

# Cenário Macro

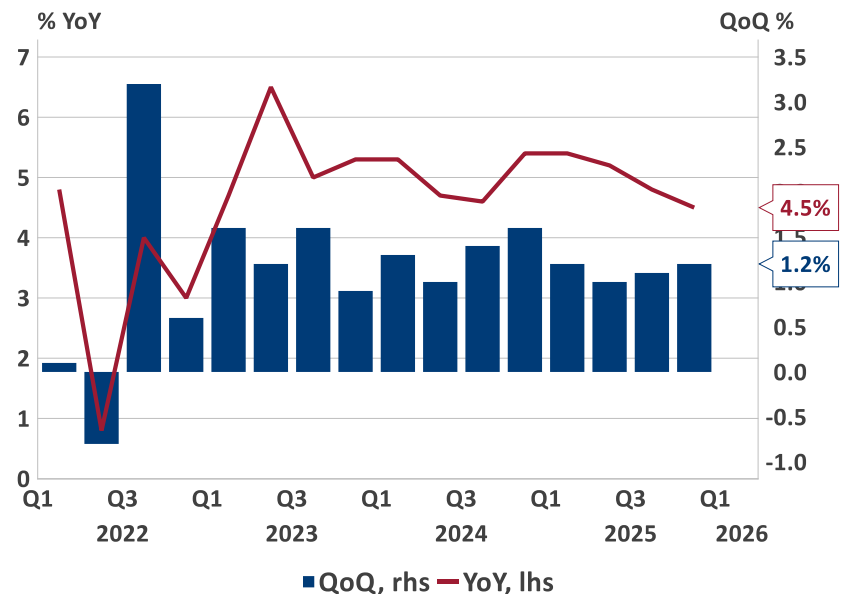
---

Fevereiro 2026

- Nos EUA, o FOMC optou pela manutenção dos juros na reunião de janeiro, após 3 cortes de 25bps seguidos. Powell justificou a decisão destacando que os riscos baixistas no mercado de trabalho parecem ter estabilizado e que a atividade melhorou significativamente, apesar de a inflação seguir razoavelmente elevada. Diante disso, riscos a ambos os lados do mandato parecem mais equilibrados, deixando o Fed bem posicionado para avaliar os próximos dados. Ademais, Trump indicou Kevin Warsh, ex diretor do Fed, como sucessor de Powell para a presidência do Fed. Entre os candidatos, ele era considerado o que mais unia alta credibilidade com o mercado e um bom relacionamento com o governo, levando a reação de mercado positiva à decisão. Nos dados, o CPI de dezembro veio abaixo do esperado, tanto no núcleo de bens quanto no de serviços, porém mudanças metodológicas relacionadas ao shutdown podem ter gerado impactos baixistas no dado. De todo modo, a inflação segue acima da meta e refletindo impactos de tarifas de importação mais altas. Sobre atividade, a economia segue com performance surpreendente, com as vendas do varejo de novembro e o PIB do 3T mostrando uma composição robusta. No mercado de trabalho, o Payroll de dezembro teve sinais mistos, com criação de empregos levemente abaixo das expectativas devido a fraqueza no setor privado, enquanto a taxa de desemprego caiu além do consenso. Apesar de sinais divergentes, outros dados de mercado de trabalho sugerem ausência de deterioração adicional desde o mês anterior. Para 2026, a economia deve seguir resiliente, devido a fatores como o maior impulso fiscal e impactos defasados de cortes de juros. Mas a incerteza segue elevada, mantendo o FOMC em uma abordagem cautelosa.
- Quanto à China, os dados recentes mostraram sinais mistos para a economia. O PIB do quarto trimestre cresceu levemente acima das expectativas, principalmente devido a performance melhor que a esperada para exportações, levando o crescimento do ano completo a atingir a meta de 5% do governo. Com relação aos dados de atividade mensais, vendas no varejo e investimento em ativos fixos vieram abaixo do consenso, enquanto a produção industrial acelerou além das expectativas. Os dados de comércio também mostraram uma aceleração além do esperado, à medida que o reordenamento comercial e a demanda global se mantiveram resilientes. Com relação à inflação, os dados de dezembro mostraram prosseguimento da tendência recente de aprimoramento, sugerindo que políticas recentes do governo voltadas a endereçarem o excesso de capacidade têm mostrado resultados, ainda que a deflação siga como uma preocupação central à economia chinesa. 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 produção industrial recuou 1,2% MoM em dezembro, ligeiramente abaixo das expectativas do mercado (-1,1%). Em novembro, o setor de serviços recuou 0,1% MoM (ante 0,7% esperados), enquanto as vendas no varejo surpreenderam positivamente, avançando 1,0% MoM (ante 0,4% esperados). Apesar desse desempenho misto, o conjunto mais amplo de indicadores continua apontando para uma desaceleração gradual da atividade econômica. Em linha com esse cenário, o IBC-BR cresceu 0,68 MoM, acima do consenso de mercado (0,4%). O mercado de trabalho permaneceu apertado no encerramento do ano, com a taxa de desemprego em níveis historicamente baixos, apesar da criação mais fraca de vagas formais (CAGED).
