

Cenário Macro

Janeiro 2026

- Nos EUA, o FOMC decidiu cortar juros em 25 bps novamente na reunião de dezembro, mas removeu da comunicação o viés para novos cortes. Powell enfatizou que a taxa básica de juros encontra-se dentro do intervalo de neutralidade, elevando a barra para novos cortes. A avaliação é de que o mercado de trabalho não vem mostrando enfraquecimento adicional e as projeções econômicas mostraram revisões marginais, notadamente projeções mais otimistas para o PIB. O CPI de novembro veio melhor que o esperado, mas o shutdown possivelmente gerou distorções baixistas. De todo modo, a inflação segue acima da meta e refletindo impactos de tarifas de importação. Na atividade, a economia segue resiliente, com vendas do varejo de outubro e o PIB do 3T mostrando consumo das famílias surpreendendo para cima. No mercado de trabalho, o Payroll de outubro e novembro – divulgados juntos devido ao shutdown – mostraram enfraquecimento em outubro, devido ao programa do governo de redução da força de trabalho federal, enquanto vagas do setor privado seguiram em ritmo resiliente. O aumento além do esperado da taxa de desemprego também parece distorcido pelo shutdown, o que limita a interpretação dos dados. Para 2026, uma reaceleração na atividade é esperada devido a fatores como o maior impulso fiscal e impactos defasados de cortes de juros. A incerteza segue elevada, demandando uma abordagem mais cautelosa por parte do FOMC.
- Quanto à China, os dados recentes mostraram sinais mistos para a economia. Os dados do comércio mostraram forte recuperação das exportações com relação ao dado anterior, refletindo melhora após os feriados de outubro, relaxamento em tensões comerciais e uma demanda global resiliente. Nos indicadores mensais de atividade, vendas no varejo, investimento em ativos fixos e indicadores de habitação desaceleraram, enquanto a produção industrial manteve-se em ritmo estável. Com relação à inflação, pressões deflacionárias persistiram, mas houve alguma melhora nos dados de novembro, sugerindo impacto das políticas para endereçar a competição extrema de preços decorrente do excesso de capacidade. Para 2026, a vantagem tecnológica chinesa e o suporte coordenado do governo devem impulsionar as exportações de bens de tecnologia. Apesar das perspectivas favoráveis para o comércio e para o setor de tecnologia da China, o consumo doméstico continuará a ser questão chave para a dinâmica de crescimento da economia chinesa no longo prazo. Nesse sentido novos programas de estímulo podem se mostrar importantes, especialmente se forem capazes de fortalecer a confiança das famílias.
- No Brasil, a atividade econômica continua apresentando sinais graduais de desaceleração. Em outubro, a produção industrial ficou abaixo das expectativas, avançando apenas 0,1% MoM. O setor de serviços reais cresceu 0,3% MoM, enquanto as vendas no varejo restrito registraram alta de 0,5% MoM. Resumindo esse cenário, o IBC-Br apresentou contração de 0,2% MoM em outubro, abaixo da projeção de consenso de +0,1% MoM. O mercado de trabalho continua resiliente, em novembro apresentou aumento da população ocupada e crescimento dos salários reais, o que pode gerar pressão sobre a inflação de setores de serviços intensivos em mão de obra.
- Em relação a política monetária, na reunião de dezembro o COPOM manteve a taxa Selic em 15% ao ano, como era amplamente esperado, e houve mudanças mínimas na comunicação. Havia alguma expectativa de que o Banco Central removesse a indicação de que as taxas poderiam ser ajustadas ainda mais, se necessário. Em vez disso, o Banco Central manteve essa mensagem, observando que isso é usual na condução da política monetária. A projeção de inflação do BCB para seis trimestres à frente era de 3,2% no segundo trimestre de 2027, em um cenário em que as taxas permanecem em 15% até o final de 2025, atingem 12,25% em 2026 e 10,5% em 2027. Em contraste, a ata do COPOM teve um tom mais moderado, destacando um cenário externo menos incerto, sinais de arrefecimento na atividade e no mercado de trabalho, e reconhecendo a desaceleração da inflação. No geral, a ata abre caminho para o início de um ciclo de cortes de juros, condicionado à evolução dos dados econômicos. A menos que haja surpresas significativas nos dados econômicos ou uma depreciação cambial considerável, acreditamos que o início do ciclo de flexibilização monetária em janeiro seja atualmente o cenário mais provável.
- O IPCA-15 de novembro subiu 0,25% MoM, em linha com as expectativas do mercado. O acumulado de 12 meses desacelerou de 4,50% em novembro para 4,41% em dezembro. A principal surpresa altista veio de passagens aéreas e hospedagem, enquanto itens de higiene pessoal surpreenderam negativamente. O núcleo de serviços avançou 0,52% MoM, em linha com as projeções, e o SAAR 3M aumentou de 4,4% para 5,7%. A média dos núcleos de inflação aumentou 0,32% MoM, abaixo das expectativas, com seu SAAR 3M em 3,5%. No geral, o IPCA-15 de dezembro apresentou uma composição ligeiramente pior do que o esperado, mas as tendências benignas em alimentos e bens industriais, juntamente com medidas de núcleo relativamente estáveis, apontam para uma perspectiva favorável nos próximos meses.
- O setor público consolidado registrou superávit primário de BRL 14,4 bilhões em novembro, em linha com o consenso de mercado (BRL 14,3 bilhões). Na desagregação, o governo central e as empresas estatais (SOEs) registraram déficits de R\$ 16,9 bilhões e R\$ 2,9 bilhões, respectivamente, enquanto os governos regionais apresentaram superávit de R\$ 5,3 bilhões. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) elevou-se para 79,0% do PIB, com os juros nominais (+0,7 p.p.) sendo o principal fator de alta, ao passo que o crescimento do PIB nominal (-0,4 p.p.) compensou parcialmente esse movimento. De modo geral, o desempenho dos entes regionais sustentou o equilíbrio do setor público em novembro, embora persistam preocupações em relação à dívida pública.

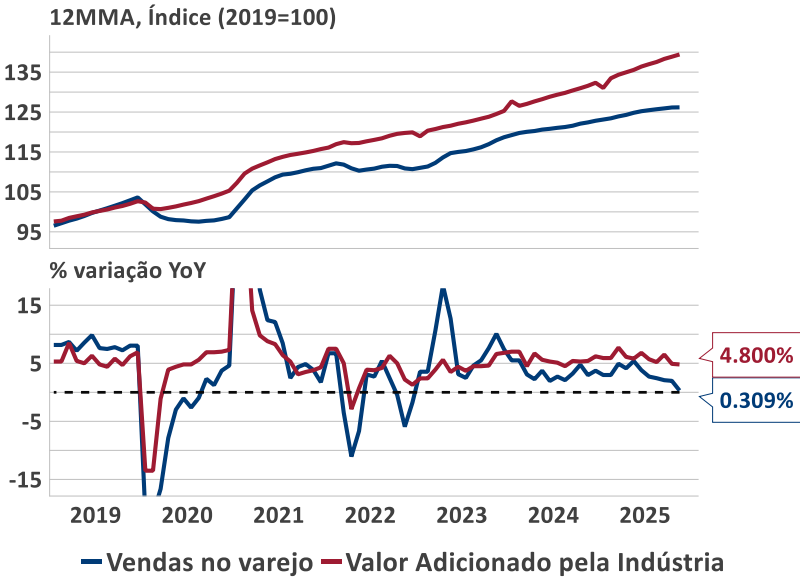
- A atividade econômica mensal mostrou sinais mistos novamente em novembro:
- As vendas no varejo desaceleraram mais do que o esperado, de 2,9% para 1,3% YoY (exp. 2,9%). Na composição, tanto eletrodomésticos quanto automóveis puxaram o dado para baixo, sugerindo impacto da desaceleração no programa de substituição de bens de consumo;
- A produção industrial desacelerou levemente, de 4,9% para 4,8% YoY (exp. 5,0%), abaixo do consenso. Robôs industriais e chips estiveram entre os segmentos com melhor desempenho, enquanto o setor automotivo mostrou enfraquecimento relevante e o aço bruto permaneceu em patamar negativo;
- O investimento em ativos fixos recuou ainda mais para território negativo, de -1,7% para -2,6% YTD YoY (exp. -2,3%), abaixo do esperado. Houve contração na maioria dos componentes, sugerindo que políticas anti-inflação (voltadas a reduzir excesso de capacidade e conter pressões deflacionárias) continuam gerando fraqueza nos 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 refletiram demanda reduzida, com empréstimos às famílias permanecendo relativamente fracos apesar de títulos do governo seguirem como o principal impulsionador do crescimento do crédito.

China: Atividade (% YoY)

	11/2025	10/2025	11/2024
Produção Industrial	4,8	4,9	5,4
Mineração	6,3	4,5	4,2
Indústria	4,6	4,9	6,0
Utilidades	4,3	5,4	1,6
Investimento em Ativos Fixos (YTD)	-2,6	-1,7	3,3
Indústria	1,9	2,7	9,3
Setor Imobiliário	-15,9	-14,7	-10,4
Infraestrutura	-1,1	-0,1	4,2
Vendas no Varejo	1,3	2,9	3,0
Serviços de Alimentação	3,2	3,8	4,0
Bens de Consumo	1,0	2,8	2,8
Vestuário	3,5	6,3	-4,5
Automóveis	-8,3	-6,6	6,6
Móvelia	-3,8	9,6	10,5
Aparelhos Celulares	20,6	23,2	-7,7
Eletrodomésticos	-19,4	-14,6	22,2
Construção	-17,0	-8,3	2,9

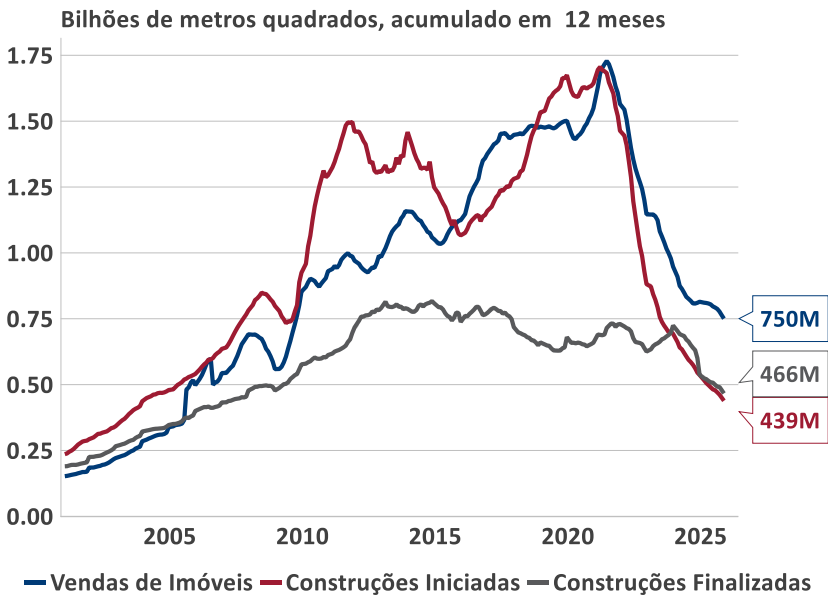
Fonte: BOCOM BBM, Macrobond

China: Produção Industrial x Vendas no Varejo



Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

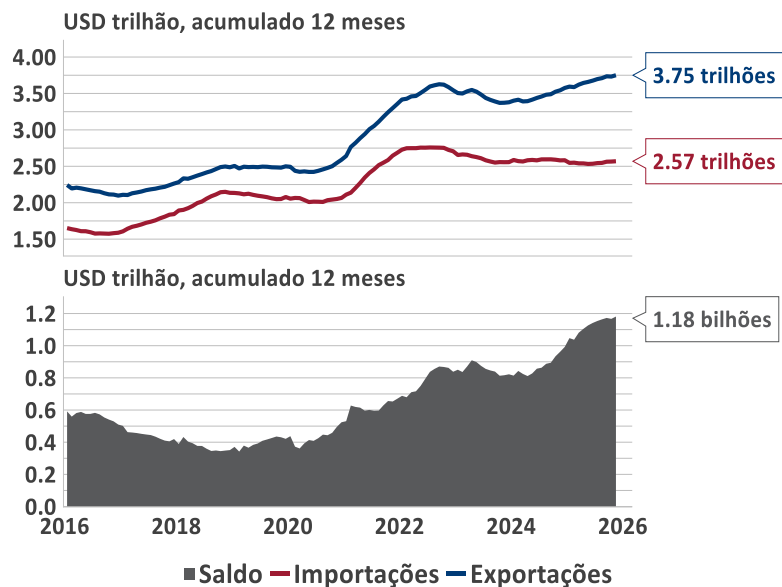
China: Indicadores Imobiliários



Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

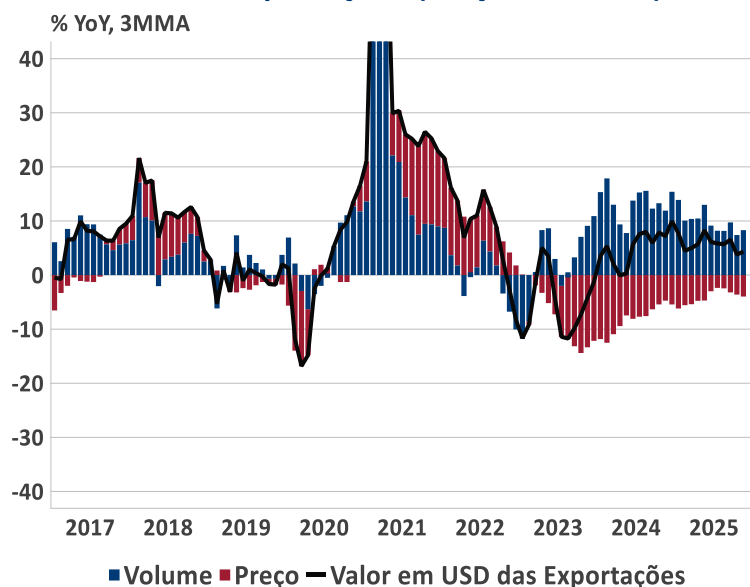
- O crescimento do comércio da China se recuperou em novembro, sugerindo uma melhora no ritmo do comércio:
 - As exportações aceleraram de -1,1% para 5,9% YoY, acima do consenso de +4,0%. Por país, as exportações para os EUA apresentaram leve recuperação, enquanto o redirecionamento comercial aumentou para a maioria dos destinos (especialmente para ASEAN e União Europeia);
 - As importações também avançaram, mas ficaram abaixo do consenso, de 1,0% para 1,9% YoY (exp. 2,8%). Na composição, o grande destaque foi a queda nas importações provenientes dos EUA;
- Sobre a inflação, o CPI subiu de 0,2% para 0,7% YoY, em linha com as expectativas do mercado:
 - O dado foi impulsionado por preços mais fortes de alimentos. O núcleo da inflação permaneceu estável em 1,2% YoY — ainda o maior nível desde 02/2024. Melhoras recentes no dado possivelmente estão relacionados a esforços do governo em programas anti-involução e de troca de bens de consumo.
 - No geral, os dados sugerem que as pressões deflacionárias persistem na economia chinesa, mas que houve alguma melhora em novembro.

China: Balança Comercial



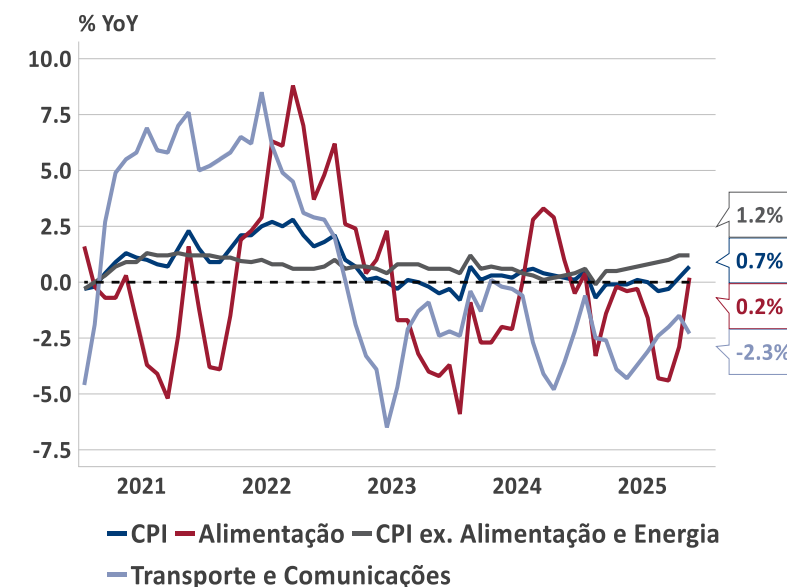
Source: BOCOM BBM, Macrobond, GAC

China: Exportações (Preço x Volume)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, GAC

China: CPI



Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

EUA: Mercado de Trabalho

O payroll de outubro e novembro foram divulgados conjuntamente devido ao *shutdown*, e os dados de outubro não continham a parte da Household Survey (como a taxa de desemprego), pois não foi coletada. Os dados apresentaram sinais mistos:

- O saldo de criação de vagas caiu 105 mil em outubro, abaixo das expectativas de -20 mil, e aumentou 64 mil em novembro, acima do consenso de 50 mil, levando a média móvel de três meses para 22 mil — bem abaixo dos 51 mil de setembro e ainda abaixo da média pré-Covid;

- Porém, os dados de outubro foram altamente distorcidos pelo impacto do programa de redução da força de trabalho federal, como esperado, enquanto empregos do setor privado foram mantidos em ritmo razoável (52 mil e 69 mil).

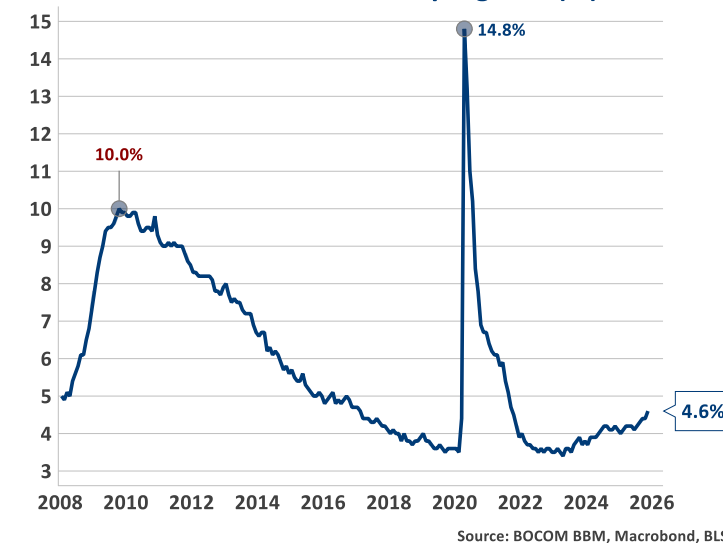
- A taxa de desemprego subiu novamente, de 4,44% para 4,56%, surpreendendo o consenso de 4,5% e atingindo o maior nível desde 2021. Mas o movimento foi parcialmente relacionado ao shutdown;

- Com isso, a diferença entre empregos e trabalhadores aumentou para 0,07M, indicando que a economia voltou a apresentar mais vagas abertas do que trabalhadores disponíveis, um sinal de relativa resiliência no mercado de trabalho.

