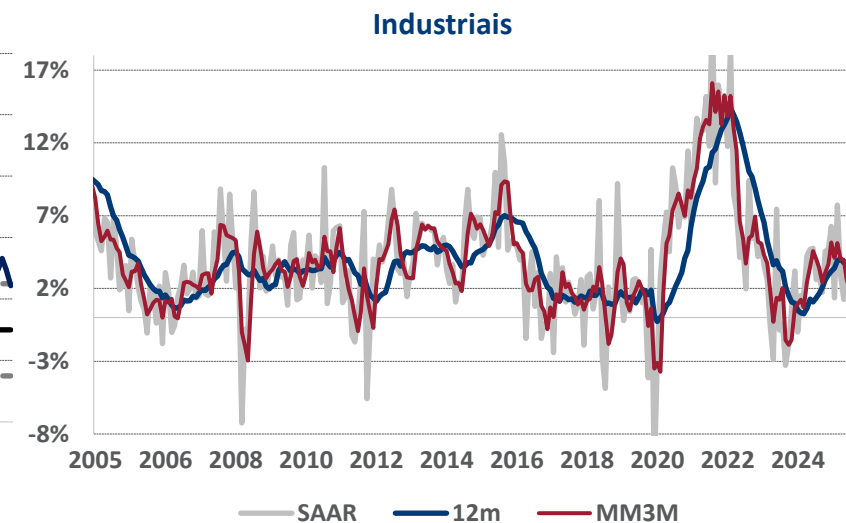
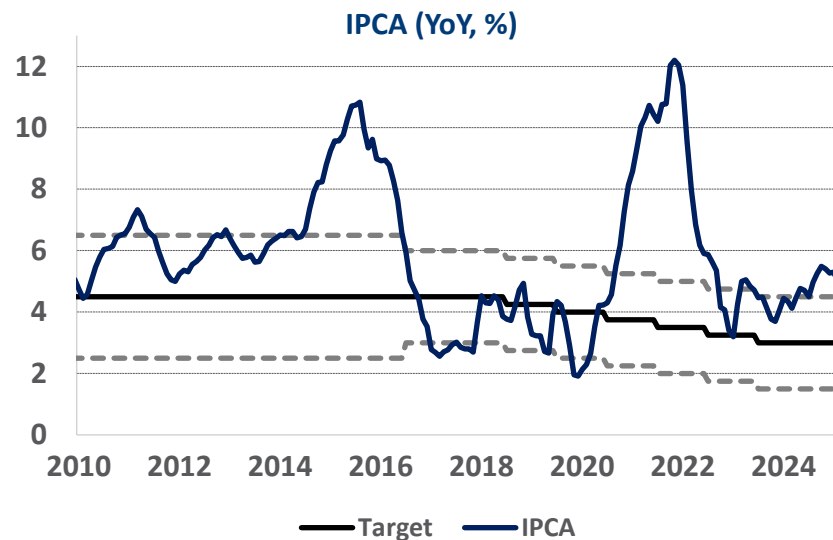
O IPCA-15 de novembro subiu 0,20% MoM, ligeiramente acima das expectativas do mercado (0,18% MoM). A variação em 12 meses desacelerou de 4,94% em outubro para 4,50% em novembro.

A principal surpresa altista veio de passagens aéreas e hospedagem.

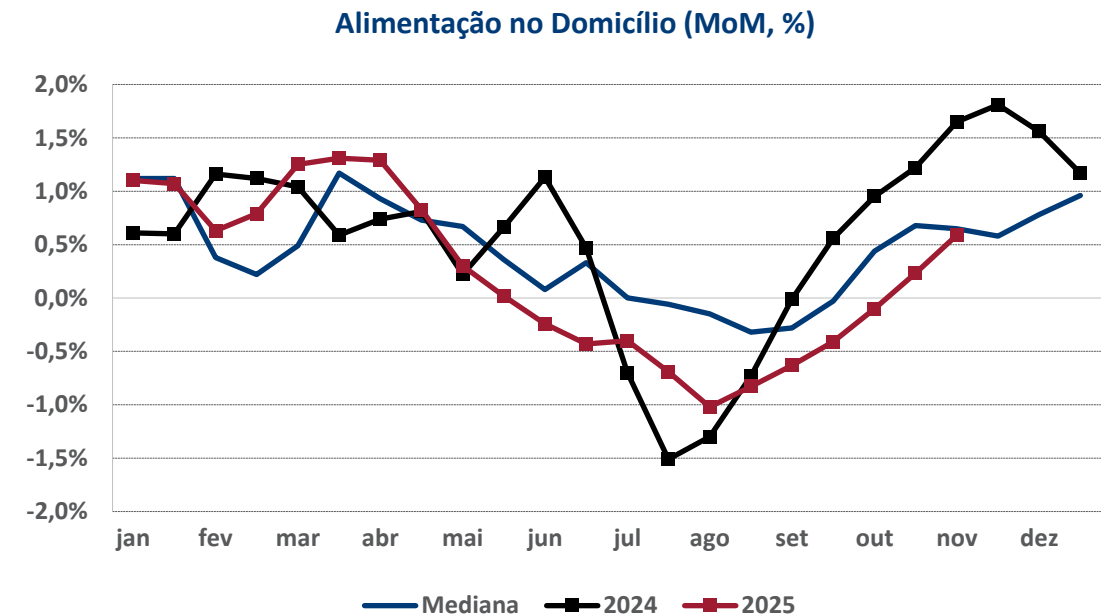
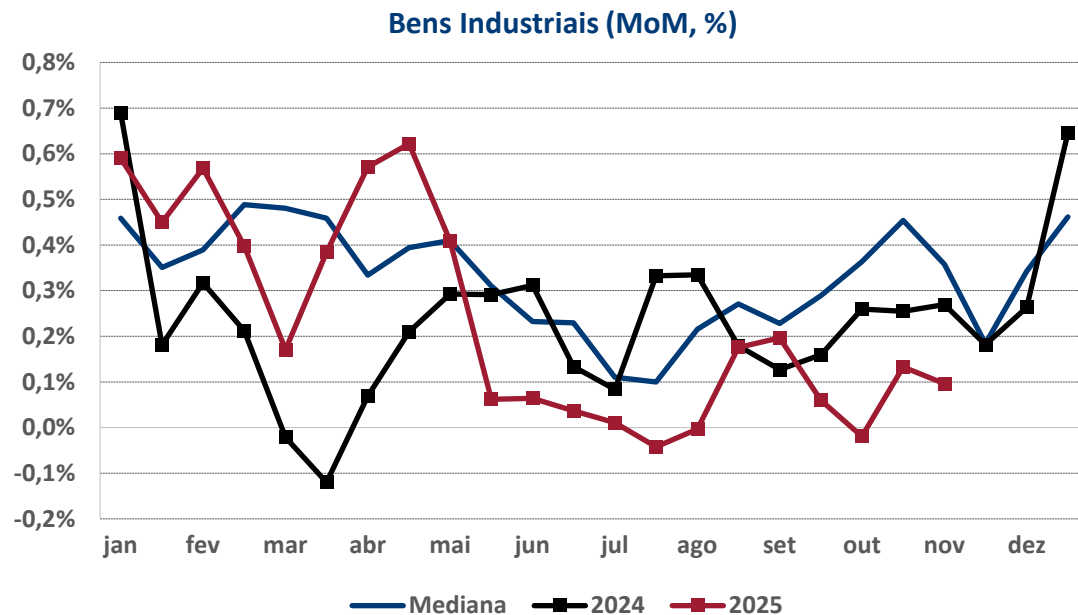
O núcleo de serviços avançou 0,40% MoM, em linha com as projeções, e o SAAR 3M caiu de 4,7% para 4,4%.