- Em relação à política monetária, na reunião de janeiro, o Comitê de Política Monetária manteve a taxa Selic em 15% ao ano, em linha com as expectativas de mercado. Entretanto, o Comitê sinalizou que espera iniciar o ciclo de cortes na próxima reunião, em março. As projeções de inflação para seis trimestres à frente permaneceram em 3,2% no terceiro trimestre de 2027, em um cenário no qual a taxa de juros atinge 12,25% em 2026 e 10,5% em 2027, apesar das modestas melhorias nas expectativas do Focus. As projeções de inflação próximas da meta no atual cenário da Selic no Focus, sugerem um ciclo de afrouxamento da ordem de 275 pontos-base neste ano. De modo geral, o comunicado indicou que o ciclo de flexibilização terá início em março, mas não especificou o ritmo nem o orçamento total dos cortes de juros. O Comitê observa que a flexibilização ainda deverá manter a taxa em patamar restritivo, de forma a trazer a inflação de volta à meta.
- O IPCA-15 de janeiro subiu 0,20% MoM, ligeiramente abaixo das expectativas do mercado. O acumulado de 12 meses acelerou de 4,41% em dezembro para 4,50% em janeiro. As principais surpresas altistas viram de higiene pessoal, comunicação e gasolina, enquanto alimentação no domicílio, especialmente laticínios, e veículo próprio surpreenderam para baixo. O núcleo de serviços avançou 0,53% MoM, próximo às projeções, e o SAAR 3M diminuiu de 5,52 % para 5,13%. A média dos núcleos de inflação aumentou 0,42% MoM, com seu SAAR 3M em 3,58%. No geral, os componentes de serviços continuam mostrando alguma pressão em um contexto de mercado de trabalho apertado, mas a desaceleração gradual dos bens comercializáveis, somada à relativa estabilidade dos núcleos, aponta para um quadro mais favorável nos próximos meses.
- O setor público consolidado registrou um superávit primário de R\$ 6,3 bilhões em dezembro, acima do consenso de mercado (superávit de R\$ 4,0 bilhões), e abaixo do superávit de R\$ 15,7 bilhões observado no mesmo mês de 2024. Quanto à decomposição do resultado, o Governo Central e as empresas estatais (SOE) apresentaram superávits de R\$ 21,6 bilhões e R\$ 4,5 bilhões, respectivamente, enquanto os governos regionais registraram um déficit de R\$ 19,8 bilhões. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) recuou em relação a novembro para 78,7% do PIB, refletindo uma combinação de menor emissão líquida (-0,7 p.p.) e maior crescimento nominal do PIB (-0,5 p.p.) parcialmente compensada por custos mais elevados com juros nominais (+0,8 p.p.). O déficit do setor público cresceu em 2025, puxado pelo Governo Central. Embora o quadro fiscal agregado apresente ligeira estabilização na margem, a trajetória da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) aumentou 2,4 p.p. desde o final de 2024, em um contexto forte de crescimento das despesas primárias e elevados custos com juros nominais.