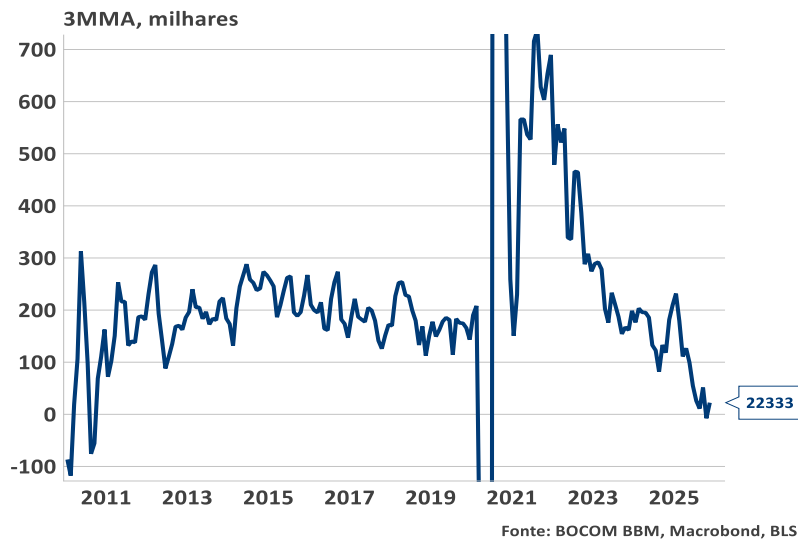
- Os salários médios por hora cresceram em média 0,3% MoM em outubro e novembro, em linha com sua tendência recente e levando a média anual para 3,6%;

- O ritmo recente mostra resiliência, em linha com outras métricas de crescimento salarial.

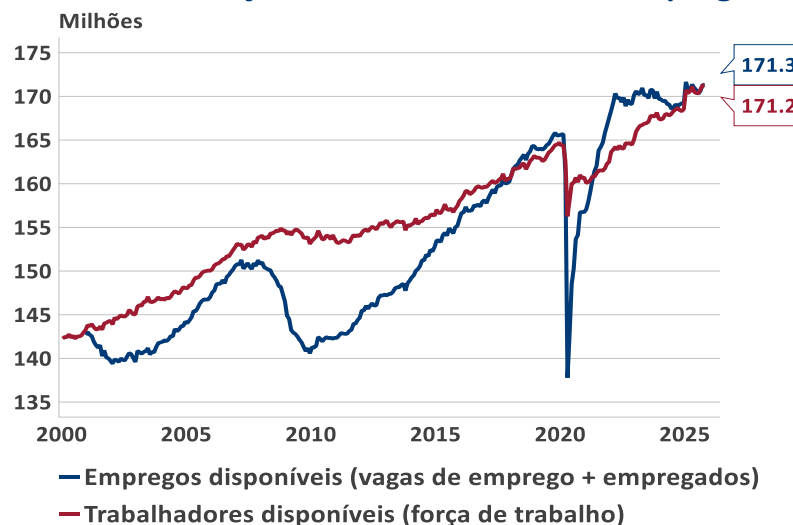
EUA: Taxa de Desemprego SA (%)



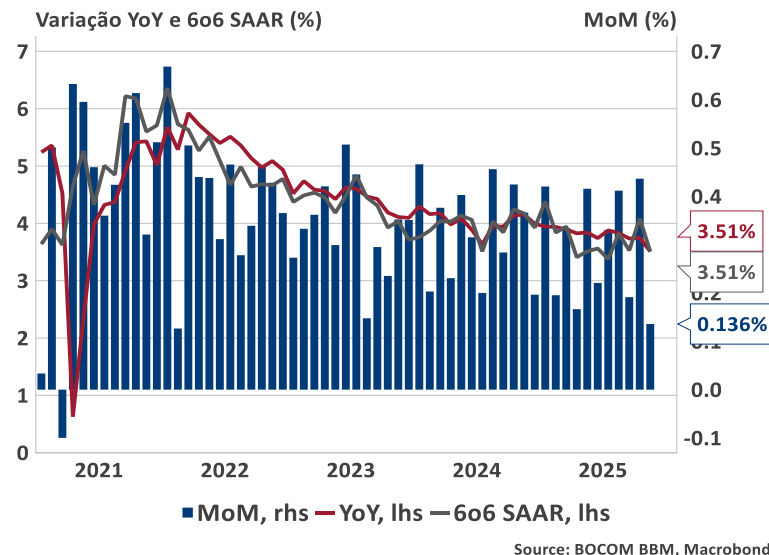
EUA: Criação de Empregos Não-Agrícolas



EUA: Diferença entre Trabalhadores e Empregos

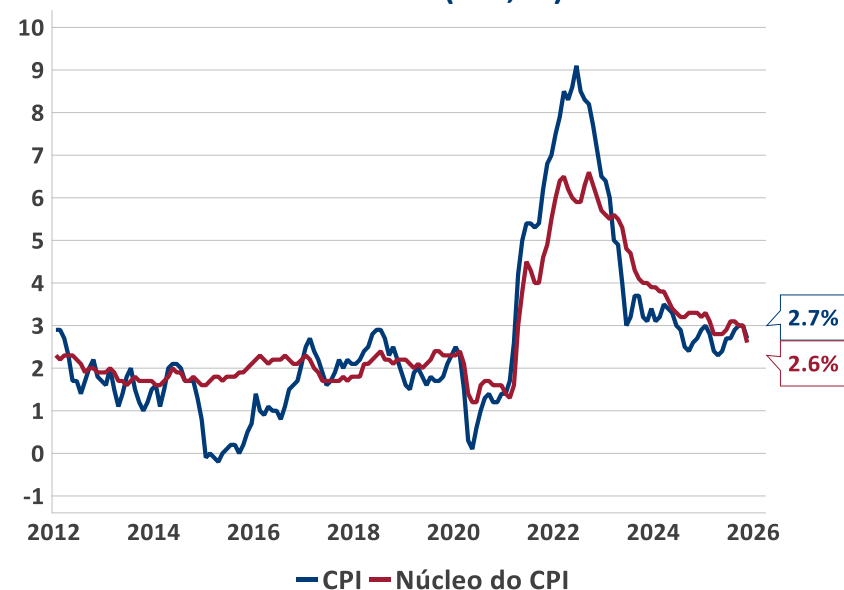


EUA: Variação da Remuneração Média por Hora (%)



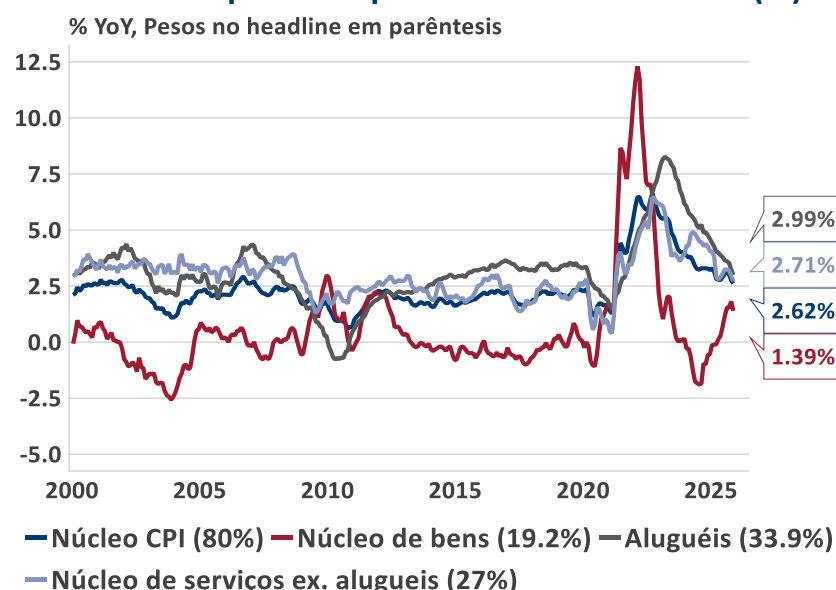
- O CPI de novembro desacelerou de 3,0% para 2,7% YoY, abaixo do consenso de 3,0%.** De modo similar ao Payroll, foi uma leitura ruidosa devido ao shutdown: o dado de outubro não foi divulgado pois não pôde ser coletado, e por isso também não há variações MoM para novembro.
 - Na composição, alimentos vieram mais fracos do que o esperado (de 3,11% para 2,65% YoY), e energia subiu mais do que projetado (de 2,85% para 4,24%), contribuindo para uma desaceleração no dado;
- O núcleo do CPI recuou de 3,02% para 2,63% YoY, abaixo do consenso de 3,00%:**
 - O núcleo de bens desacelerou para 1,39% YoY, abaixo do esperado (2,04%), mas ainda em ritmo elevado. Componentes ligados a veículos puxaram tal abertura para baixo;
 - O núcleo de serviços também mostrou desaceleração, com a maior contribuição vinda de habitação, especialmente OER. Além disso, o Núcleo de Serviços excluindo Habitação (*Supercore*) também recuou mais que o consenso, embora ainda em um ritmo resiliente;
- O shutdown levou a distorções no dado e sua metodologia, dificultando inferir grandes conclusões dessa divulgação.
- No geral, a inflação parece estar em ritmo de desaceleração. O impacto das tarifas apresenta magnitude menor que o esperado até o momento, mas seus efeitos são evidentes e apresentam forte aceleração nos últimos meses. A inflação segue acima da meta de 2% do FOMC;
 - A inflação ainda deve permanecer elevada no curto-prazo, à medida que os impactos das tarifas seguem se disseminando pela economia;

EUA: CPI (YoY, %)



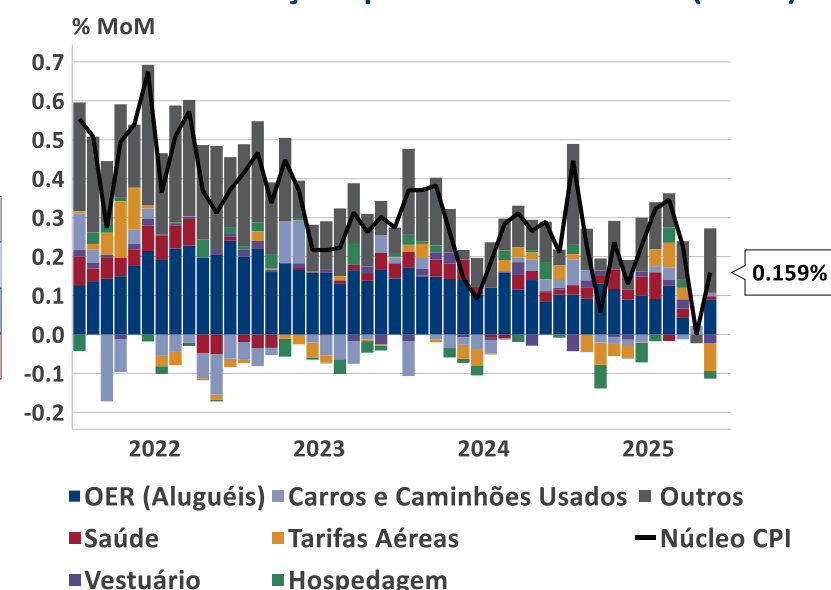
Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

EUA: Principais Componentes do Núcleo CPI (%)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

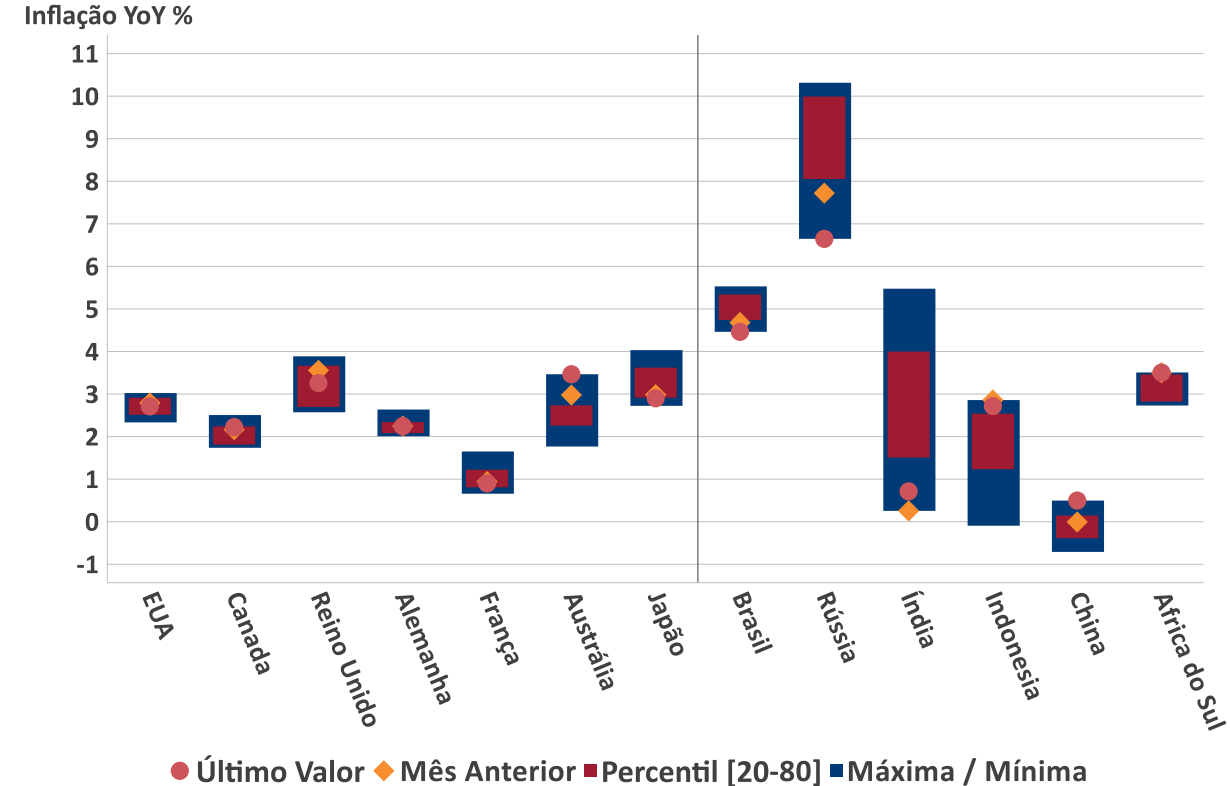
EUA: Contribuições para o Núcleo do CPI (MoM)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

- Diversos mercados desenvolvidos apresentaram desaceleração nos números de inflação em 2025. Esse progresso, no entanto, parece ter estagnado em alguns países (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 moderado em 2025.
- Para 2026, é esperado que um maior impulso fiscal estimule o crescimento em diversos mercados, como Japão e os EUA.

Variação da Inflação nos Últimos 12 Meses



Source: BOCOM BBM, Macrobond

G20: Tracker de PIB (QoQ, %)

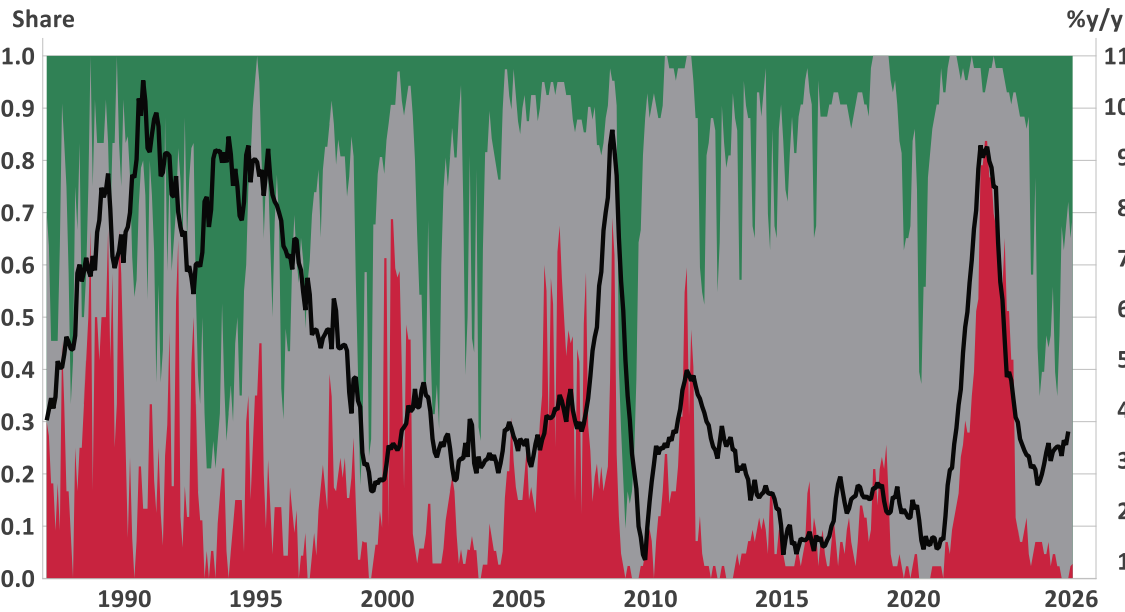
	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024	Q4 2023
África do Sul	0,5	0,9	0,1	0,4	-0,3	0,3	0,1	0,4
Alemanha	0,0	-0,2	0,3	0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,3
Arábia Saudita	1,9	-0,6	-0,4	3,9	1,6	-1,4	1,1	2,6
Argentina	0,3	-0,1	1,1	2,0	3,6	-0,8	-1,6	-2,3
Austrália	0,4	0,7	0,4	0,5	0,3	0,2	0,3	0,1
Brasil	0,1	0,3	1,5	-0,1	0,9	1,7	0,8	0,2
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	1,3	0,7	-0,2	0,1	0,1	-0,2	1,2	0,5
Estados Unidos	1,1	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	-0,6	0,5	0,4	0,3	0,7	0,2	-0,5	0,4
México	-0,3	0,4	0,2	-0,6	0,9	-0,1	0,2	0,3
Reino Unido	0,1	0,2	0,7	0,3	0,2	0,6	0,8	-0,3
Rússia	0,1	0,3	-0,7	1,0	0,6	0,5	1,8	0,4
Turquia	11,8	7,6	-15,6	2,1	13,1	5,1	-15,0	1,7
Zona do Euro	0,3	0,1	0,6	0,4	0,4	0,2	0,3	0,1

Sources: BOCOM BBM, Macrobond, National Sources

- Diversos mercados emergentes afrouxaram a política monetária em 2025. O ciclo de cortes permanece em curso em alguns países como México, Polônia e Turquia;
- Os bancos centrais da maioria dos mercados desenvolvidos demoraram um pouco mais, mas também reduziram juros em 2025. Há exceções, como o Japão, que elevou as taxas de juros no ano passado 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 segue levando instituições a uma postura mais cautelosa e dependente de dados em 2026. 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