A média dos núcleos de inflação aumentou 0,27% MoM, abaixo das expectativas, com seu SAAR 3M em 3,4%.

No geral, composição do IPCA-15 de novembro não sinalizou grandes mudanças, com leve aceleração nos serviços, compensada por preços regulados mais baixos e bens comercializáveis fracos.



- Os bens industriais recuaram 0,06%, abaixo das estimativas, enquanto o SAAR 3M ficou em 1,3% em novembro.
- Os preços dos alimentos diminuíram 0,15% no mês, abaixo das expectativas. Itens como cereais, frutas e laticínios contribuíram para essa queda.
- Assim, o recuo persistente em alimentos e bens industrializados, aliado a núcleos mais moderados, reforça a perspectiva de uma inflação mais benigna este ano, apesar da resiliência dos serviços, que seguem impondo desafios.



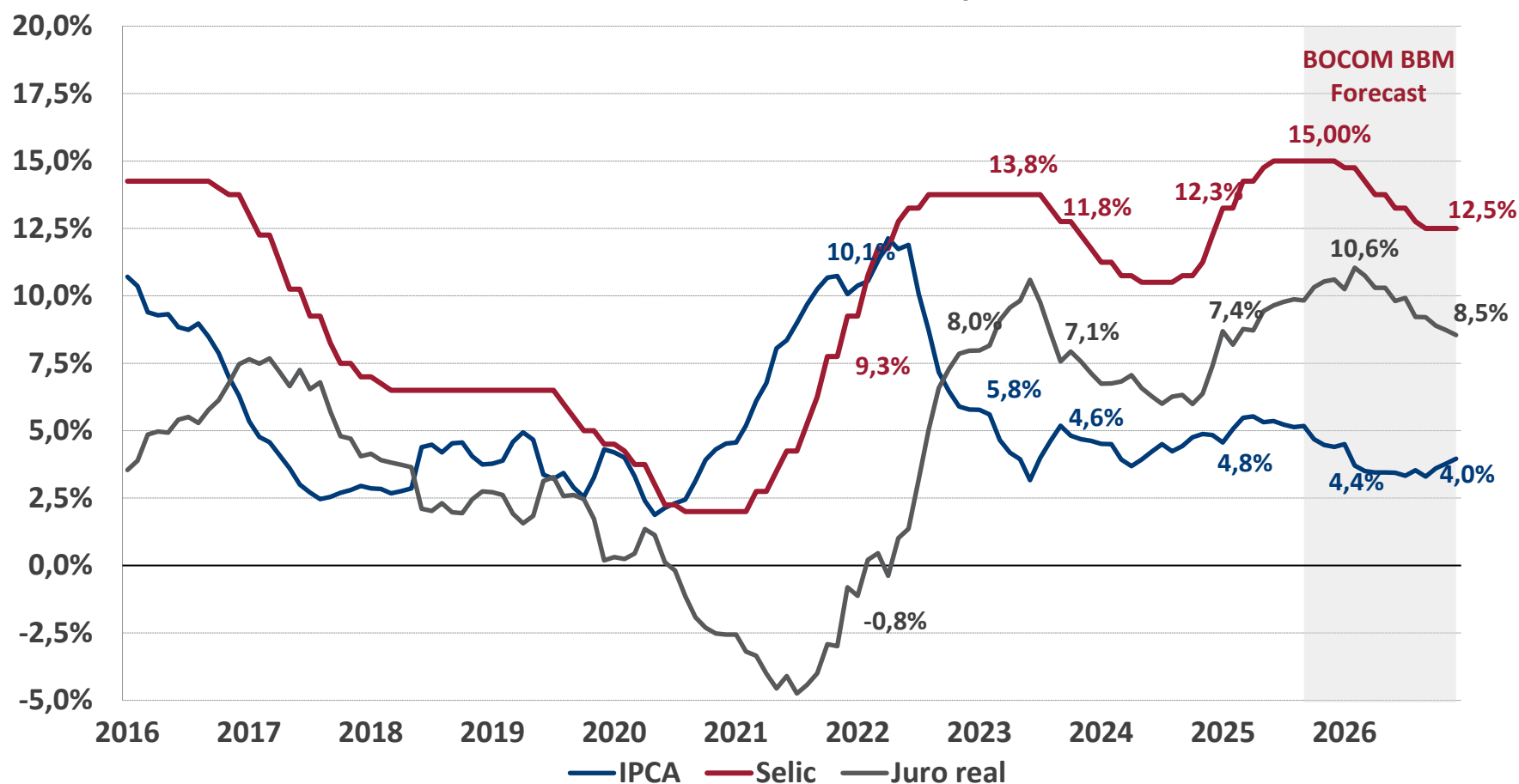
Projetamos que a inflação encerre o ano em 4,4% e recue para 4,0% em 2026, com redução gradual de bens industriais e serviços