- A atividade econômica mostrou novamente sinais mistos em dezembro:
- O PIB do quarto trimestre foi de 4,8 para 4,5% YoY, ligeiramente acima do esperado (4,4%). O resultado foi impulsionado principalmente por exportações mais fortes que o esperado, refletindo reordenamento comercial e uma forte demanda global, enquanto consumo das famílias e investimento seguem enfraquecidos. Com isso, o crescimento anual atingiu a meta do governo de 5%.
- As vendas no varejo desaceleraram além do esperado, passando de 1,3% para 0,9% YoY (exp. 1,2%). Na composição, eletrodomésticos e automóveis puxaram o dado para baixo, conforme subsídios à troca de bens de consumo parecem estar desacelerando – apesar de efeitos-base também terem impactado o dado negativamente.
- A produção industrial acelerou acima do consenso, de 4,8% para 5,2% YoY (exp. 5,0%). A resiliência se deve principalmente a setores de manufaturas de alta tecnologia e eletrônicos, e dados recentes seguem sugerindo resiliência na demanda global.
- O investimento em ativos fixos recuou novamente, de -2,6% para -3,8% no acumulado YoY (exp. 0,1%). Houve contração na maioria dos componentes, especialmente o setor imobiliário, sugerindo que políticas anti-involução (voltadas para lidar com excesso de capacidade e deflação) estão se refletindo também nos investimentos.
- Indicadores de habitação mostraram uma nova queda na média móvel de 12 meses, à medida que o setor imobiliário segue em ajuste. Os dados de crédito também refletiram demanda arrefecida, com empréstimos às famílias permanecendo enfraquecidos enquanto títulos do governo seguem como o principal impulsionador do crescimento do crédito.

China: PIB Real (Trimestral)



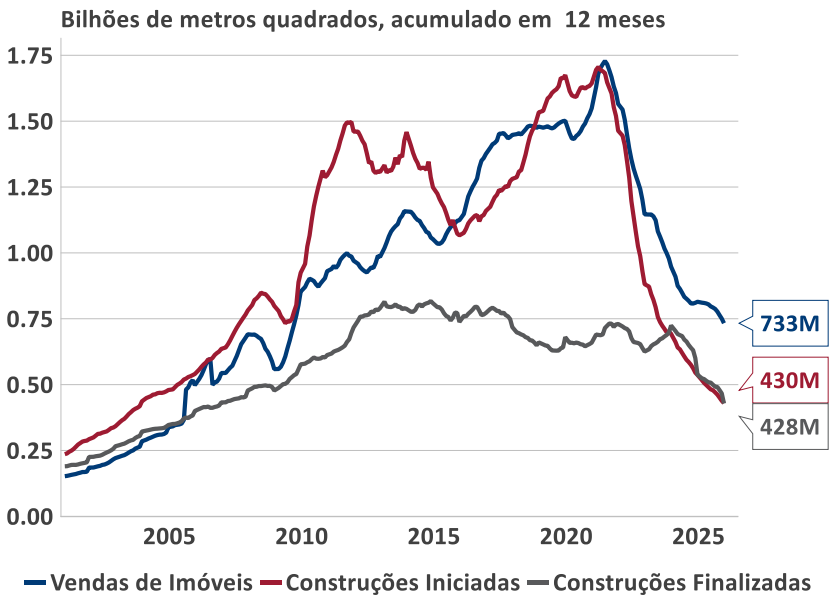
Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

China: Atividade (% YoY)

	12/2025	11/2025	12/2024
Produção Industrial	5,2	4,8	6,2
Mineração	5,4	6,3	2,4
Indústria	5,7	4,6	7,4
Utilidades	0,8	4,3	1,1
Investimento em Ativos Fixos (YTD)	-3,8	-2,6	3,2
Indústria	0,6	1,9	9,2
Sector Imobiliário	-17,2	-15,9	-10,6
Infraestrutura	-2,2	-1,1	4,4
Vendas no Varejo	0,9	1,3	3,7
Serviços de Alimentação	2,2	3,2	2,7
Bens de Consumo	0,7	1,0	3,9
Vestuário	0,6	3,5	-0,3
Automóveis	-5,0	-8,3	0,5
Móveis	-2,2	-3,8	8,8
Aparelhos Celulares	20,9	20,6	14,0
Eletrodomésticos	-18,7	-19,4	39,3
Construção	-11,8	-17,0	0,8