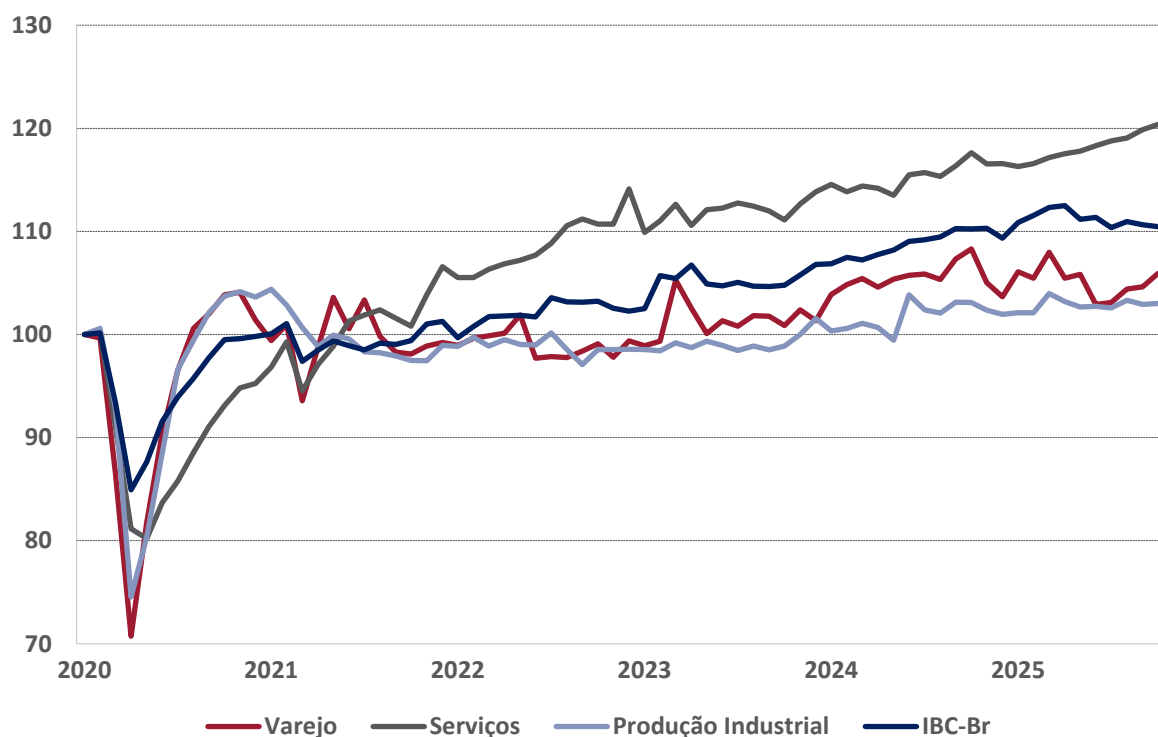
	CPI Y/Y %	Core CPI Y/Y %	Taxa de juros	Última decisão		Último Movimento	Meses desde última alta	Meses desde último corte
Arabia Saudita	1,9		4,25	-0,25	Corte	12/2025	29	1
África do Sul	3,5	3,2	6,75	-1,00	Corte	12/2025	0	0
Argentina	31,4	33,3	29,00	-3,00	Corte	1/2025	27	11
Australia	3,9	3,9	3,60	-0,25	Corte	8/2025	26	5
Brasil	4,5	4,7	15,00	0,25	Alta	6/2025	7	20
Canada	2,2	2,9	2,25	-0,25	Corte	10/2025	30	2
Chile	3,4	2,9	6,50	-0,75	Corte	12/2025	39	1
China	0,5	1,2	3,00	-0,10	Corte	5/2025	143	7
Colombia	5,3	5,4	9,25	-0,25	Corte	5/2025	32	8
Coréia do Sul	2,3	2,0	2,50	-0,25	Corte	5/2025	36	7
Costa Rica	-0,4	0,4	3,25	-0,25	Corte	12/2025	38	0
Dinamarca	2,1	2,3	1,75	-0,25	Corte	6/2025	28	7
Hungria	3,8	4,0	6,50	-0,25	Corte	9/2024	39	15
Islandia	4,5	4,5	7,25	-0,25	Corte	11/2025	28	1
Índia	0,7	4,3	5,25	-0,25	Corte	12/2025	35	1
Indonésia	2,7	2,4	4,75	-0,25	Corte	9/2025	20	4
Israel	2,4	2,1	4,25	-0,25	Corte	11/2025	31	1
Japão	2,9	3,0	0,75	0,25	Alta	12/2025	0	119
México	3,8	4,4	7,00	-0,25	Corte	12/2025	33	0
Nova Zelândia	3,0	2,5	2,25	-0,25	Corte	11/2025	31	1
Noruega	3,0	3,0	4,00	-0,25	Corte	9/2025	25	3
Polônia	2,4	2,7	4,00	-0,25	Corte	12/2025	40	1
República Tcheca	2,1	0,1	3,50	-0,25	Corte	5/2025	42	8
Rússia	6,6	6,1	16,00	-0,50	Corte	12/2025	14	0
Suécia	0,3	2,3	1,75	-0,25	Corte	10/2025	27	3
Suíça	0,0	0,4	0,00	-0,25	Corte	6/2025	30	6
Turquia	31,1	31,6	38,00	-1,50	Corte	12/2025	9	1
Reino Unido	3,3	3,2	3,75	-0,25	Corte	12/2025	29	1
Estados Unidos	2,7	2,6	3,75	-0,25	Corte	12/2025	29	1
Zona do Euro	2,1	2,4	2,15	-0,25	Corte	6/2025	27	7

Source: BOCOM BBM, Macrobond

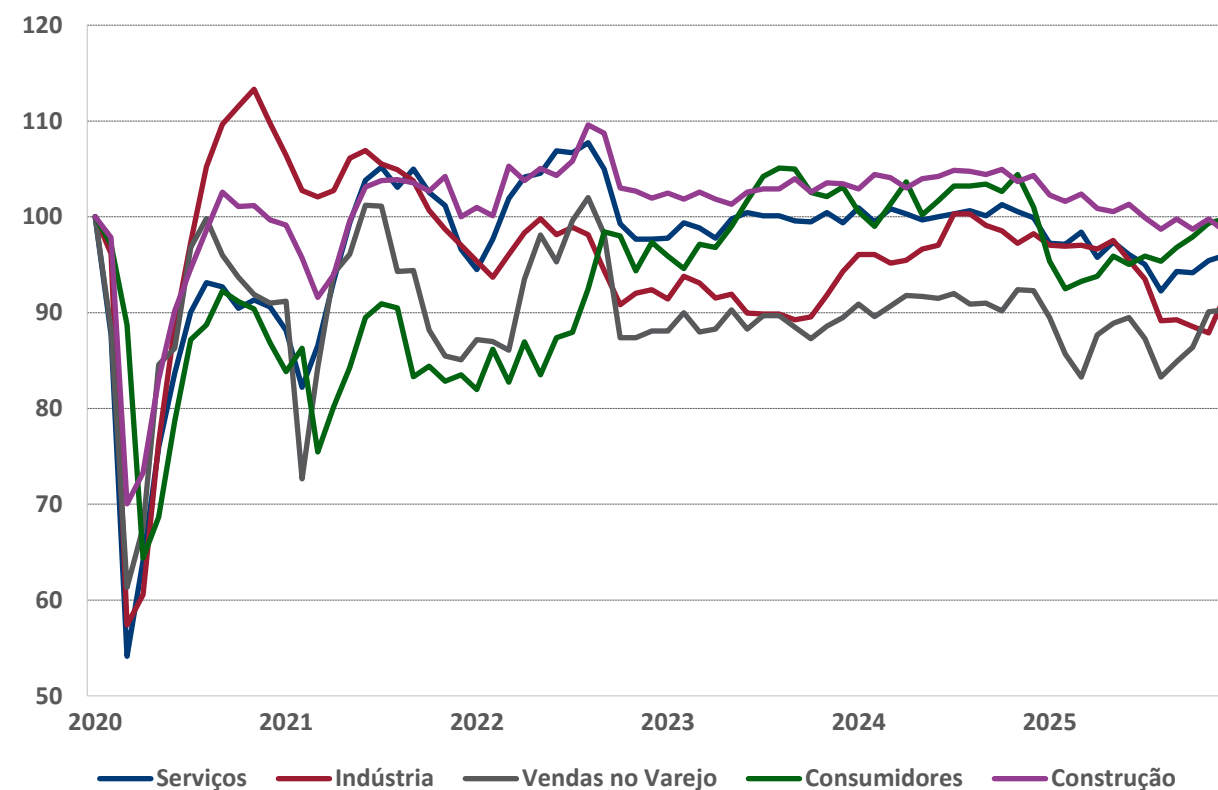
PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Crescimento do PIB (%)	-3,3%	4,8%	3,0%	2,9%	3,4%	2,3%	1,7%	1,8%
Inflação (%)	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	4,8%	4,3%	4,0%	3,6%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	14,2%	11,1%	7,9%	7,4%	6,2%	5,8%	6,2%	6,8%
Taxa Selic (%)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	12,3%	15,00%	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	-82	-68	-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%	-0,4%	-0,7%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	86,9%	77,3%	71,7%	74,4%	76,1%	80,5%	84,1%	88,2%

- Em outubro, o resultado da produção industrial veio abaixo das expectativas, com um aumento de 0,1% MoM, enquanto os serviços registraram alta de 0,3% MoM, e as vendas no varejo cresceram 0,5% MoM, embora ainda evidenciando heterogeneidade setorial no processo de desaceleração econômica. Resumindo esse cenário, o IBC-BR apresentou uma contração de 0,2% MoM.
- Em termos prospectivos, as pesquisas de confiança para o varejo, o setor de serviços, indústria e consumidores cresceram em dezembro, enquanto o setor de construção apresentou contração.

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



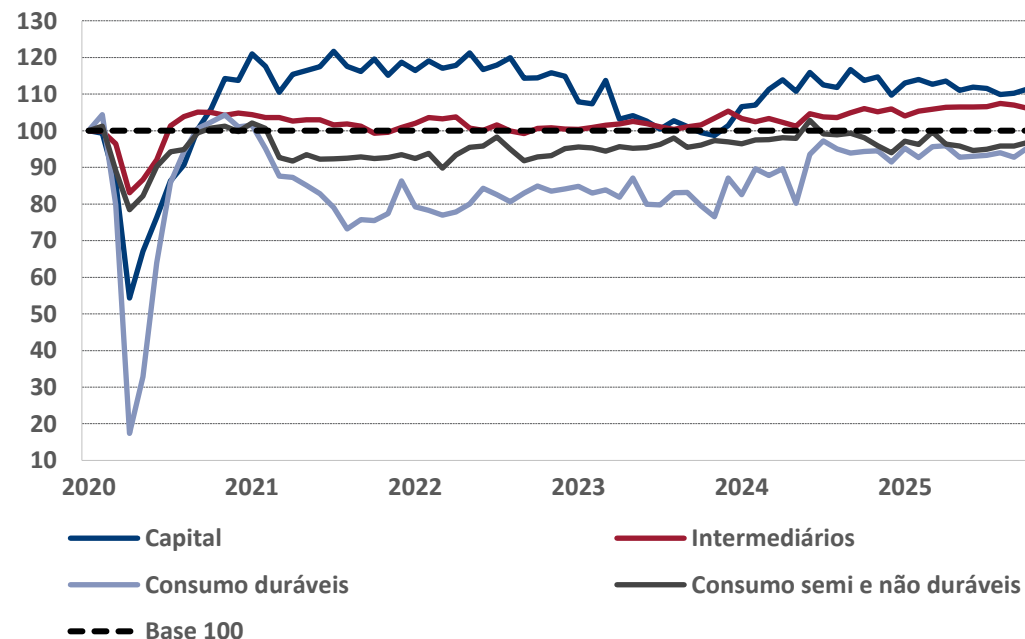
Brasil - Índice de Confiança Econômica (jan/20=100)



Brasil: Produção Industrial

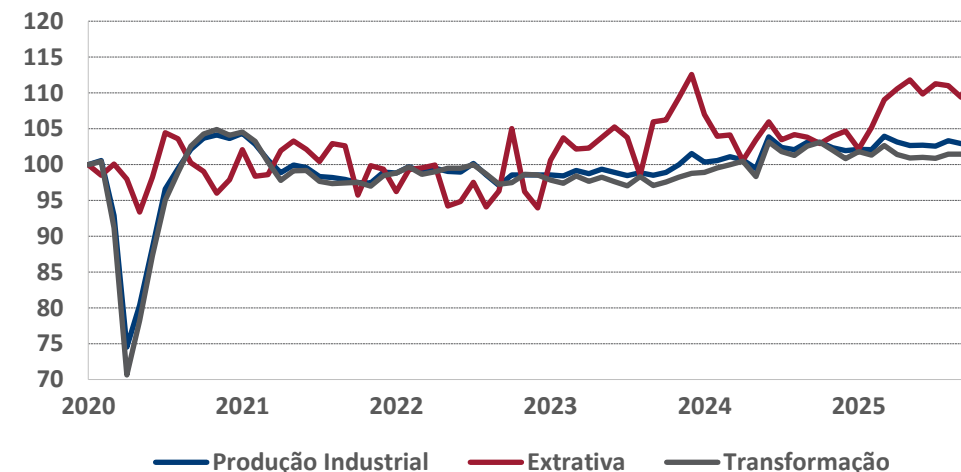
- A produção industrial avançou 0,1% MoM em outubro, abaixo das expectativas. A indústria de transformação recuou 0,6% MoM (-2,2% YoY), enquanto a extrativa cresceu 3,6% MoM (10,1% YoY).
- O mês registrou resultados mistos, com 3 das 4 principais categorias econômicas e 12 das 25 atividades industriais 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.

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

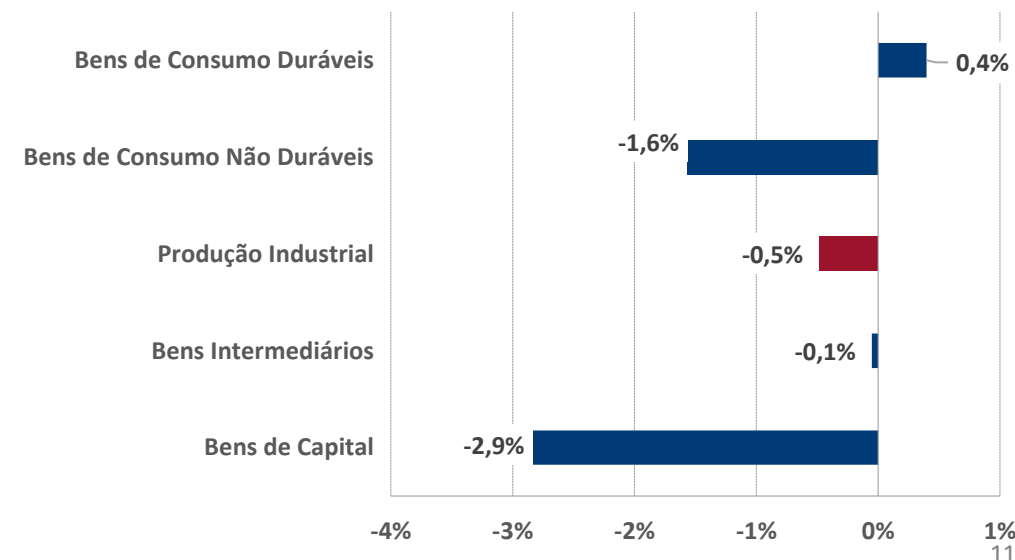


Fonte: IBGE, BOCOM BBM

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



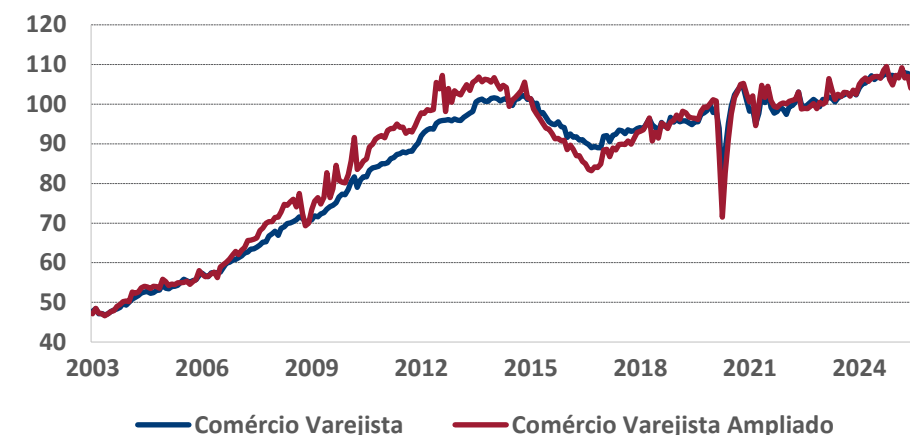
Produção Industrial por Categorias - 10/2025 (YoY)



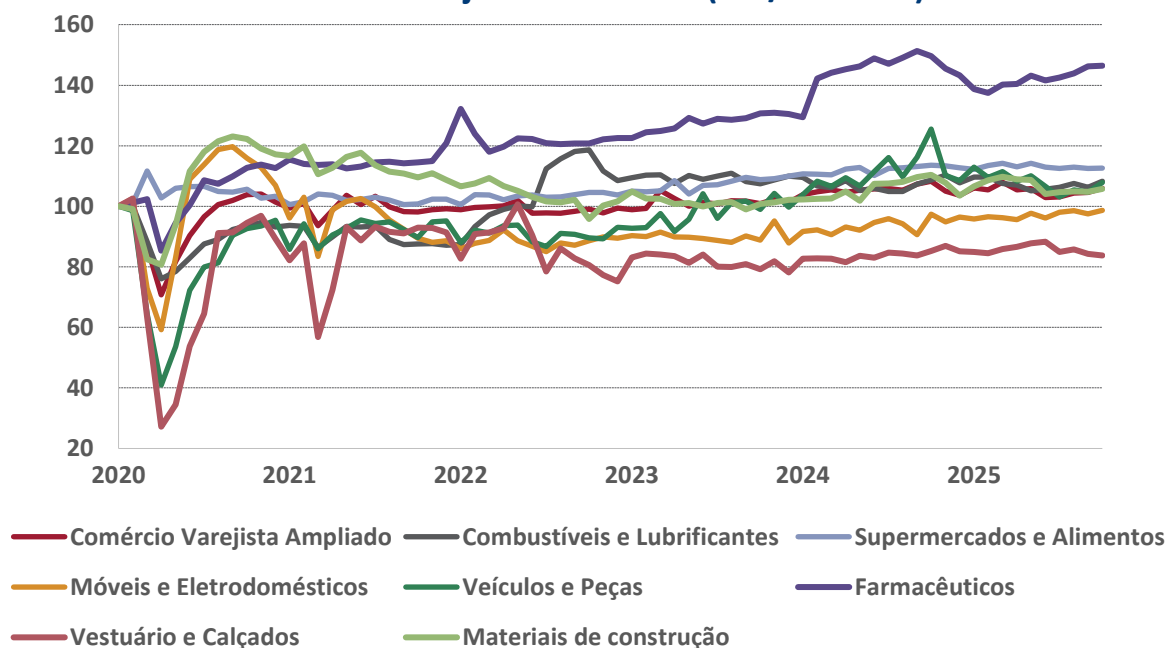
Brasil: Vendas no Varejo

- As vendas no varejo ampliado aumentaram 1,1% MoM em outubro, acima das expectativas (0,3% MoM).
- As vendas no varejo restrito, por sua vez, subiram 0,5% MoM, acima das expectativas do mercado.
- Na decomposição, 9 das 10 atividades varejistas apresentaram aumento na comparação mensal, com o destaque para material de construção (+3,2% MoM), veículos, motocicletas e peças (+3,0% MoM), combustíveis e lubrificantes (+1,4% MoM) e móveis e eletrodomésticos (+1,0% MoM).
- No lado negativo, vestuário e calçados (-0,3% MoM) apresentaram desempenho fraco.