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

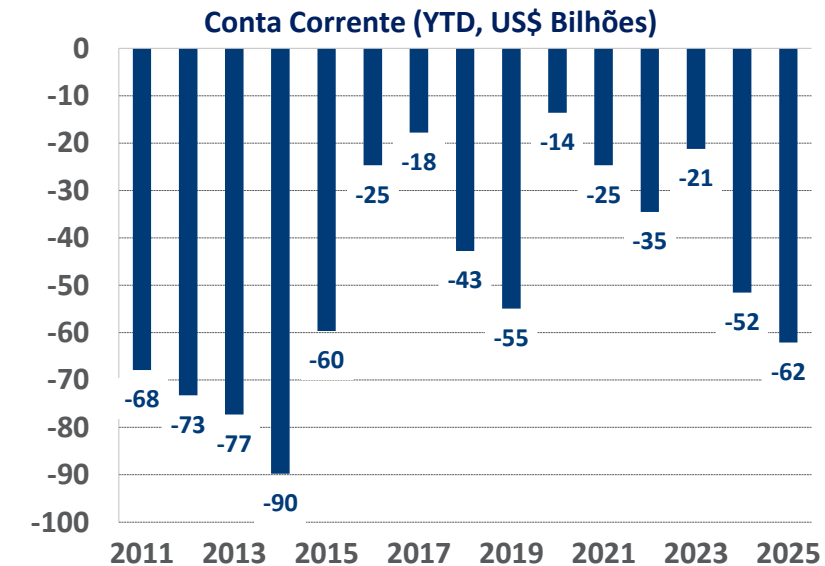
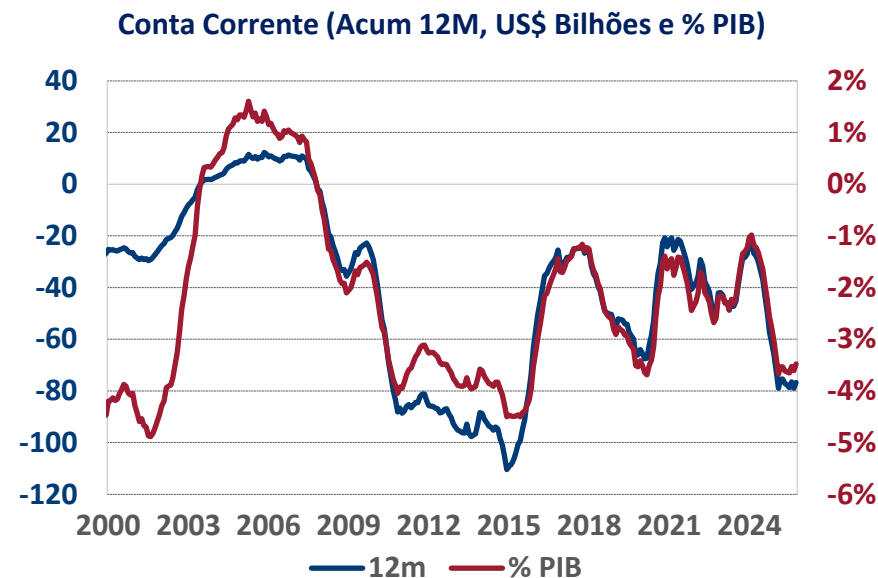
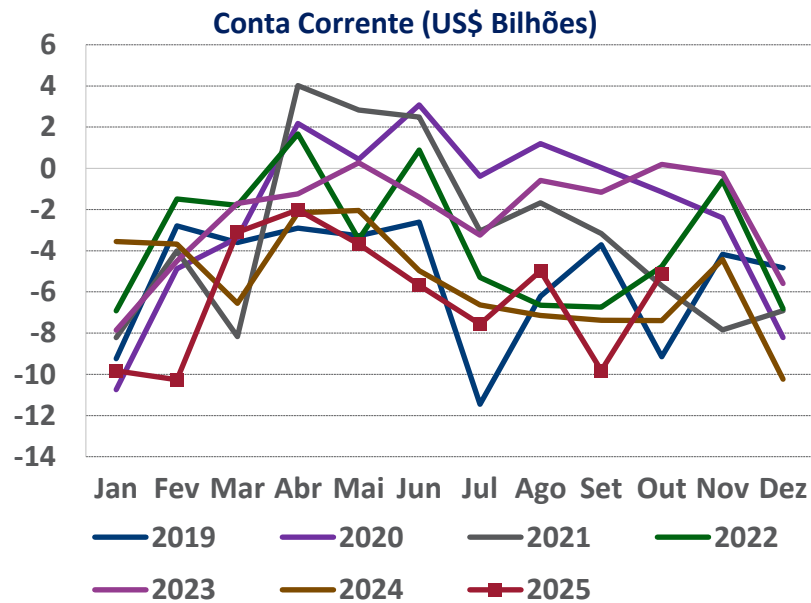


Em relação à política monetária, o Banco Central do Brasil (BCB) manteve a taxa Selic em 15,00% a.a. em sua reunião de novembro, como amplamente esperado. De modo geral, houve poucas mudanças na comunicação, mas o BCB agora reconhece que a estratégia de manter as taxas de juros no nível atual por um período prolongado é suficiente para trazer a inflação de volta à meta. Contudo, apesar desse entendimento, o Banco Central manteve a declaração de que permanece vigilante e pode ajustar as taxas novamente, se necessário. A projeção de inflação do BCB para os próximos seis trimestres é de 3,3% no segundo trimestre de 2027, em um cenário em que as taxas se mantêm em 15% até o final de 2025, atingem 12,25% em 2026 e 10,5% em 2027. A projeção foi reduzida de 3,4% para 3,3% no horizonte relevante, o que era esperado em função da valorização da moeda e das menores expectativas de inflação no FOCUS. Em suma, a comunicação indica algum progresso nas projeções de inflação e reconhece que a manutenção da taxa no nível atual está funcionando, mas não sinalizou quando um ciclo de afrouxamento monetário terá início.