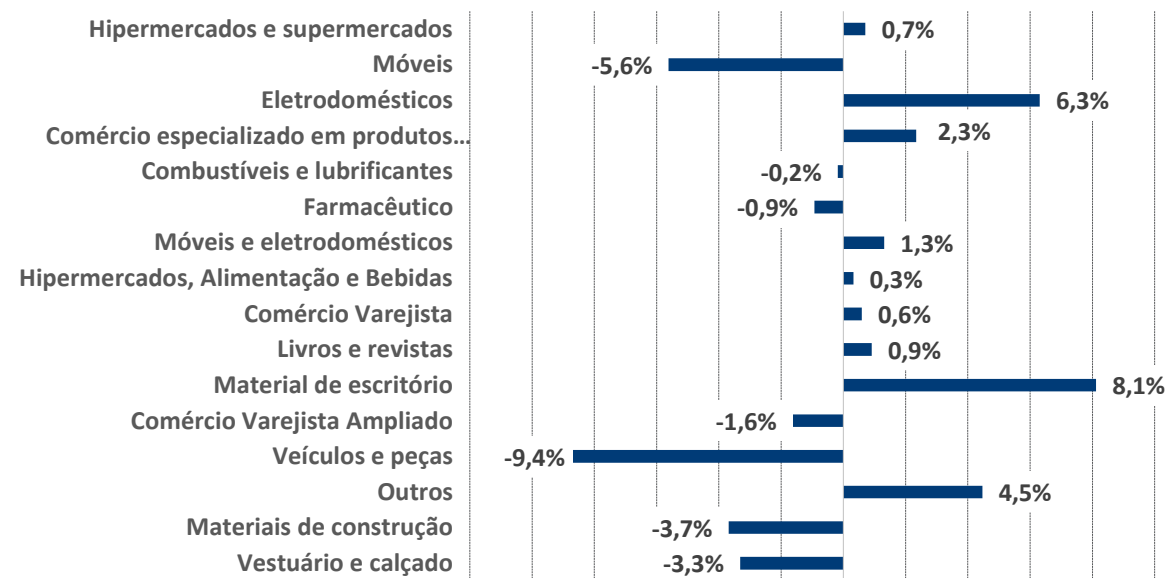
Comércio Varejista Restrito x Ampliado SA



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



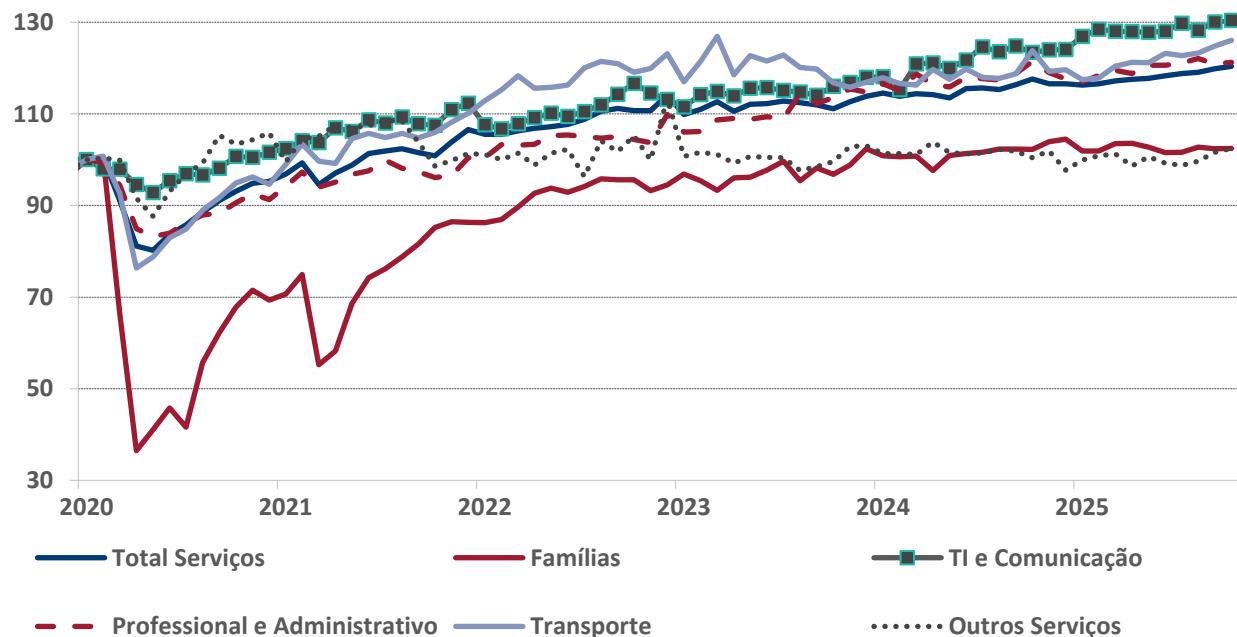
Comércio Varejista - YoY (out/25)



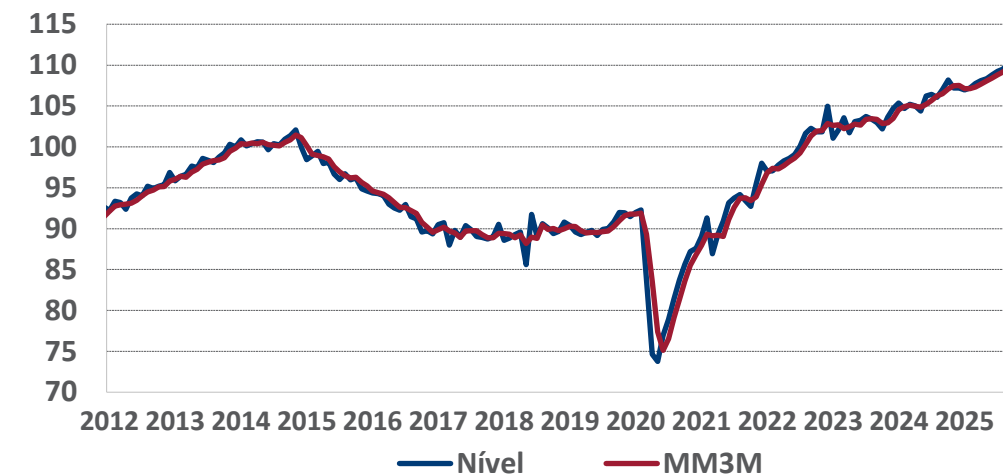
Brasil: Serviços

- A produção de serviços aumentou 0,3% MoM em outubro, em linha com as expectativas do mercado, marcando o nono avanço consecutivo. Além disso, o indicador subiu 1,1% QoQ no trimestre móvel (3,0% YoY).
- Todas as principais categorias de serviços cresceram em outubro em relação ao mês anterior, embora o ritmo tenha permanecido moderado. O destaque foram os serviços de transporte e armazenagem (1,5% QoQ) que avançaram pelo terceiro mês consecutivo, impulsionados principalmente pela firme recuperação do transporte rodoviário de mercadorias diante da produção agrícola recorde. Além disso, os serviços de informação e comunicação continuam representando uma trajetória sólida de alta (0,8% QoQ), sustentada pelos serviços de TI, com este subsetor acumulando alta de 12,5% no ano.
- Enquanto isso, os serviços prestados às famílias permaneceram praticamente estáveis em outubro (0,1% MoM; 0,3% YoY), com resultados fracos no componente de serviços de alimentação e bebidas, em parte devido a casos de intoxicação por metanol associados a bebidas alcoólicas.
- No geral, o setor de serviços continua em tendência de alta, demonstrando sua resiliência e deve continuar impulsionando a economia doméstica.

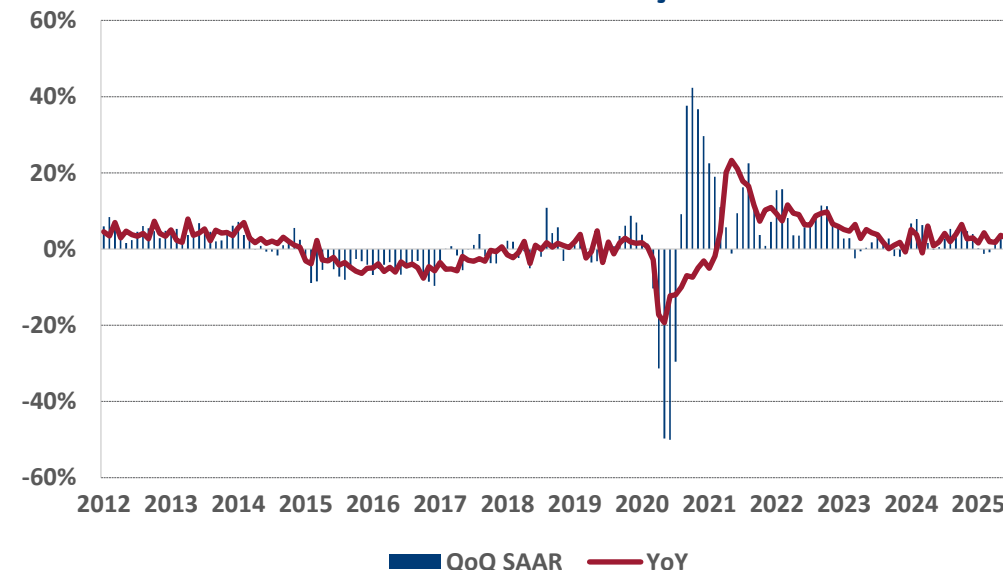
Setor de Serviços SA (jan/20=100)



Setor de Serviços SA



Setor de Serviços



A taxa de desemprego caiu para 5,2% no trimestre até novembro, levemente abaixo das expectativas.

Com ajuste sazonal, o indicador caiu de 5,5% para 5,1%, permanecendo em um nível historicamente baixo.

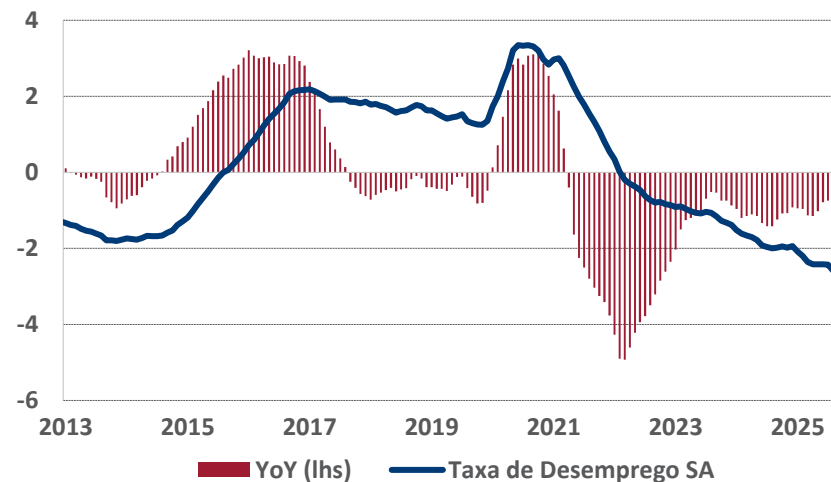
O emprego total aumentou 0,8% MoM, ficando em 102,8 milhões, adicionalmente a força de trabalho aumentou em 0,2% MoM, refletindo um cenário de mercado de trabalho ainda apertado.

A taxa de participação na força de trabalho se manteve em 62,0%, ainda consideravelmente abaixo dos níveis pré-pandêmicos de 63,5%.

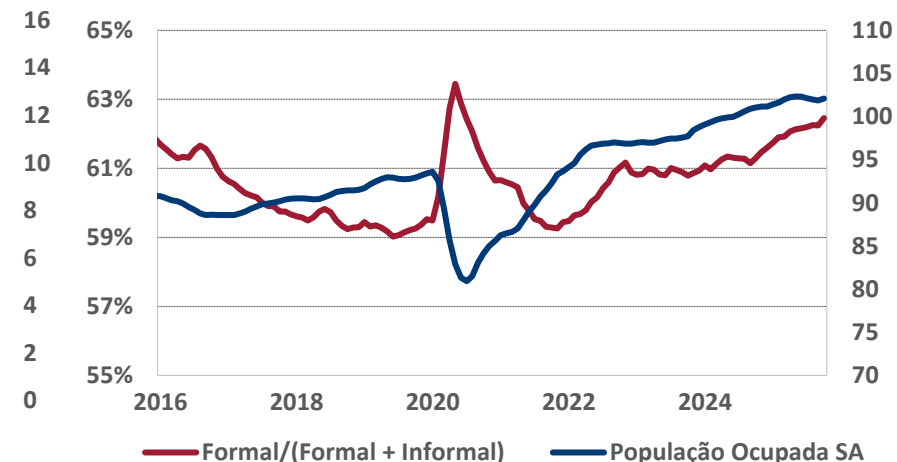
O salário real médio aumentou 0,7% em relação ao mês anterior, permanecendo na trajetória de alta.

Consequentemente, a renda real agregada do trabalho aumentou 1,4% em relação ao mês anterior, permanecendo em níveis historicamente elevados.

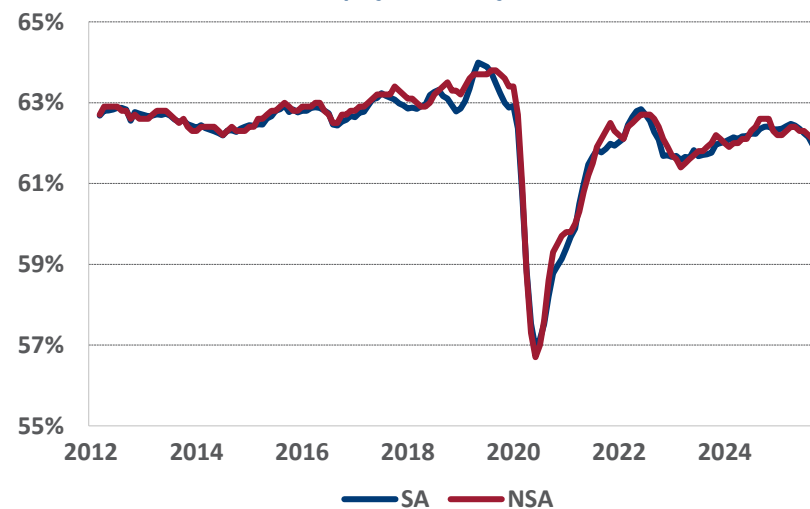
Brasil - Taxa de desemprego



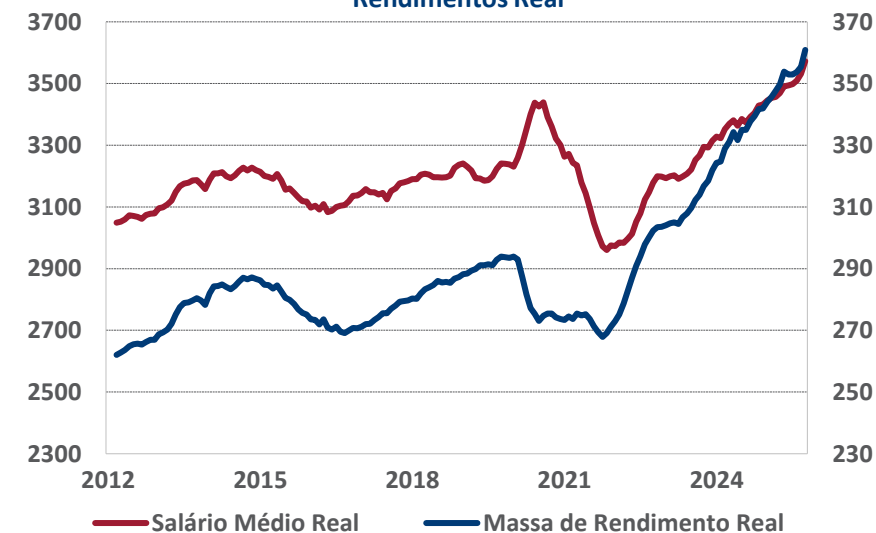
Brasil - Nível de Emprego SA



Brasil - Participação na força de trabalho

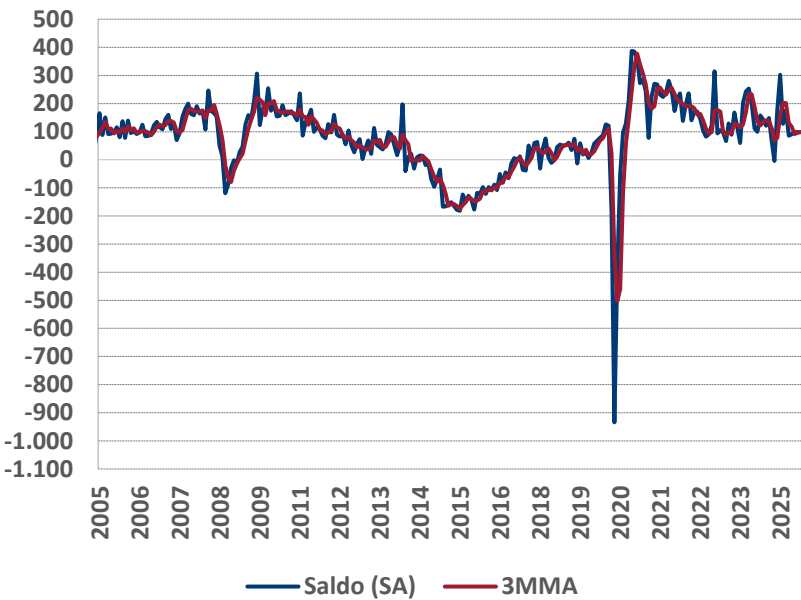


Brasil - Salário Médio e Massa de Rendimentos Real

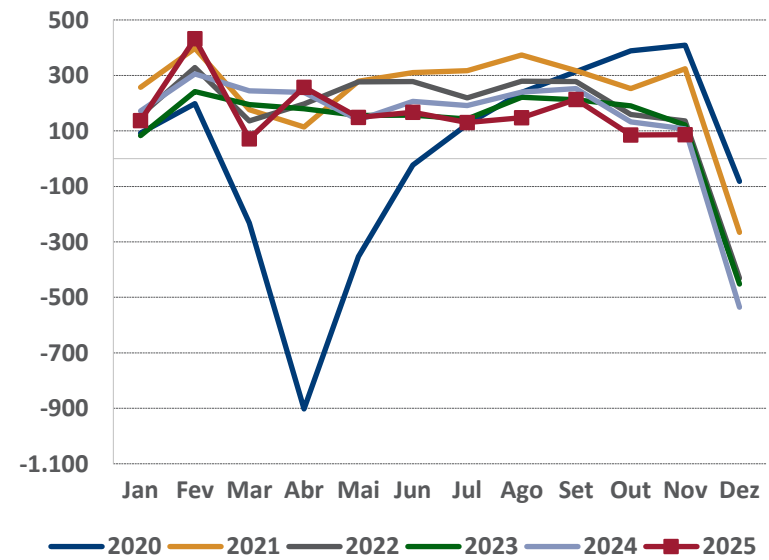


- O CAGED registrou criação líquida de 85 mil empregos formais em novembro, acima das expectativas do mercado (76,6 mil).
- Houve criação líquida de 1,875 milhão de ocupações de janeiro a novembro de 2025.
- O acumulado de 12 meses atingiu 1,340 milhão de empregos.
- O mercado de trabalho formal continua forte, apesar de significativas flutuações mensais.

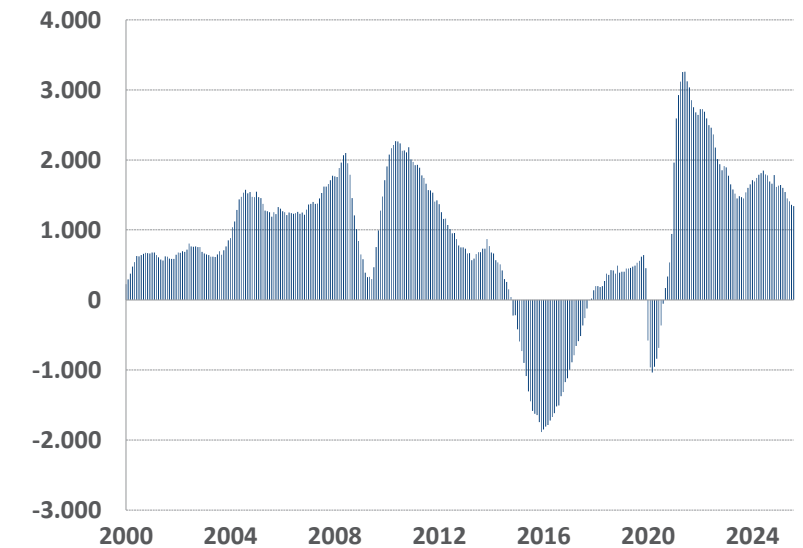
CAGED: Saldo de Empregos (SA, Milhares)



CAGED - Saldo de Empregos (Milhares)



CAGED - Saldo de Emprego 12 meses (Milhares)



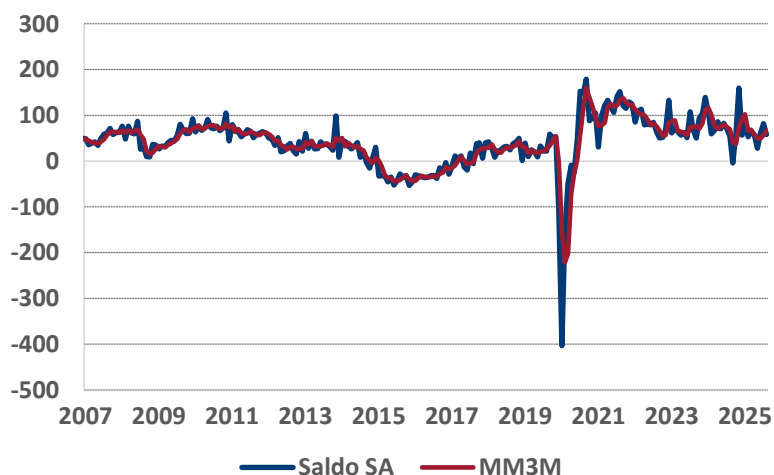
Brasil: Mercado de Trabalho Formal

- A criação de empregos formais superou as expectativas, apesar de uma composição mista.
- O setor terciário continua resiliente, apesar de mais fraco. O aumento líquido no setor de serviços totalizou 58 mil empregos em novembro, abaixo dos 81 mil em outubro.
- Os setores do varejo registrou desaceleração (de 7 mil para -3 mil), enquanto a indústria ficou estável (em -4 mil) e a construção civil acelerou (de 7 mil para 9 mil).