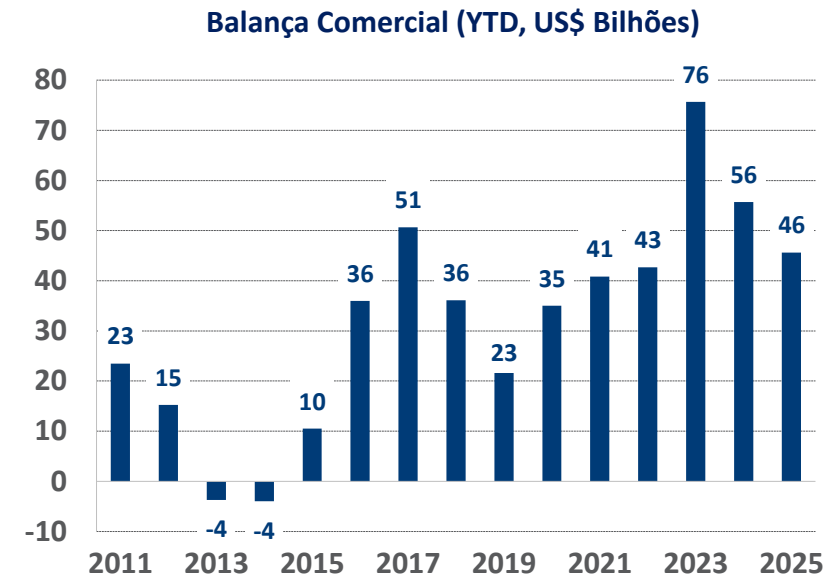
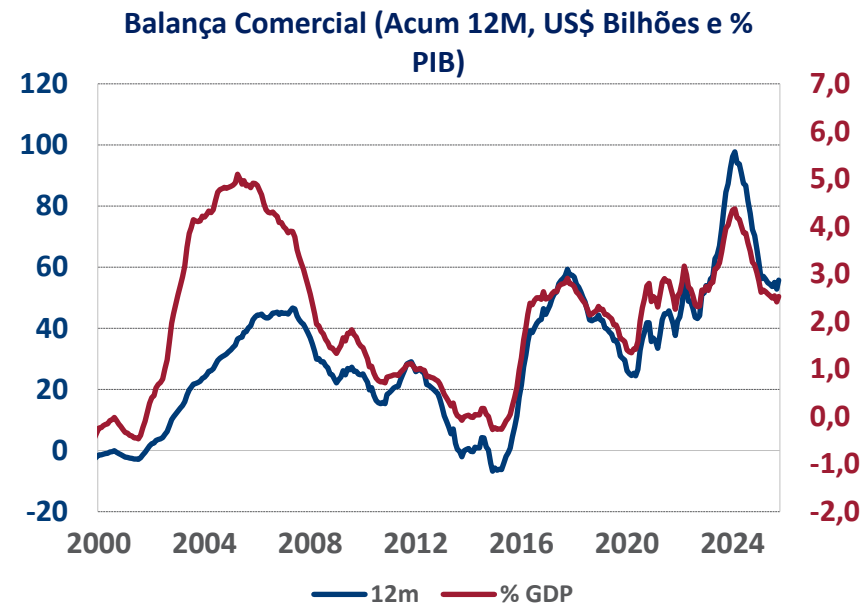
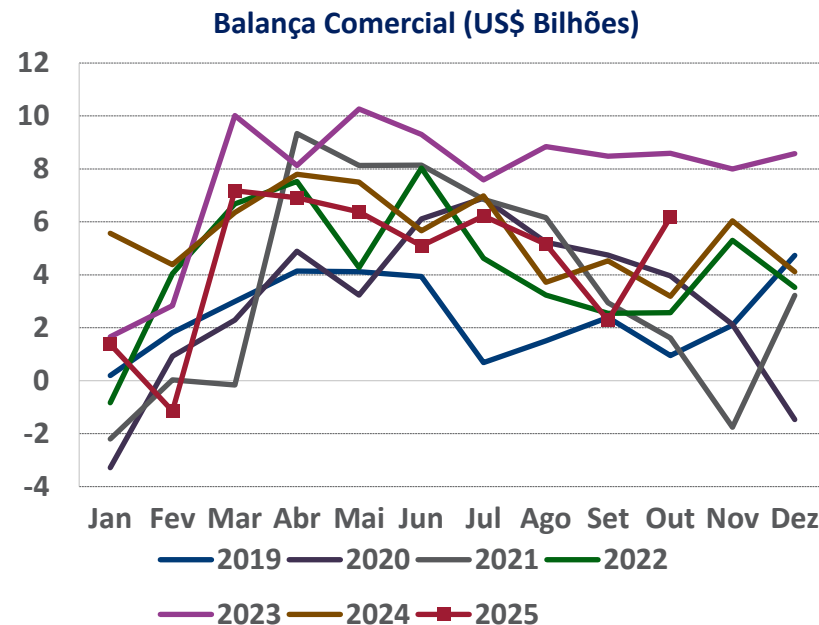
## IPCA, Selic e Taxa de Juros Real Ex-post (YoY, %)



- A conta corrente brasileira registrou um déficit de USD 5,1 bilhões em outubro de 2025, pior que as expectativas do mercado (USD -4,7 bilhões).
- Na soma móvel de 12 meses, o déficit atingiu USD 76,7 bilhões (3,48% do PIB) de USD 78,9 bilhões (3,61% do PIB) em setembro.
- No geral, o balanço de pagamentos reflete uma forte demanda interna e mudanças estruturais, com sinais iniciais de estabilização à medida que as importações e os gastos com serviços diminuem.

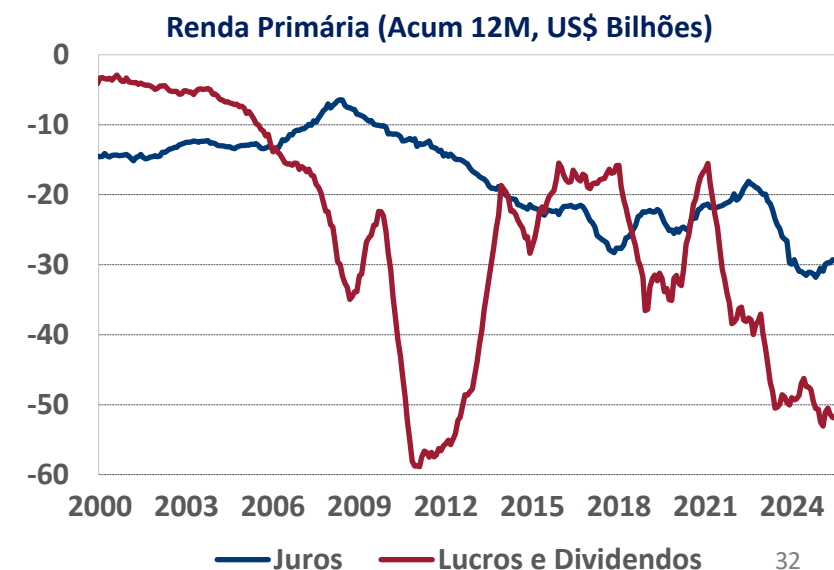
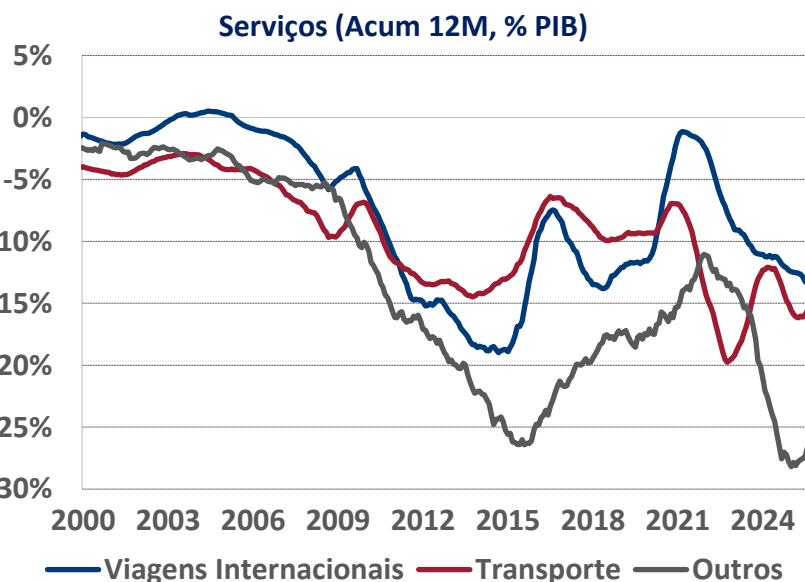
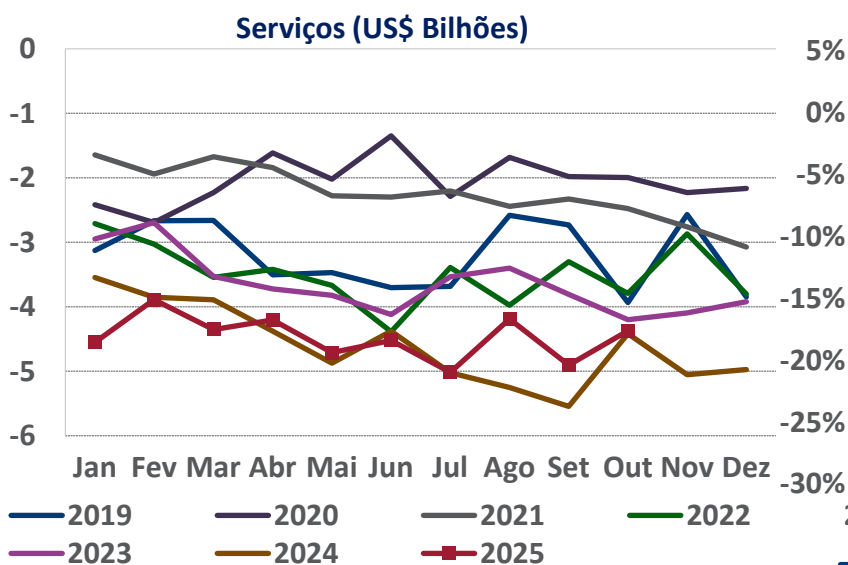
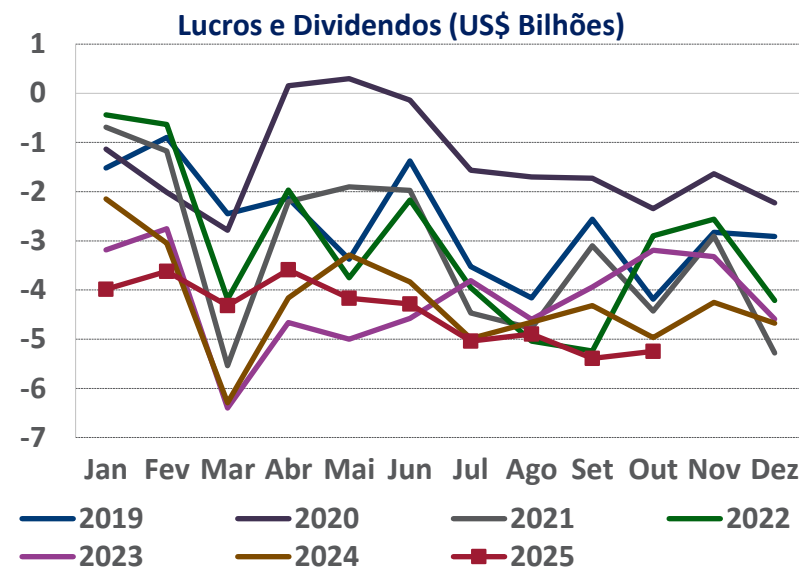


- A balança comercial registrou um superávit de USD 6,2 bilhões, abaixo do superávit de USD 3,2 bilhões registrado um ano antes.
- As exportações aumentaram, ficando em USD 32,1 bilhões, enquanto as importações continuaram fortes (USD 25,9 bilhões). Embora as exportações permaneçam em níveis elevados, os volumes de importação continuam robustos, pressionando o superávit comercial.
- Na variação de 12 meses, o superávit comercial aumentou para USD 55,8 bilhões, de USD 52,8 bilhões em setembro.