Brasil - Criação Líquida de Empregos no Comércio (SA)



Brasil - Criação Líquida de Empregos nos Serviços (SA)



Brasil - Criação Líquida de Empregos na Indústria (SA)

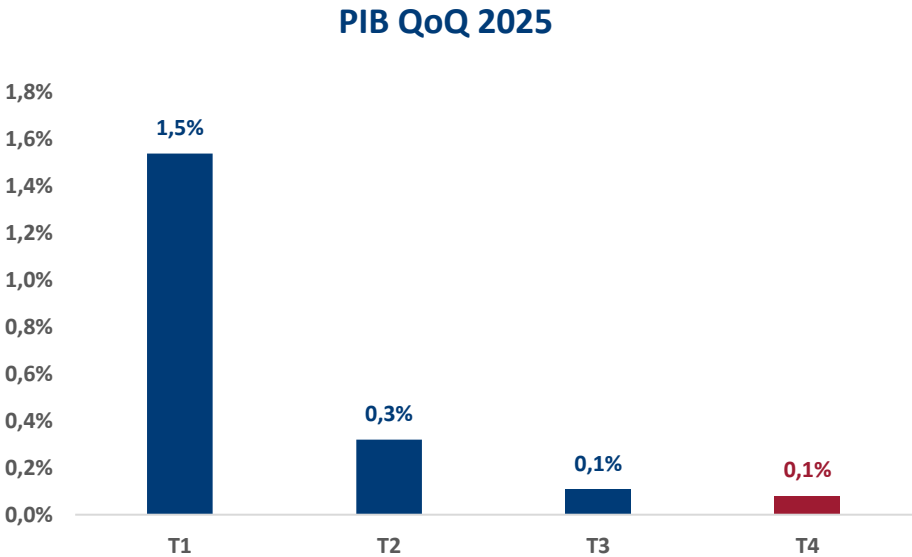


Brasil - Criação Líquida de Empregos na Construção (SA)



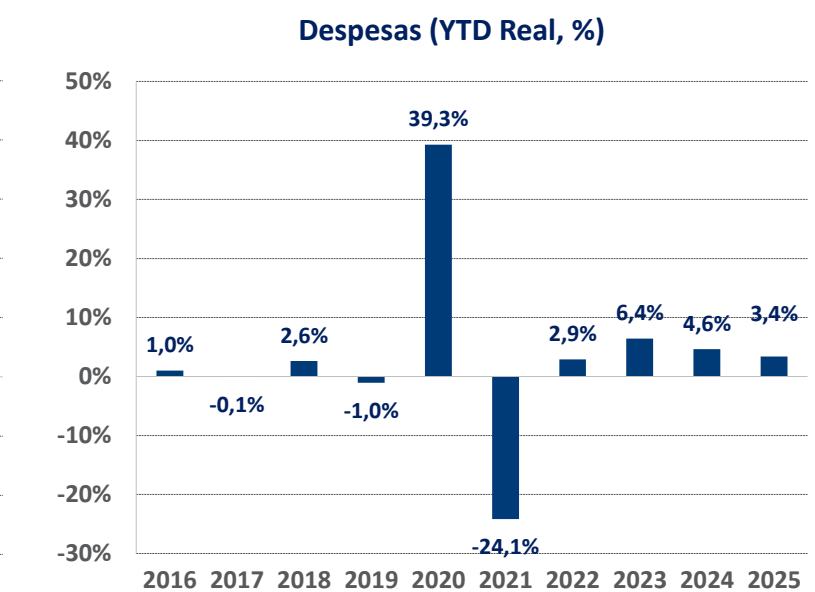
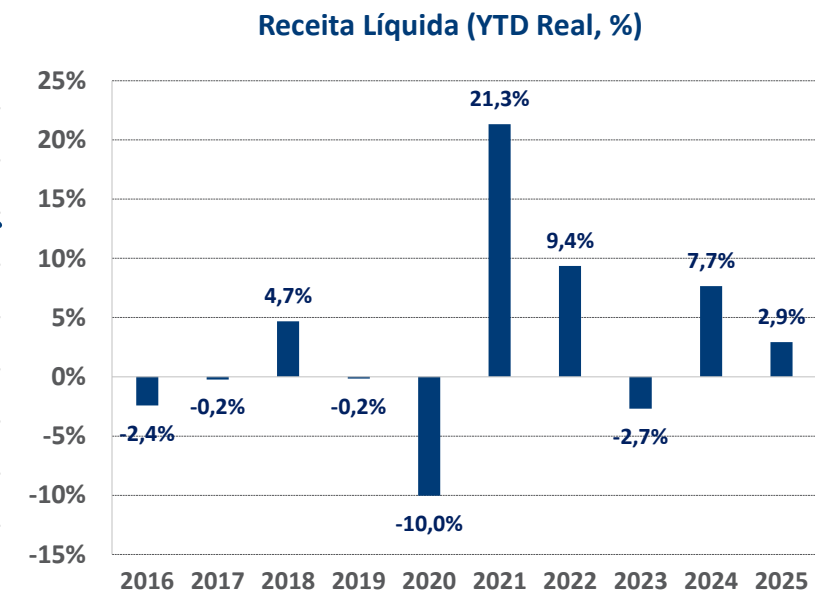
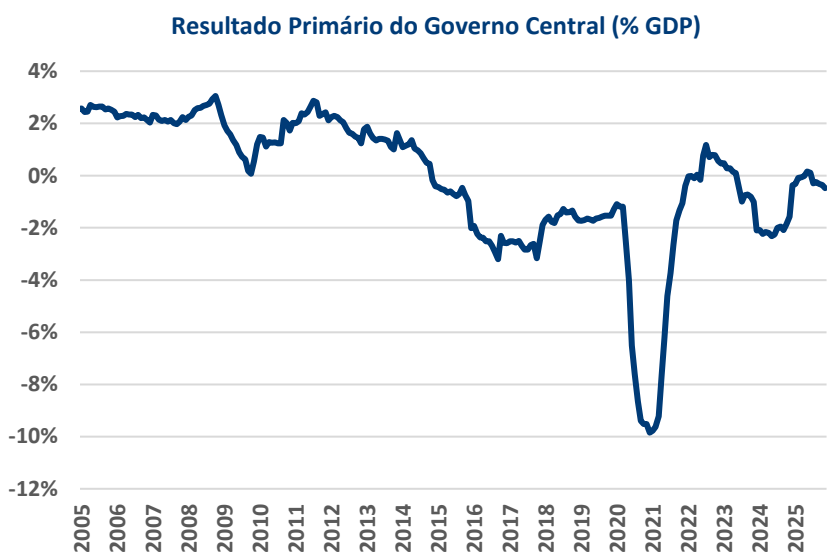
- Nossa projeção para o crescimento do PIB em 2025 foi mantida em 2,3%.
- Destaca-se a forte desaceleração da atividade econômica ao longo do ano e as importantes contribuições do setores menos cíclicos para o crescimento em 2025 (agropecuária, extrativa e seus efeitos de transbordamento em outras atividades, como transportes)
- Para 2026, mantivemos nossa projeção em 1,7%, que incorpora as 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

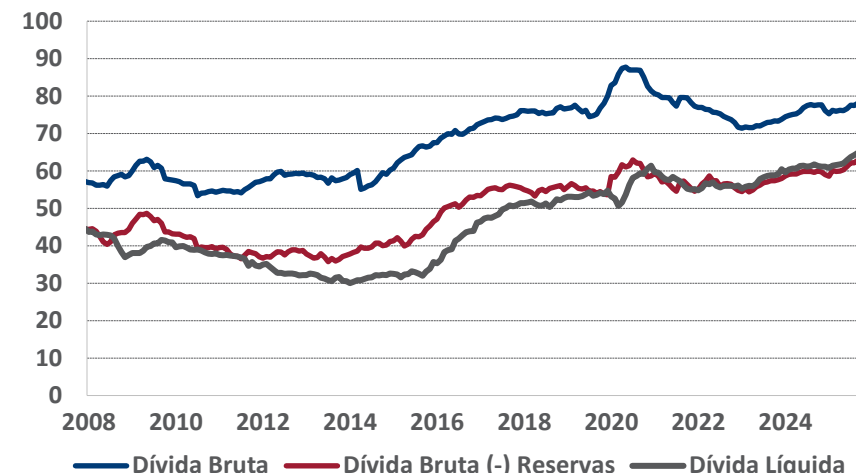
- O resultado primário do governo central registrou um déficit de BRL 20,2 bilhões em novembro, abaixo do consenso de mercado (déficit de BRL 12,9 bilhões).
- A receita líquida caiu 4,8% ano a ano em termos reais. A receita administrada pela RFB aumentou 5,2%, impulsionada por aumentos no imposto de renda (5,9%), principalmente relacionados aos rendimentos do trabalho e impostos corporativos, e no IOF (41,4%) devido ao aumento da alíquota implementado há alguns meses. As contribuições para a previdência social cresceram 6,9%, indicando um mercado de trabalho ainda sólido. Por outro lado, a receita não administrada pela RFB (receita não tributária) diminuiu 52,5% devido à queda de 84,5% nos dividendos e participações acionárias. A redução é explicada pelo substancial ingresso de dividendos do BNDES em 2024 sem nenhum evento semelhante neste ano.
- A despesa total aumentou 4,0% ano a ano em novembro. A variação foi impulsionada pelas despesas discricionárias, que cresceram 27,3% devido à maior execução das emendas parlamentares e aos gastos com saúde e educação. Outros fatores que contribuíram para o crescimento da despesa incluem os benefícios previdenciários (3,9%) e o BPC/LOAS (6,6%).
- De forma geral, o aumento das despesas discricionárias e a redução das receitas extraordinárias levaram a um pior resultado primário em novembro.



Brasil: Resultado Primário do Setor Público

- O setor público consolidado registrou superávit primário de BRL 14,4 bilhões em novembro, em linha com o consenso de mercado (BRL 14,3 bilhões).
- Na desagregação, o governo central e as empresas estatais (SOEs) registraram déficits de R\$ 16,9 bilhões e R\$ 2,9 bilhões, respectivamente, enquanto os governos regionais apresentaram superávit de R\$ 5,3 bilhões.
- A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) elevou-se para 79,0% do PIB, com os juros nominais (+0,7 p.p.) sendo o principal fator de alta, ao passo que o crescimento do PIB nominal (-0,4 p.p.) compensou parcialmente esse movimento.
- De modo geral, o desempenho dos entes regionais sustentou o equilíbrio do setor público em novembro, embora persistam preocupações em relação à dívida pública.

Dívida do Setor Público (%PIB)



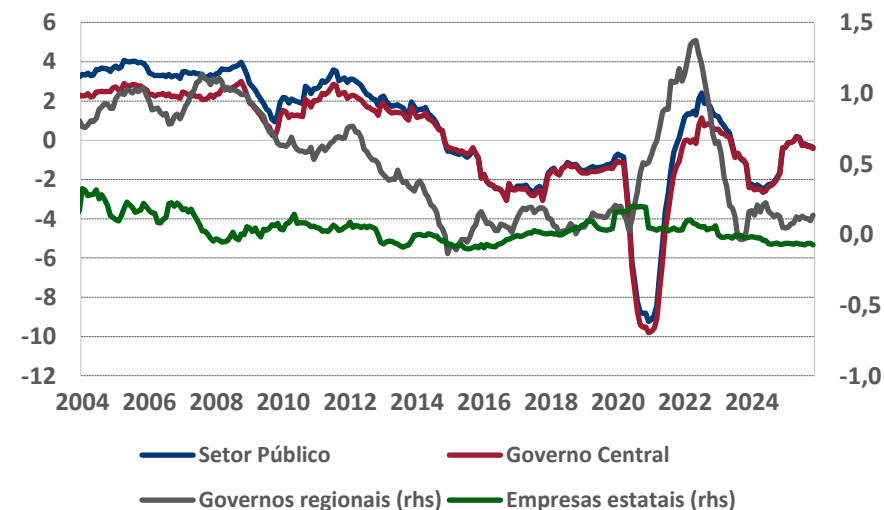
Resultado Primário: Setor Público (% PIB 12M)



Resultado Primário: Governo Central (% PIB 12M)



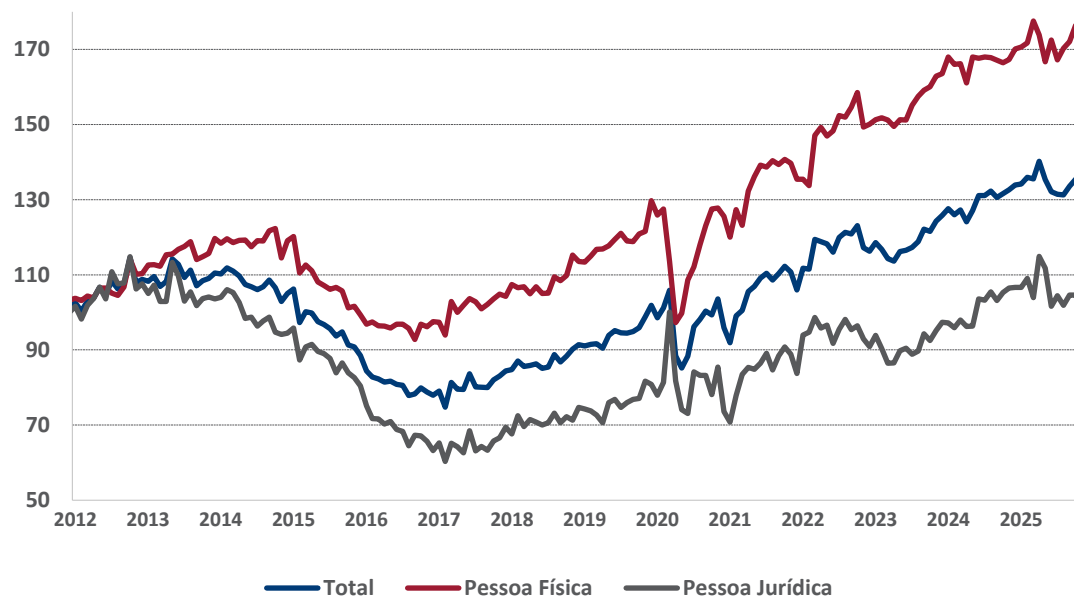
Resultado Primário: Governos Subnacionais e Empresas Estatais (% PIB)



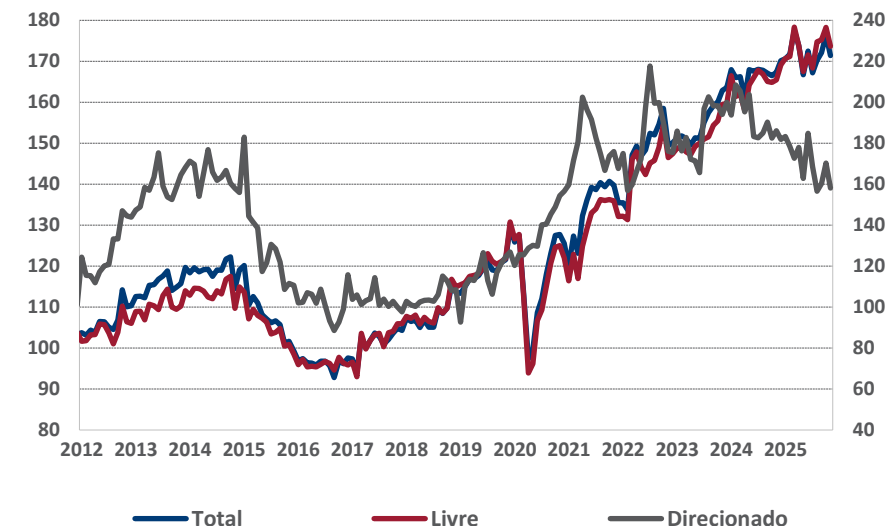
Brasil: Estatísticas de Crédito

- Em Novembro, o total de concessões de crédito diminuiu -3,0% MoM em termos reais, depois de subir 1,4% no último mês.
- As concessões de crédito livre diminuíram 2,6% MoM em termos reais para famílias e caíram 4,5% para empresas na comparação mensal.
- Em suma, após a forte recuperação observada em outubro, os volumes de crédito desaceleraram em novembro, conforme esperado, enquanto uma leve melhora na inadimplência sugere alguma normalização dos atrasos. Ainda assim, o elevado comprometimento da renda com serviço da dívida e perspectivas mais fracas para a renda mantêm os riscos negativos para 2026 no radar.

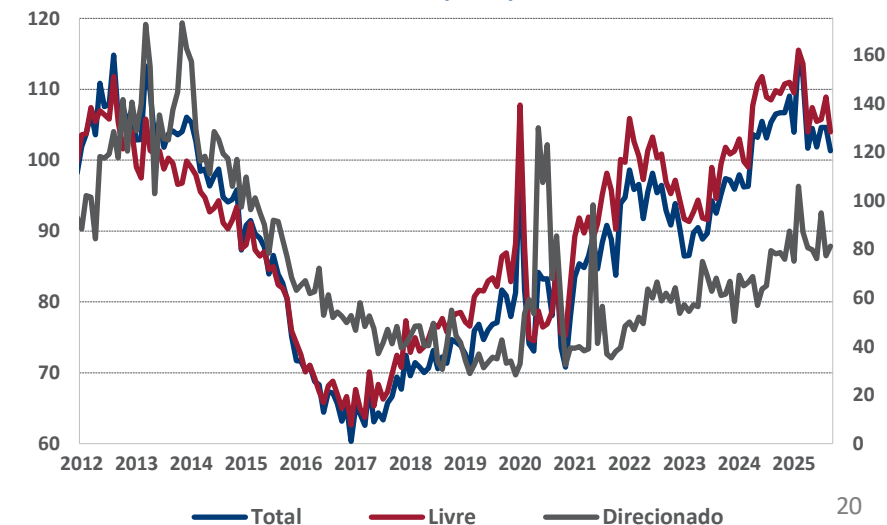
Concessões de Crédito SA (Real) - mar/11 = 100



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

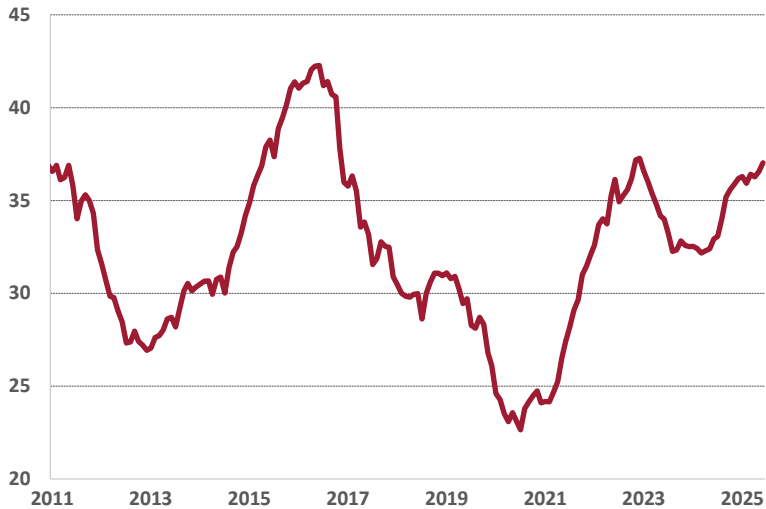


Concessões - PJ SA (Real) - Mar/11 = 100



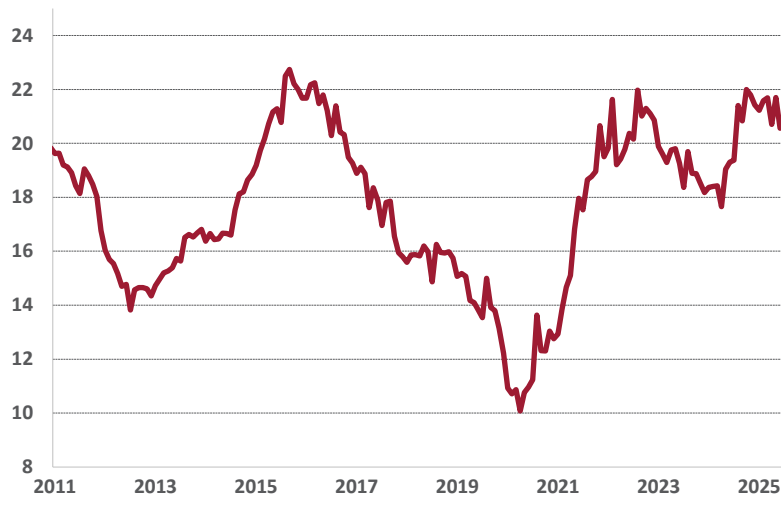
- As taxas juros aumentaram marginalmente, permanecendo em níveis elevados para as famílias, passando de 36,6% em outubro para 37,0% em Outubro, enquanto para as empresas, as taxas recuaram de 21,7% para 20,6%.
- Por sua vez, a inadimplência dos empréstimos livres para as famílias caiu para 6,4% de 6,7% em Outubro; Adicionalmente, para as empresas recuou para 2,9% de 3,3%.

Taxa média de juros - Pessoas físicas (%)

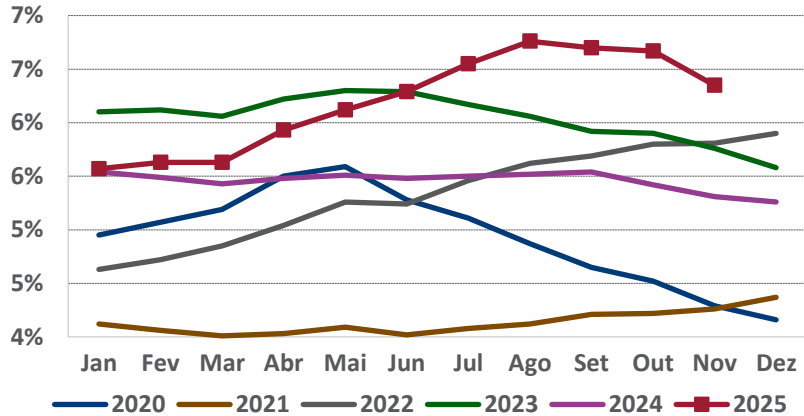


Fonte: BOCOM BBM , BCB

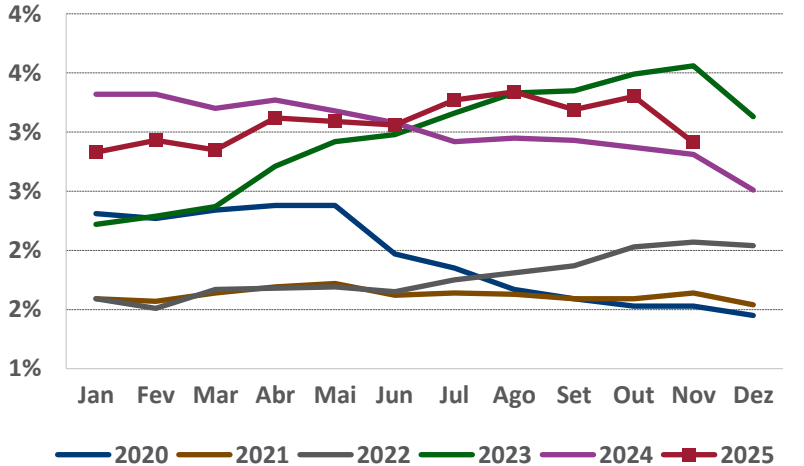
Taxa média de juros - Pessoas jurídica (%)



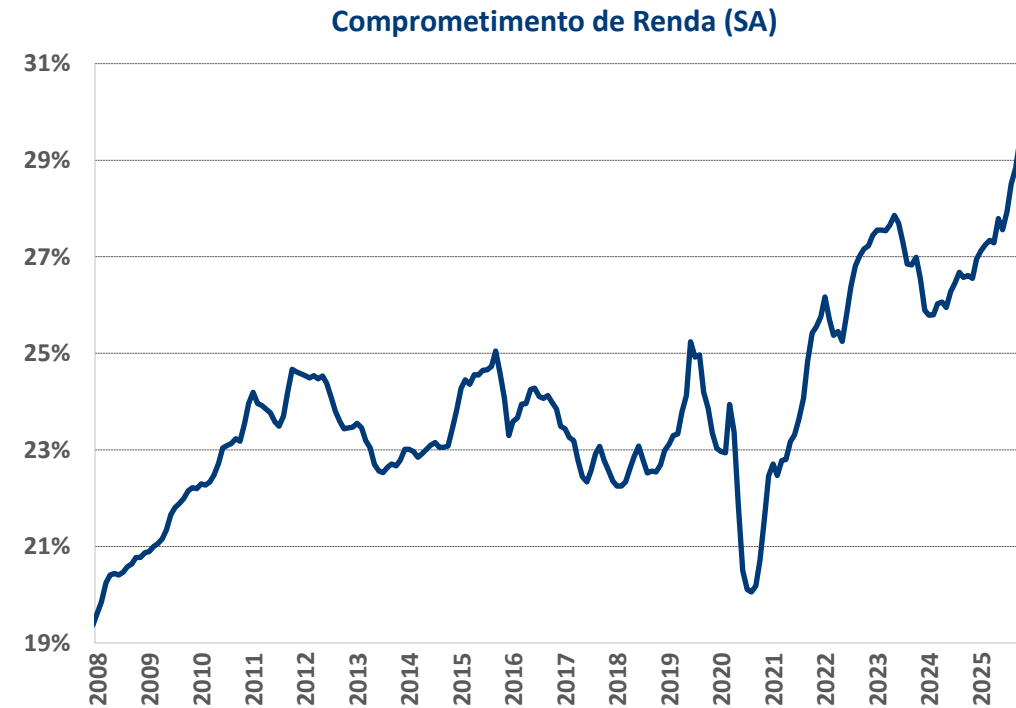
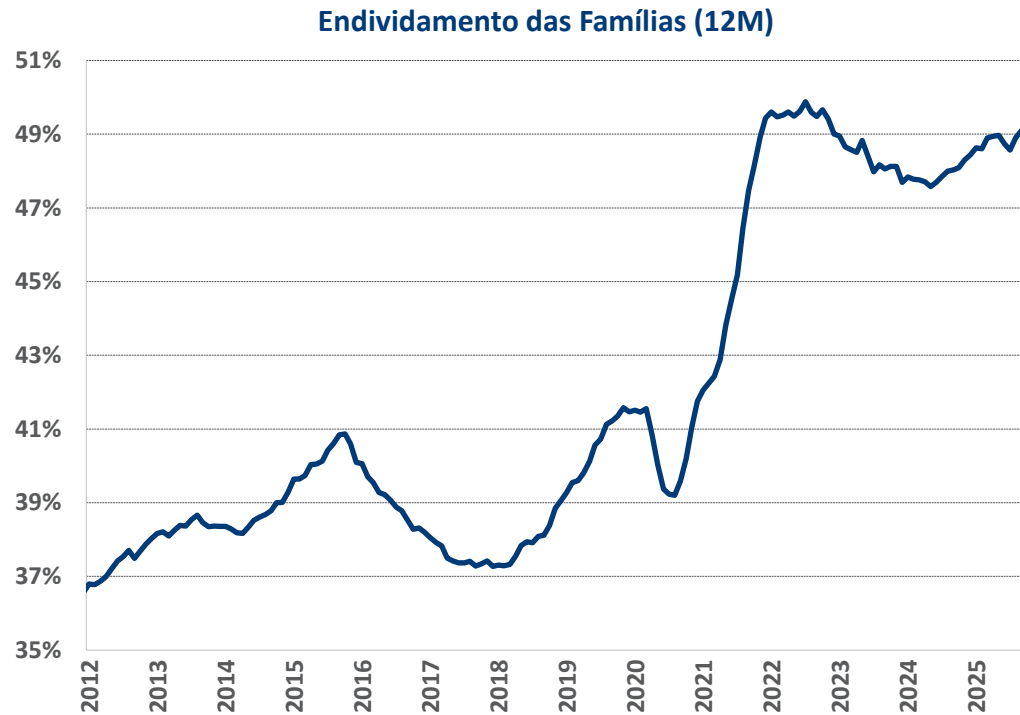
Taxa de Inadimplência com recursos livres - Pessoa Física (%)



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



- O endividamento das famílias continua alto, avançando para 49,3% em outubro.
- Enquanto isso, o comprometimento da renda aumentou marginalmente para um nível ajustado sazonalmente de 29,4% em outubro, de 28,8% em setembro.
- As condições de crédito permanecem restritivas, enquanto o endividamento das famílias e o comprometimento da renda com serviço da dívida continuam em trajetória de alta.



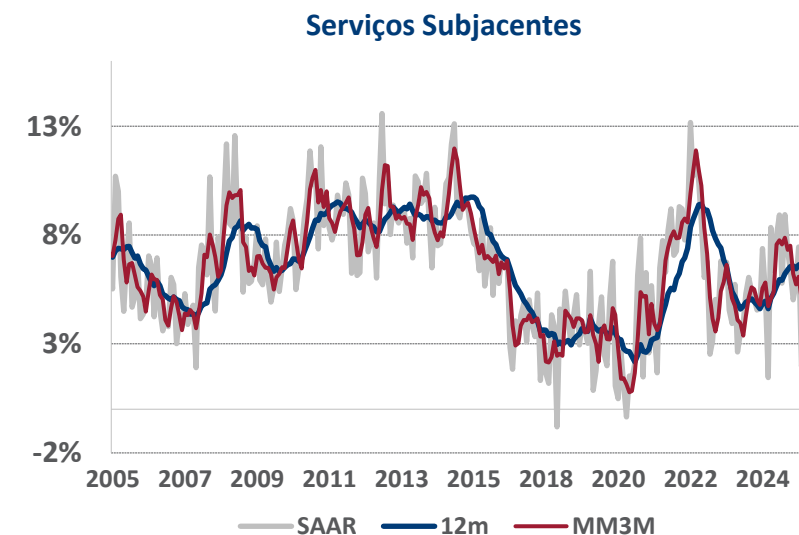
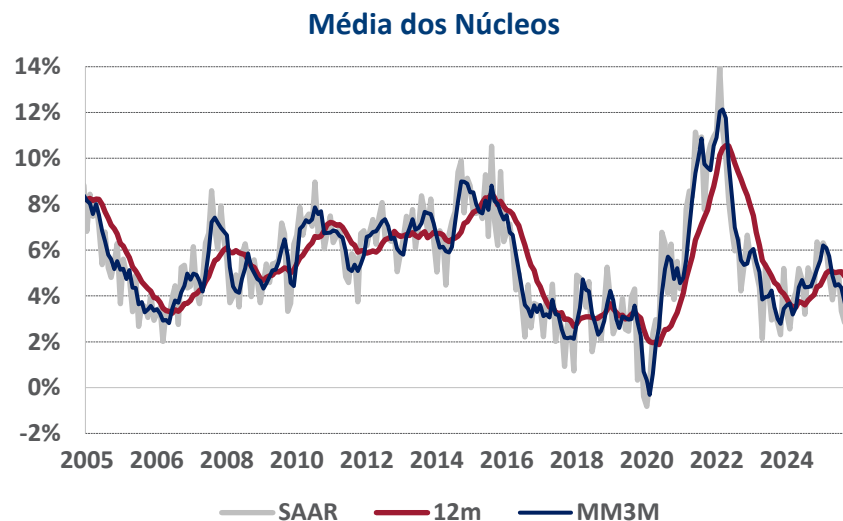
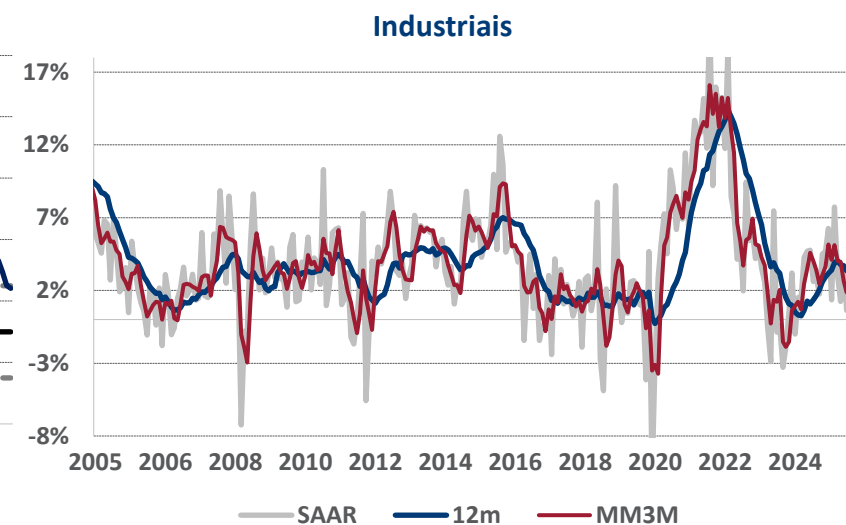
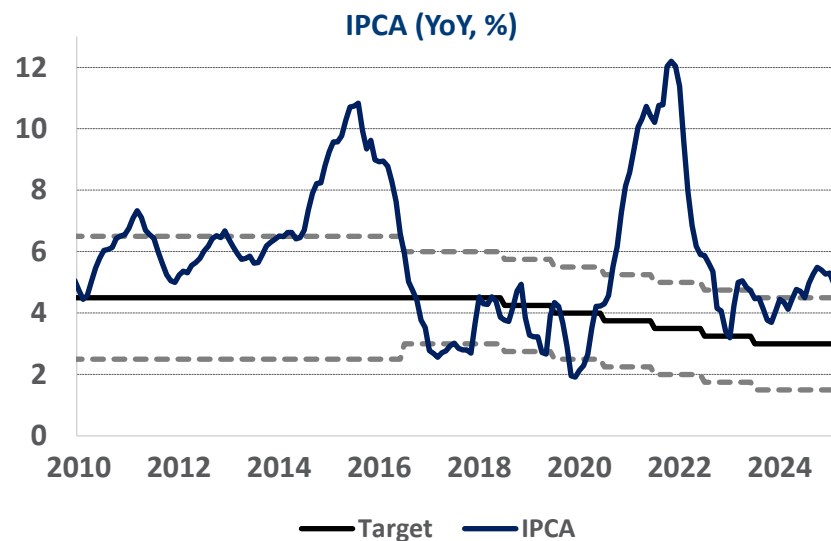
Brasil: Inflação 2025

O IPCA-15 de novembro subiu 0,25% MoM, em linha com as expectativas do mercado. O acumulado de 12 meses desacelerou de 4,50% em Novembro para 4,41% em dezembro.

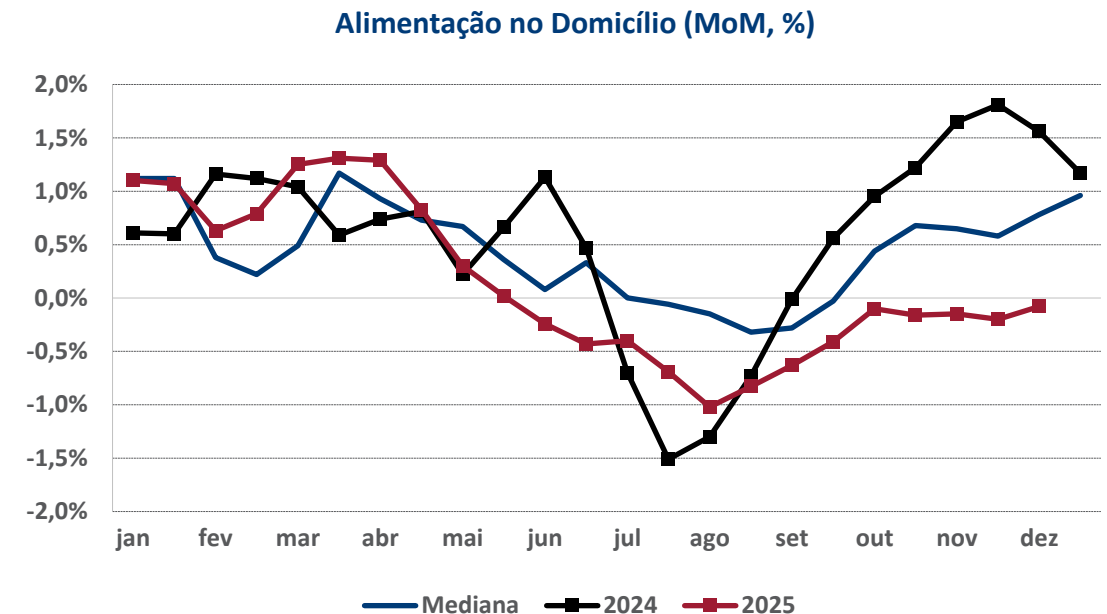
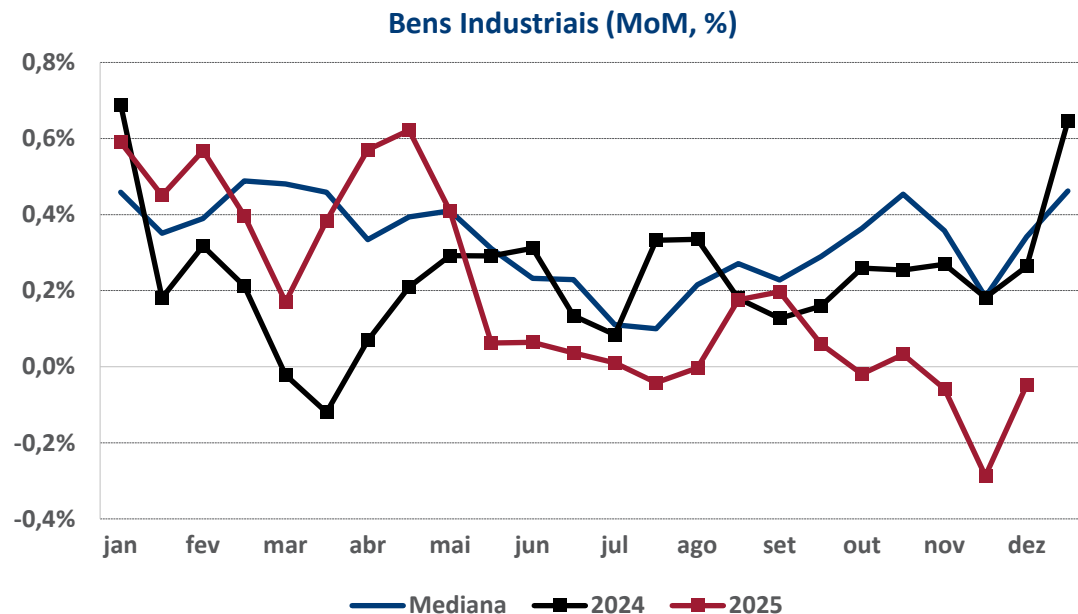
A principal surpresa altista veio de passagens aéreas e hospedagem, enquanto itens de higiene pessoal surpreenderam para baixo.

O núcleo de serviços avançou 0,52% MoM, em linha com as projeções, e o SAAR 3M aumentou de 4,4% para 5,7%.

A média dos núcleos de inflação aumentou 0,32% MoM, com seu SAAR 3M em 3,5%.