# Brasil: Balanço de Pagamentos

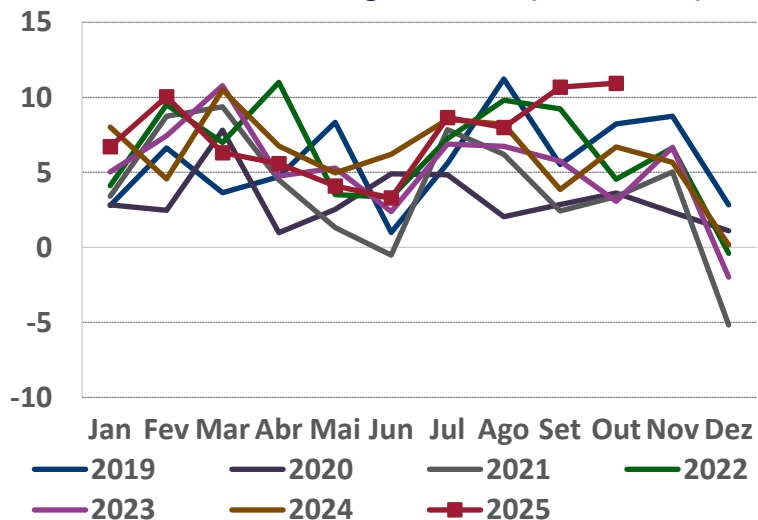
- O déficit de serviços registrado foi de US\$ 4,4 bilhões em outubro, abaixo do déficit de US\$ 6,6 bilhões observado no mesmo período do ano passado. Na variação de 12 meses, o déficit de serviços atingiu US\$ 54,7 bilhões.
- As contas de “Propriedade Intelectual” e “Telecomunicações”, cujas dinâmicas são menos sensíveis ao ciclo econômico, registraram um déficit de US\$ 1,0 bilhão e US\$ 0,6 bilhão, respectivamente.
- Além disso, a conta de “Serviços Pessoais, Culturais e Recreativos” registrou um superávit de US\$ 88 milhões em outubro de 2025, ante um déficit de US\$ 412 milhões em outubro de 2024.



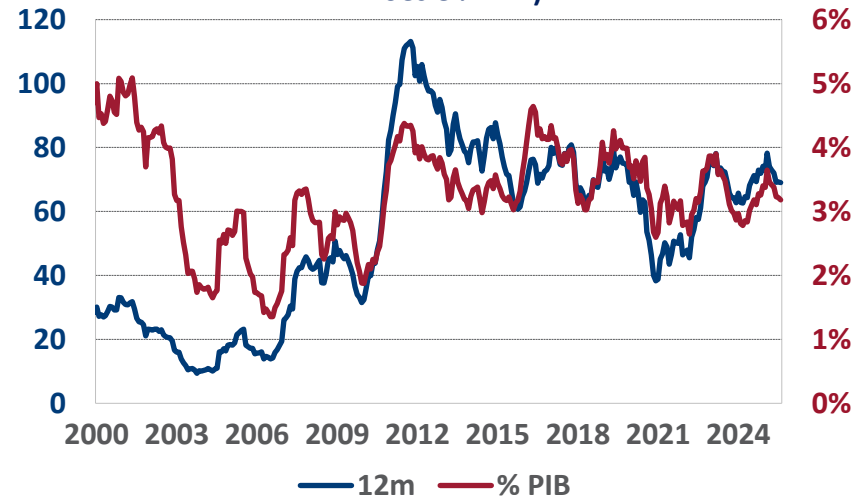
# Brasil: Balanço de Pagamentos

- O Investimento Estrangeiro Direto (IED) registrou entradas líquidas de US\$ 10,9 bilhões em outubro, acima do consenso do mercado.
- Na variação de 12 meses, os influxos de IED atingiram US\$ 80,1 bilhões (3,63% do PIB), ante US\$ 75,8 bilhões registrados em setembro.

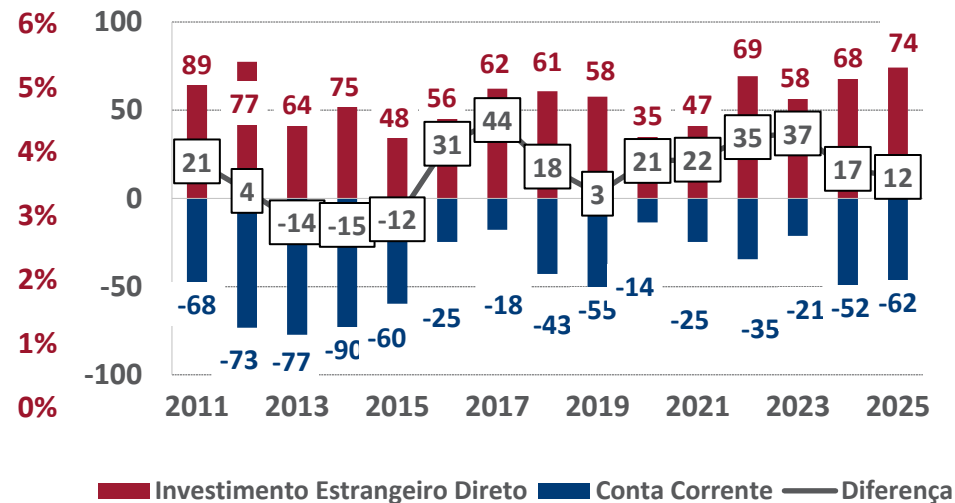
Investimento Estrangeiro Direto (US\$ Bilhões)



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



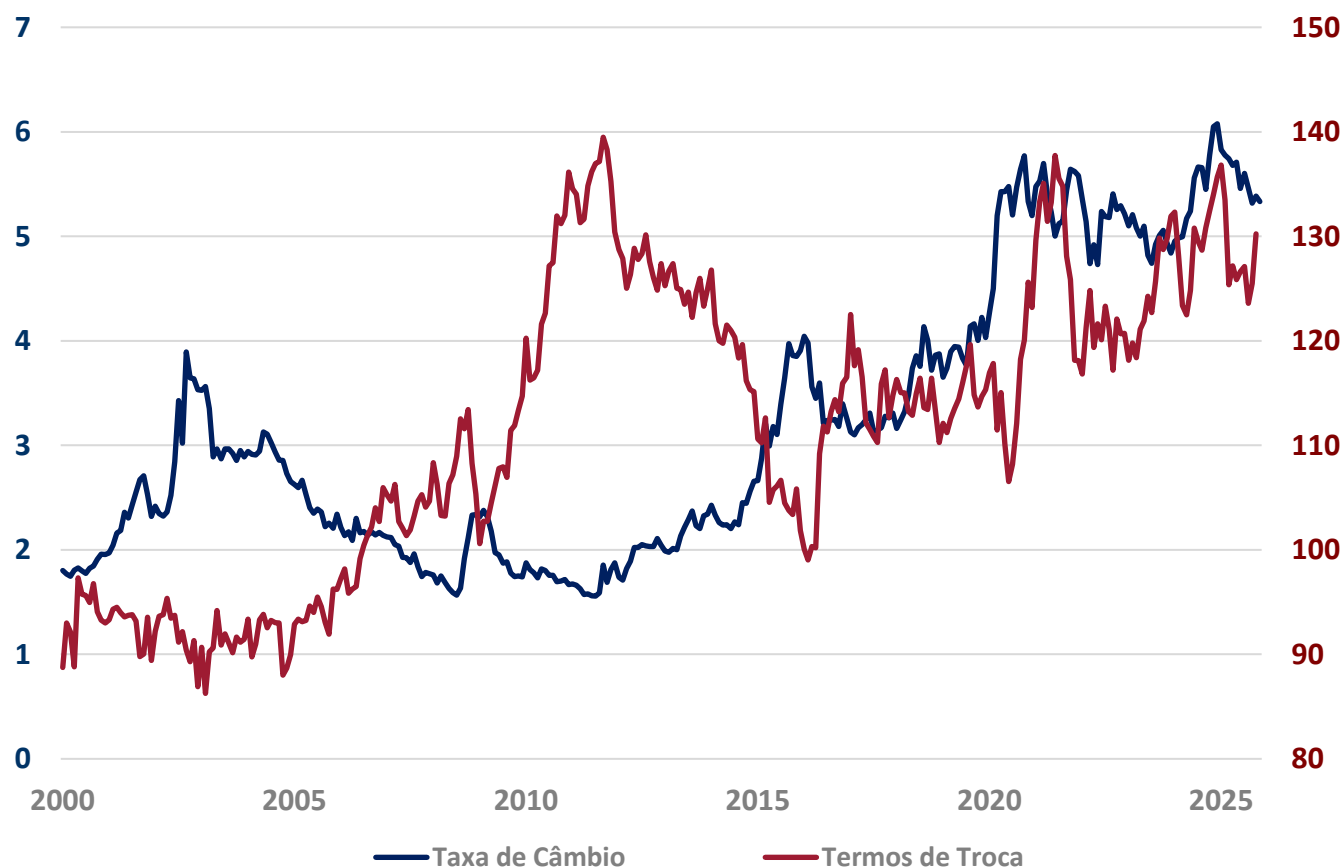
Conta Corrente e IED (YTD, US\$ Bilhões)



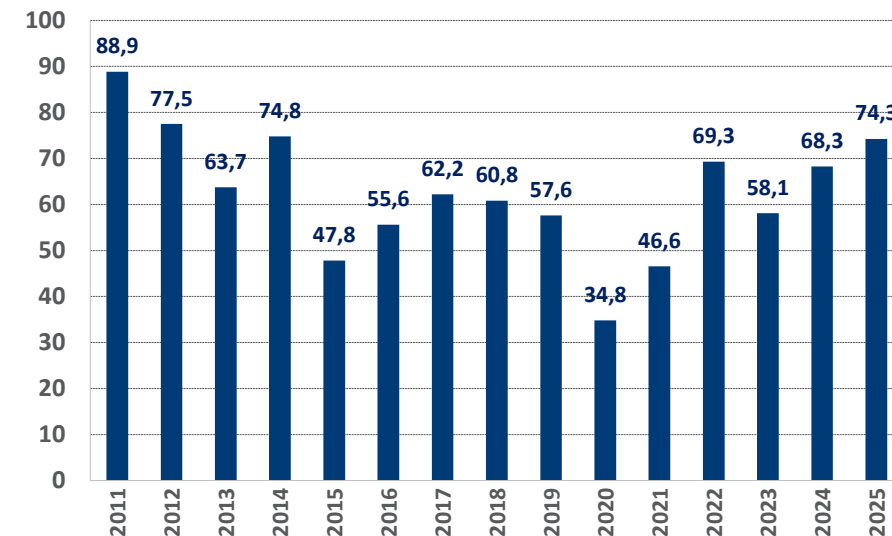
# Brasil: Setor Externo

Em novembro, o real brasileiro apreciou de 5,38 para cerca de 5,33 em relação ao dólar americano, fechando ligeiramente mais forte após testar níveis próximos às máximas de maio. O movimento refletiu um dólar mais fraco, com os mercados precificando um provável corte nas taxas do Fed em dezembro, em meio a sinais de um mercado de trabalho mais fraco nos EUA. Domesticamente, com a taxa Selic em 15%, o alto carry do Brasil continuou a atrair fluxos, reforçando a resiliência do real. O risco político ligado às eleições de 2026 continua sendo um fator de médio prazo, mas a volatilidade no curto prazo deve permanecer contida.