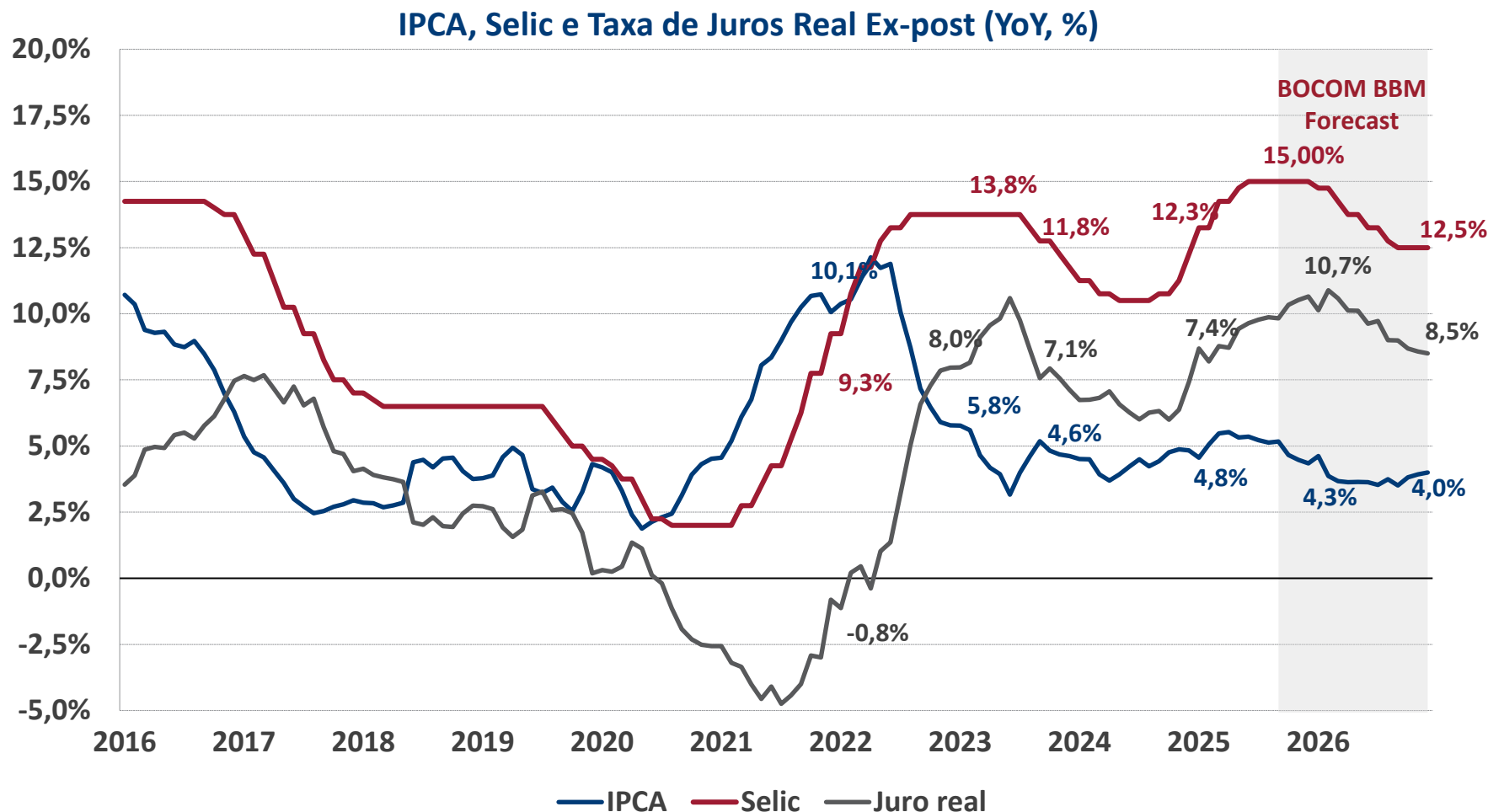
- Os bens industriais recuaram 0,05%, marginalmente abaixo das estimativas, enquanto o SAAR 3M ficou em 0,6% em Dezembro.
- Os preços dos alimentos diminuíram 0,08% no mês, acima das expectativas. Foi a sexta deflação consecutiva.
- Tendências benignas em alimentos e bens industriais, juntamente com medidas de núcleo relativamente estáveis, apontam para uma perspectiva favorável para a inflação.



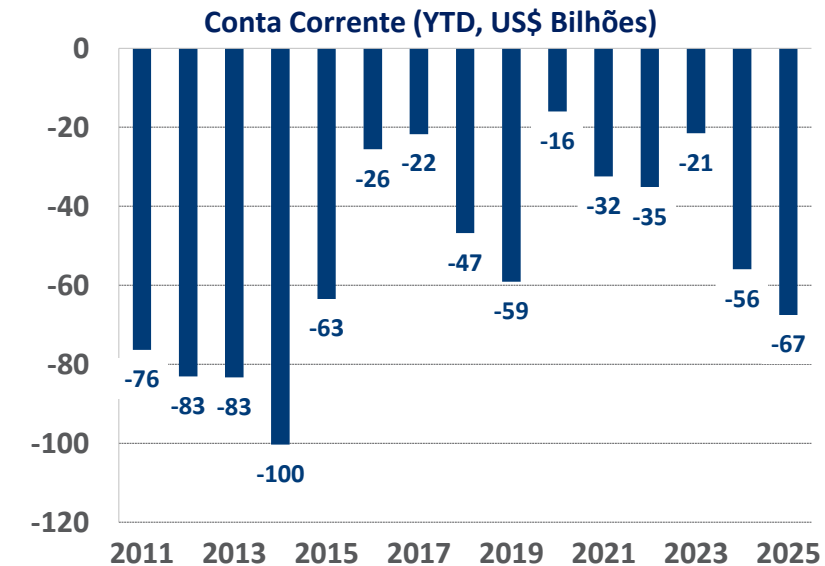
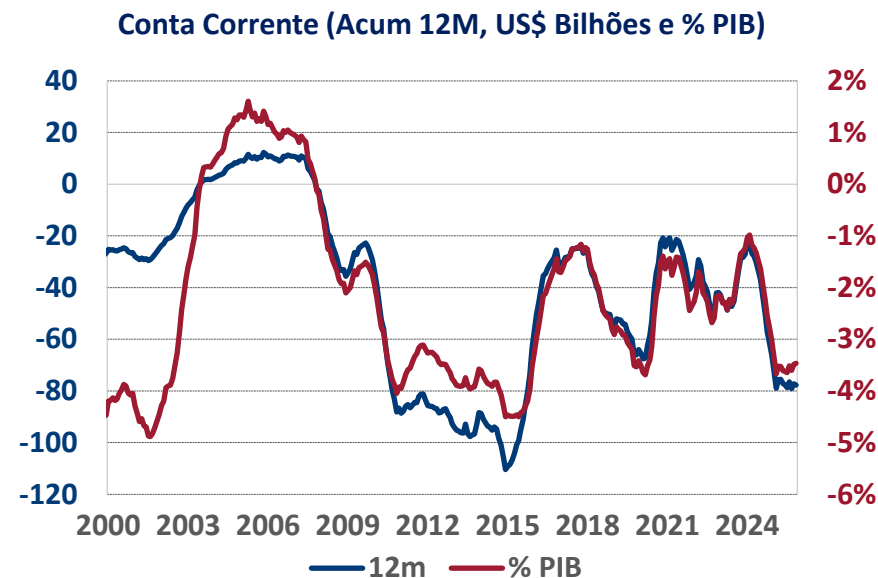
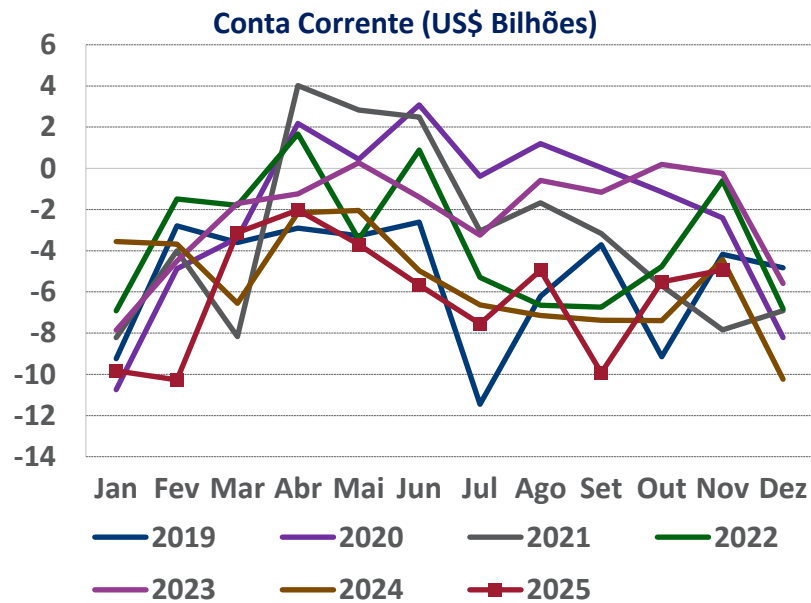
Projetamos que a inflação encerre o ano em 4,3% e recue para 4,0% em 2026, com redução gradual de bens industriais e serviços

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

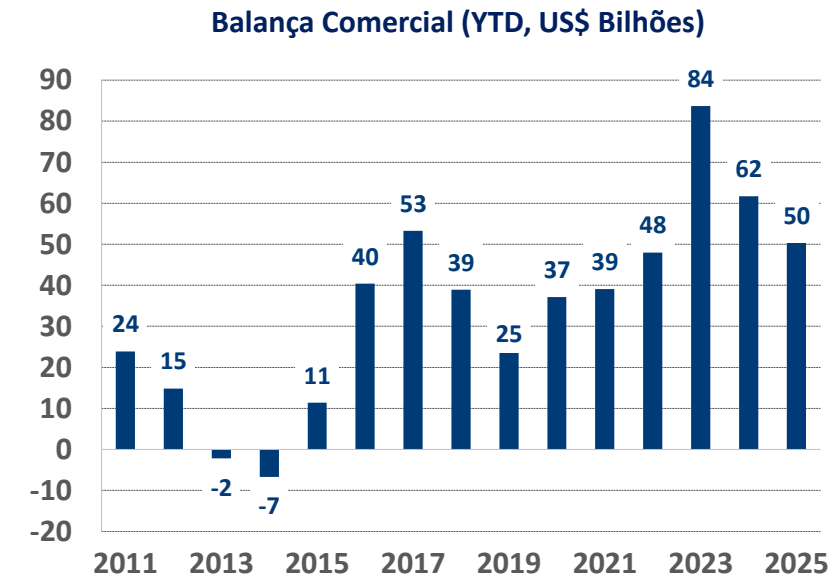
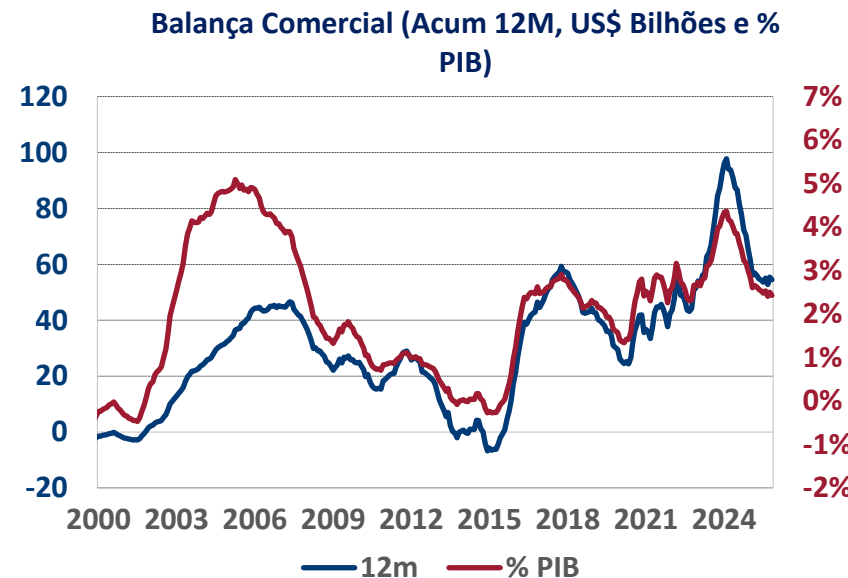
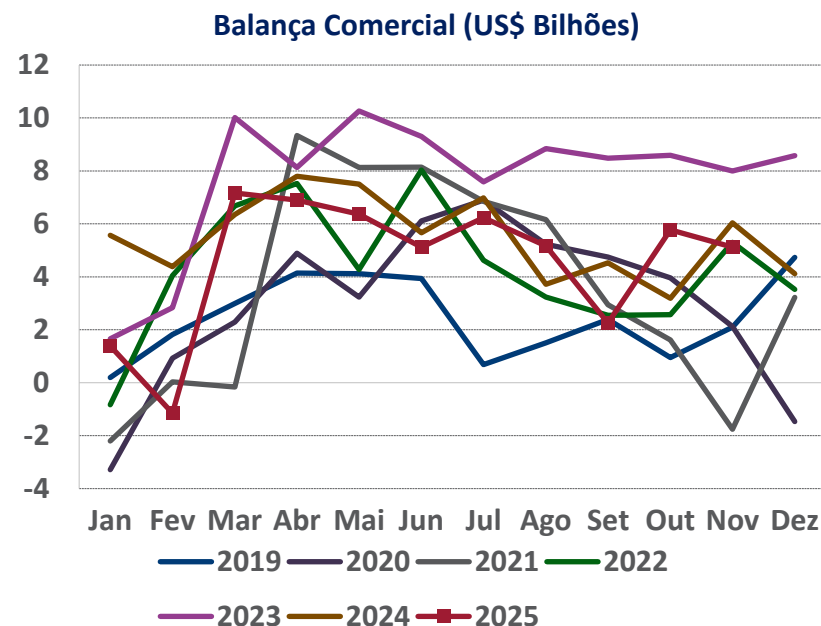
Na reunião de dezembro, o COPOM manteve a taxa Selic em 15% ao ano, como era amplamente esperado, e houve mudanças mínimas na comunicação. Havia alguma expectativa de que o Banco Central removesse a indicação de que as taxas poderiam ser ajustadas ainda mais, se necessário. Em vez disso, o Banco Central manteve essa mensagem, observando que isso é usual na condução da política monetária. A projeção de inflação do BCB para seis trimestres à frente era de 3,2% no segundo trimestre de 2027, em um cenário em que as taxas permanecem em 15% até o final de 2025, atingem 12,25% em 2026 e 10,5% em 2027. Em contraste, a ata do COPOM teve um tom mais moderado, destacando um cenário externo menos incerto, sinais de arrefecimento na atividade e no mercado de trabalho, e reconhecendo a desaceleração da inflação. No geral, a ata abre caminho para o início de um ciclo de cortes de juros, condicionado à evolução dos dados econômicos. A menos que haja surpresas significativas nos dados econômicos ou uma depreciação cambial considerável, acreditamos que o início do ciclo de flexibilização monetária em janeiro seja atualmente o cenário mais provável.



- A conta corrente brasileira registrou um déficit de USD 4,9 bilhões em Novembro de 2025, em linha com as expectativas do mercado (USD -4,7 bilhões).
- Em base móvel de 12 meses, o déficit aumentou marginalmente para USD 77,7 bilhões (3,47% do PIB) de USD 77,2 bilhões (3,49% do PIB) em Outubro.
- No geral, a recente moderação do déficit em conta corrente reflete a melhora do superávit comercial e a desaceleração gradual das despesas líquidas com serviços, enquanto o bom desempenho das exportações e os sólidos fluxos de IED ajudaram a compensar importações ainda elevadas e saídas de renda primária.

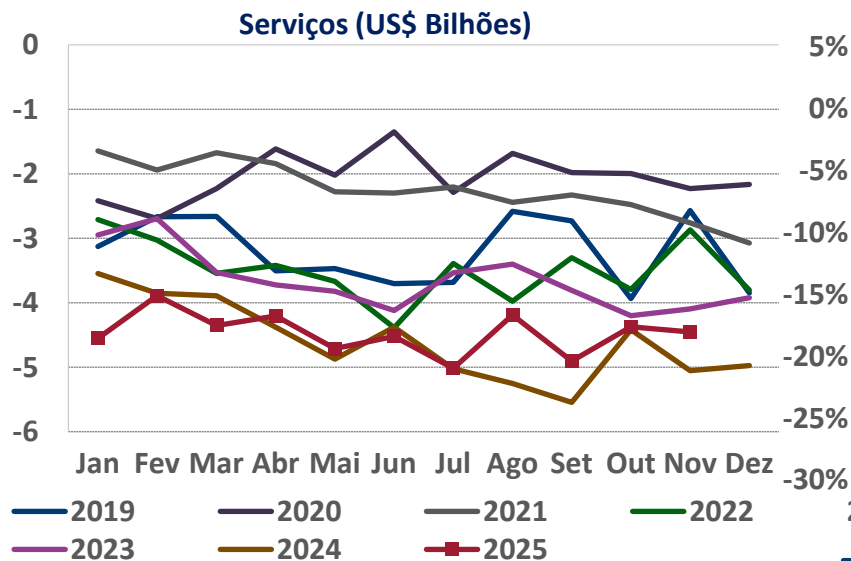
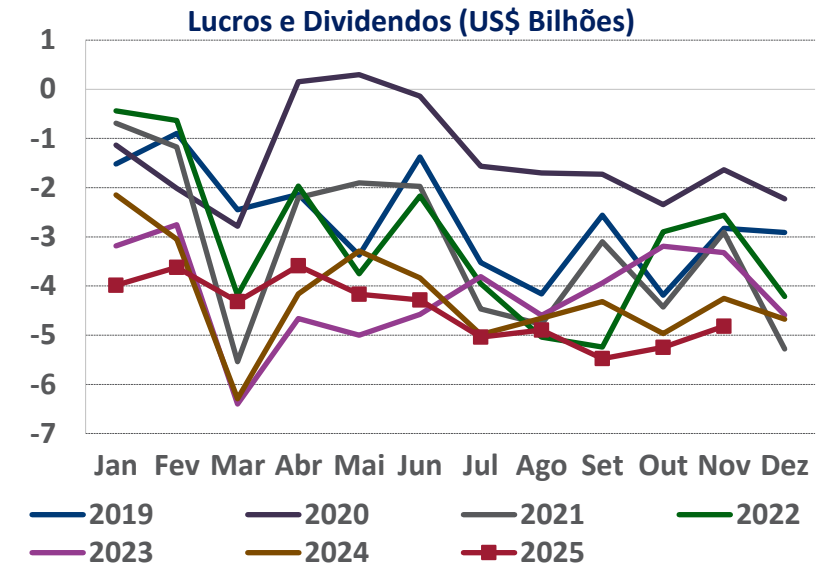


- A balança comercial registrou um superávit de USD 5,1 bilhões, abaixo do superávit de USD 6,0 bilhões registrado um ano antes em novembro de 2024.
- As exportações atingiram USD 32,1 bilhões (2,3% YoY), enquanto as importações totalizaram USD 23,6 bilhões (7,1% YoY). O desempenho das exportações tem permanecido sólido nos últimos meses. Por sua vez, as importações parecem ter se estabilizado em patamares historicamente elevados, mantendo o superávit comercial sob pressão.
- Em base móvel de 12 meses, o superávit comercial diminuiu para USD 54,5 bilhões, de USD 55,4 bilhões em Outubro.

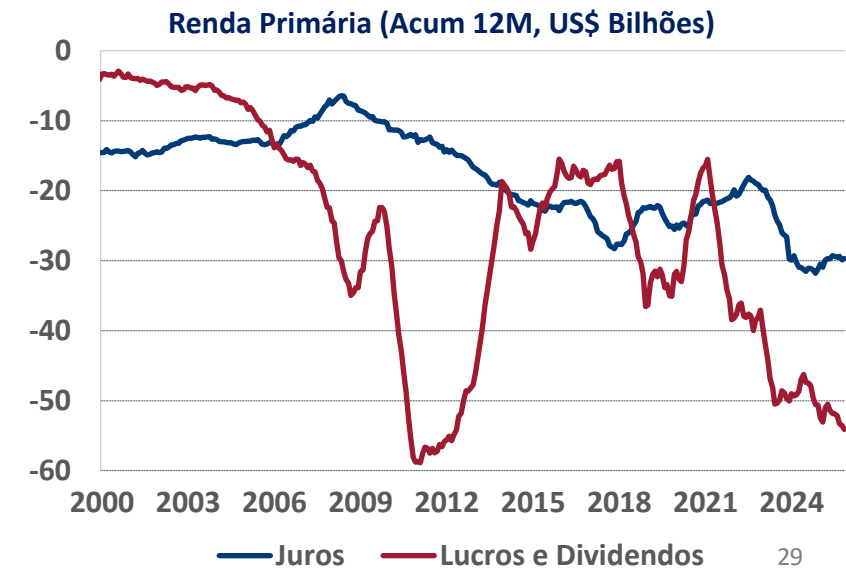
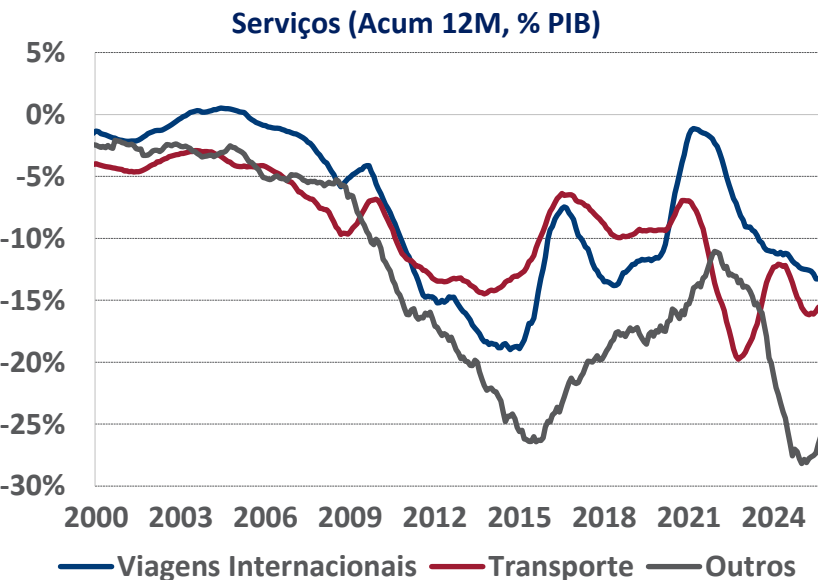


Brasil: Balanço de Pagamentos

- O déficit de serviços foi de US\$ 4,5 bilhões em Novembro, abaixo do déficit de US\$ 5,0 bilhões observado no mesmo período do ano passado. Em base móvel de 12 meses, o déficit de serviços atingiu US\$ 54,1 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\$ 0,8 bilhão, respectivamente.
- Além disso, a conta de “Serviços Pessoais, Culturais e Recreativos” registrou um superávit de US\$ 36,1 milhões em Novembro de 2025, desacelerando em relação ao superávit de US\$ 88,5 milhões em Outubro de 2025.

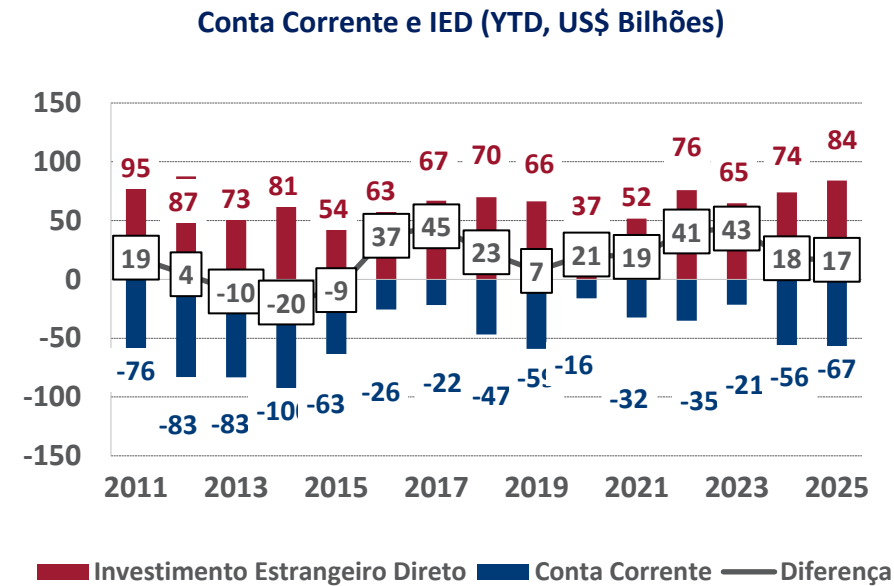
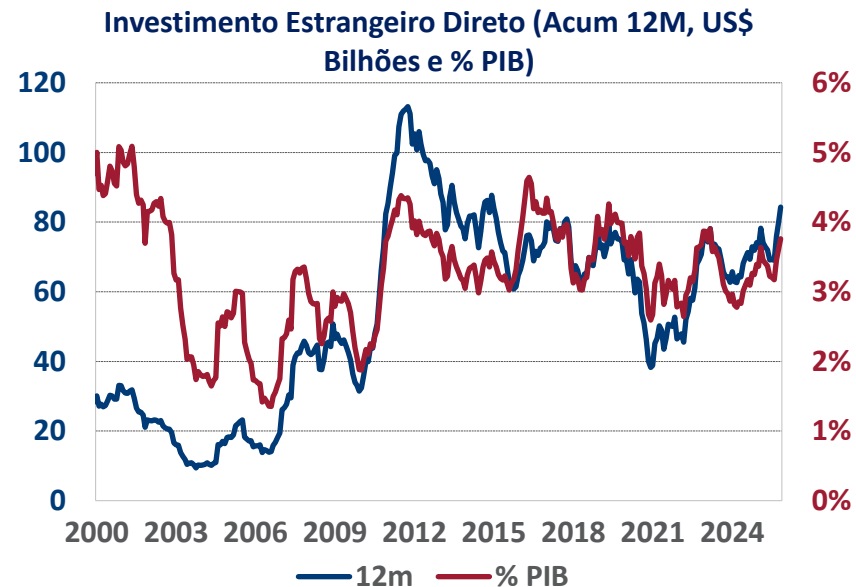
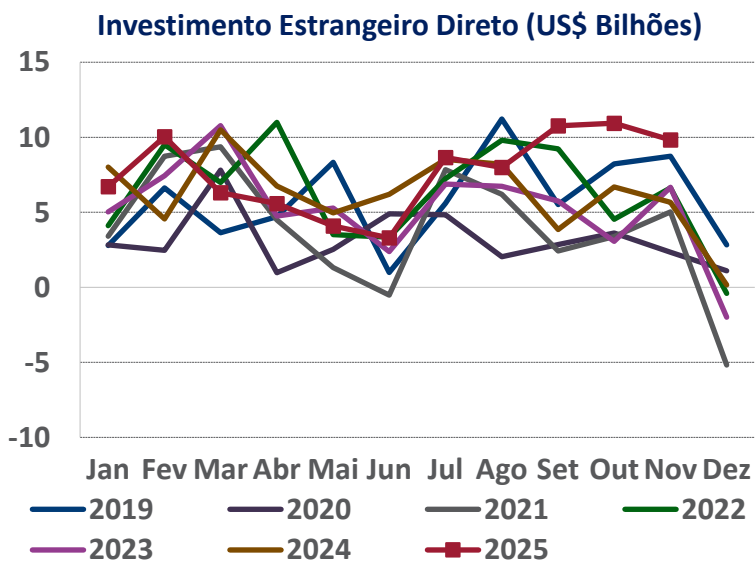


Fonte: BOCOM BBM, BCB



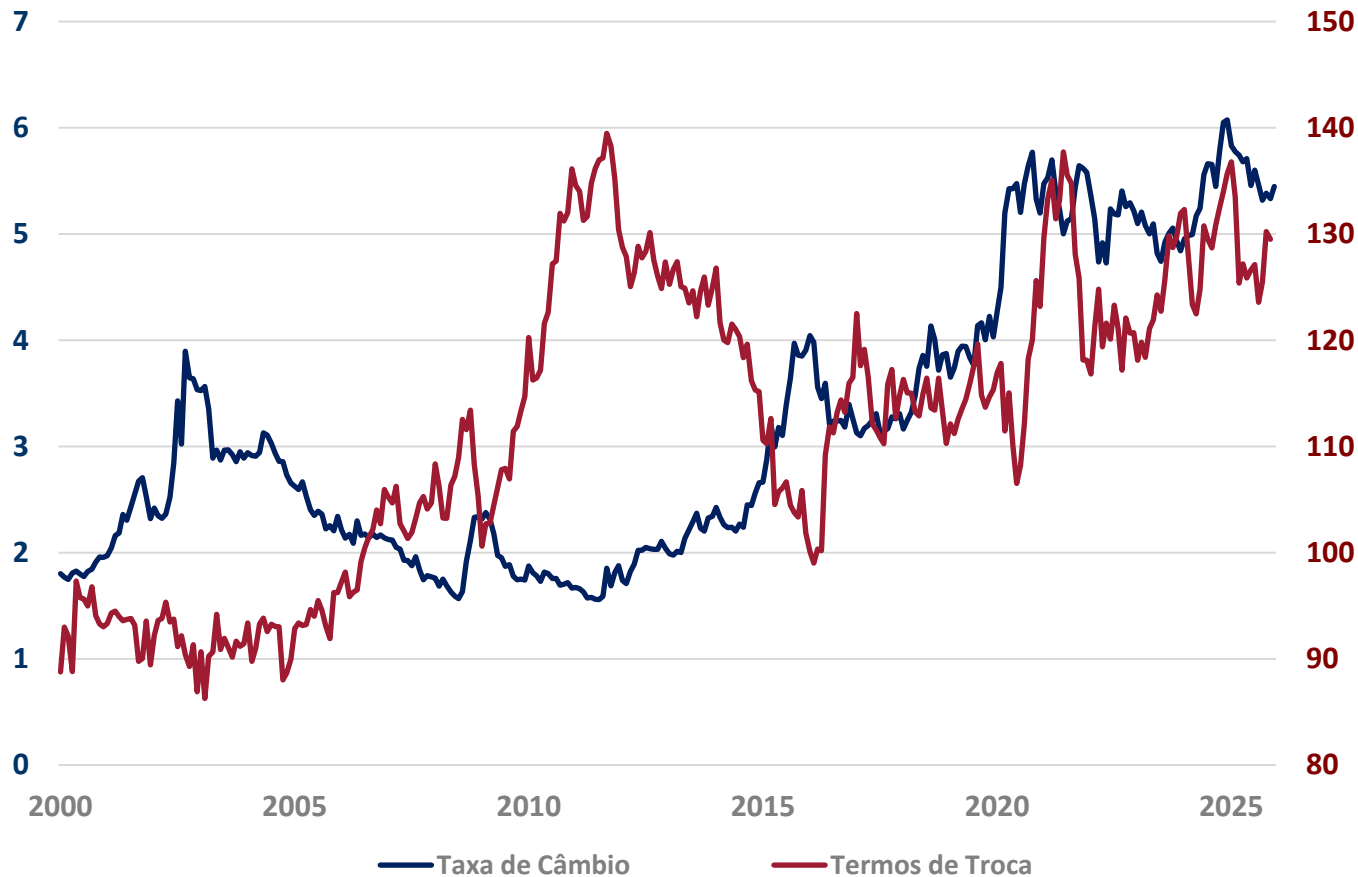
Brasil: Balanço de Pagamentos

- O Investimento Estrangeiro Direto (IED) registrou entradas líquidas de US\$ 9,8 bilhões em Novembro, acima do consenso do mercado de US\$ 6,5 bilhões.
- Em base móvel de 12 meses, os influxos de IED atingiram US\$ 84,3 bilhões (3,76% do PIB), ante US\$ 80,1 bilhões registrados em Outubro.

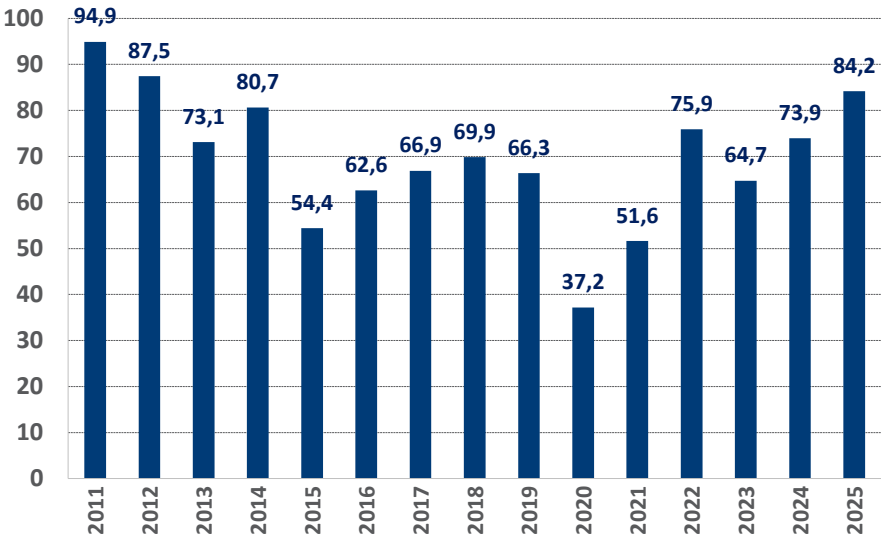


Em dezembro, o real brasileiro depreciou de R\$5,33 para cerca de R\$5,45 em relação ao dólar americano, Em termos líquidos, o desempenho da moeda brasileira neste último mês reflete principalmente o aumento da incerteza política doméstica. No cenário internacional, o sentimento de risco se deteriorou, com aumento da aversão diante das tensões entre Estados Unidos e Venezuela. No âmbito doméstico, o elevado diferencial de juros, com a Selic em 15%, continuou a sustentar alguma resiliência do real, mas a volatilidade aumentou após o anúncio da pré-candidatura de Flávio Bolsonaro em 5 de dezembro, que ampliou a sensibilidade ao risco político local.

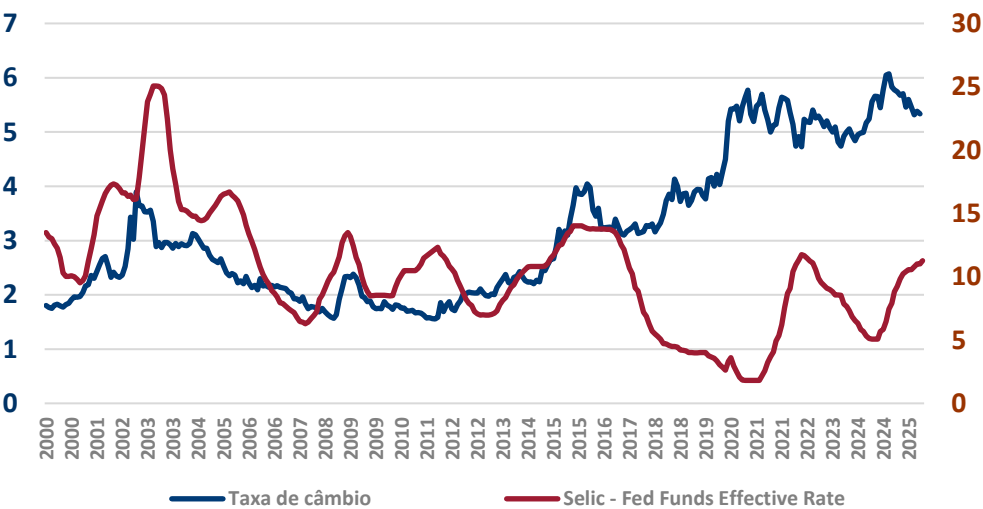
Termos de Troca x BRL



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

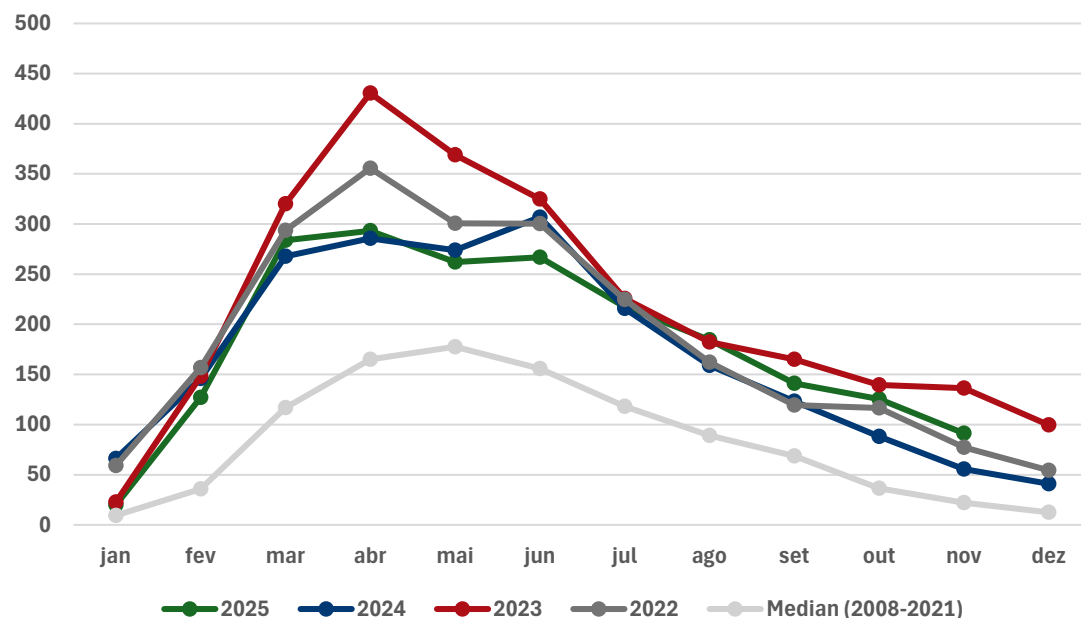


Diferencial de Juros x BRL

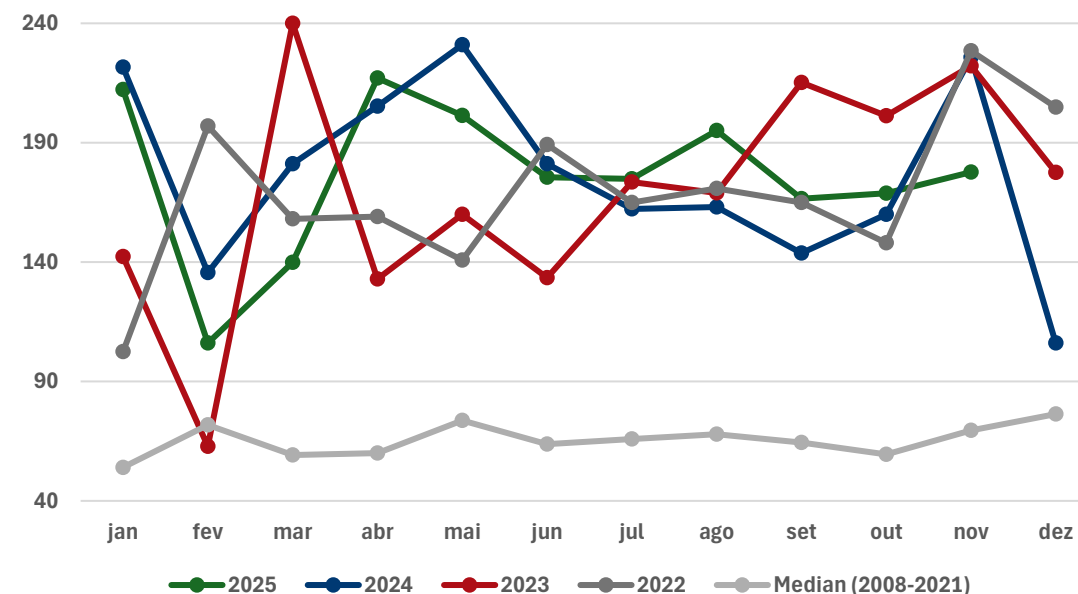


- Em novembro de 2025, as exportações totalizaram US\$ 28,515 bilhões e as importações US\$ 22,673 bilhões, resultando em um saldo positivo de US\$ 5,842 bilhões.
- As exportações aumentaram 2,4% YoY, principalmente devido ao desempenho da agricultura (25,8% YoY), com destaque para o crescimento das exportações de soja, café, milho, algodão e gado.
- Por outro lado, as importações aumentaram 7,4% YoY, impulsionadas por produtos da indústria de transformação.

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.