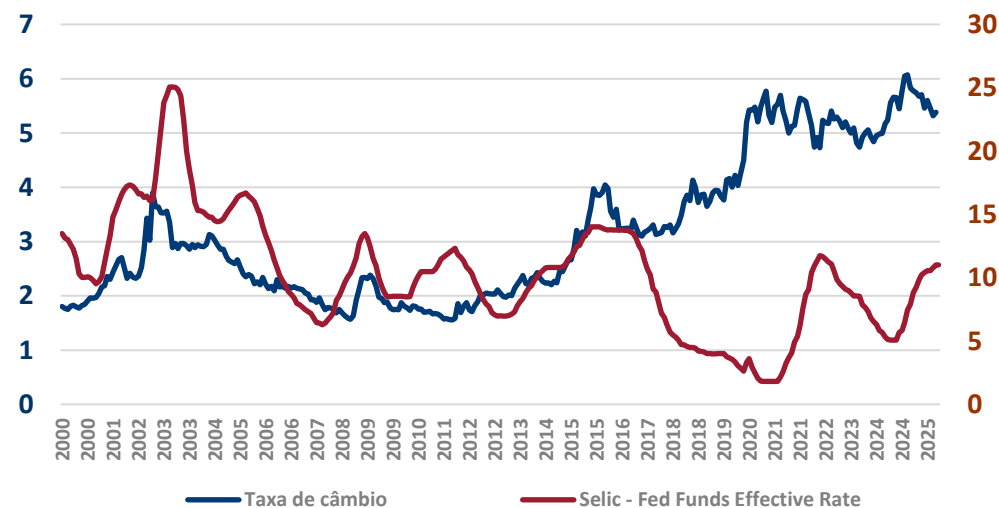
## Termos de Troca x BRL



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

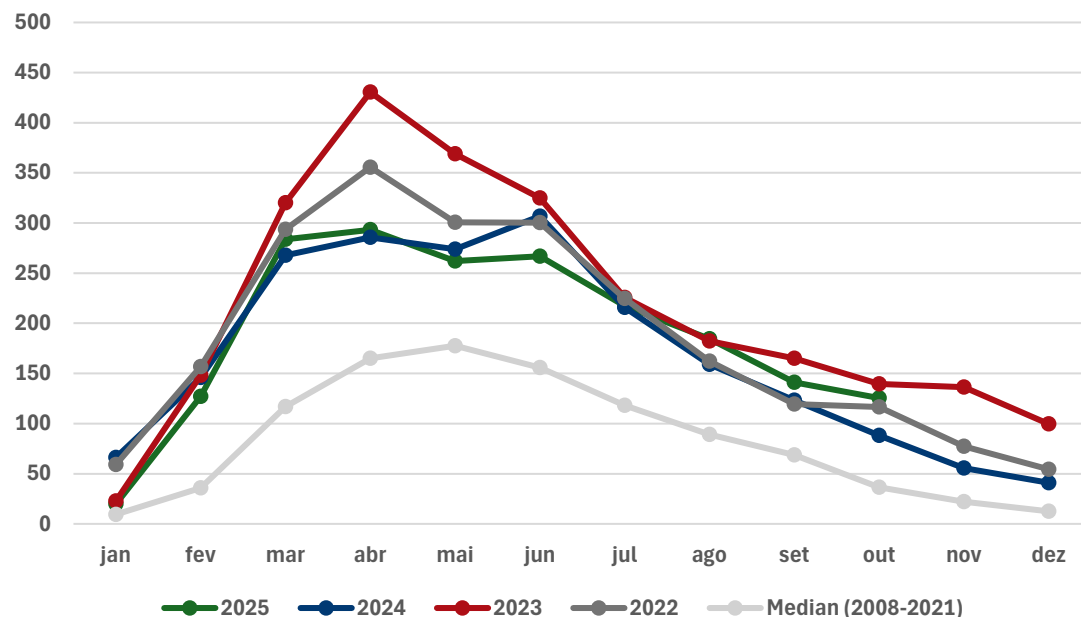


## Diferencial de Juros x BRL

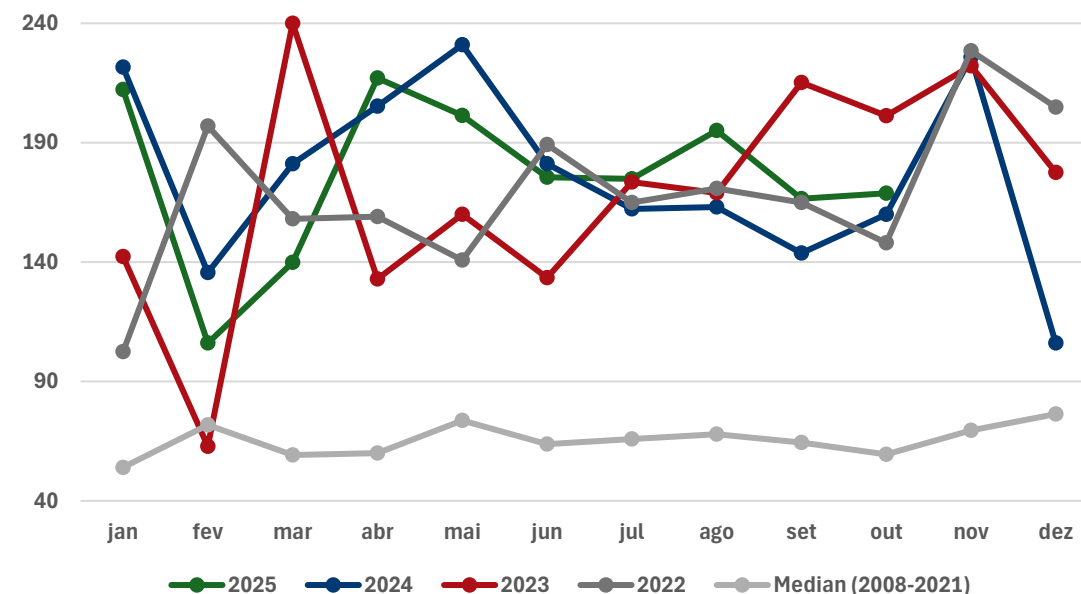


- Em outubro, a balança comercial apresentou um superávit de USD 6,96 bilhões (70,2% YoY), de acordo com dados da Secex.
- As exportações aumentaram 9,1% YoY, principalmente devido ao desempenho da agricultura (21,0% YoY). Por sua vez, embora as exportações tenham crescido, alguns produtos registraram uma queda nas vendas, como centeio, aveia e outros cereais não moídos (-77,6%), fertilizantes brutos (-41,6%) e minérios de metais preciosos e seus concentrados (-77,7%).
- Por outro lado, as importações diminuíram 0,8% YoY.

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.