Fonte: BOCOM BBM, Macrobond

China: Indicadores Imobiliários



Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

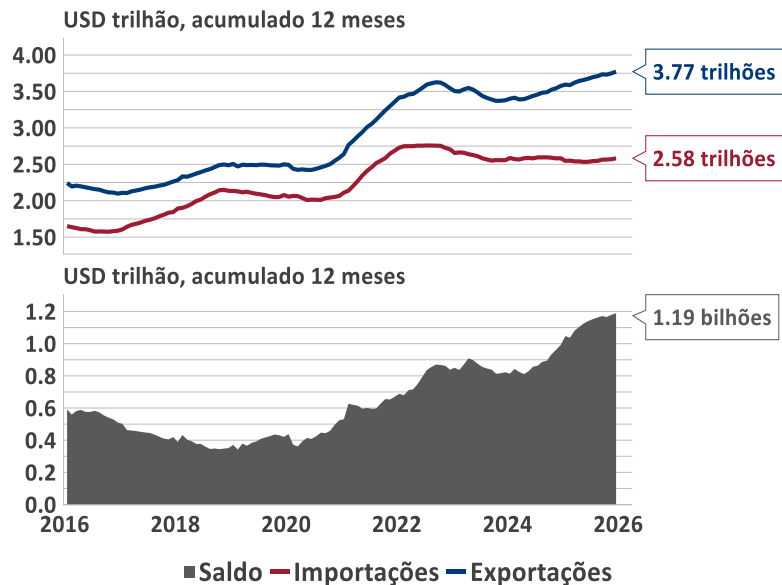
■ O crescimento do comércio da China se recuperou em dezembro, sugerindo uma melhora no momento do comércio:

- As exportações aceleraram de 5,9% para 6,6% YoY, acima do consenso de 3,0%. Por país, exportações para a maioria dos países avançaram, exceto para os EUA e o Japão.
- As importações também subiram acima do consenso, de 1,9% para 5,7% YoY (exp. 0,9%). Na composição, as principais origens foram UE e América Latina.
- Apesar da guerra comercial com os EUA, o crescimento de exportações seguiu robusto em 2025, levando a um superávit recorde de USD1,2 trilhões no ano.

■ Sobre a inflação, o CPI cheio subiu de 0,7% para 0,8% YoY, marginalmente abaixo das expectativas de mercado de 0,9%:

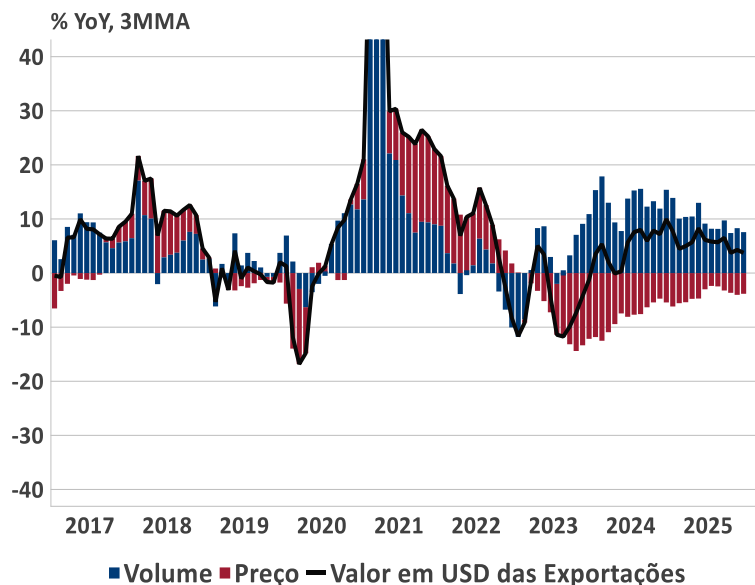
- A melhora foi principalmente relacionada a preços de alimentos, enquanto o núcleo permaneceu estável. Houve uma elevação relevante em preços de bens de consumo, porém serviços desaceleraram marginalmente.
- Elevações recentes sugerem que políticas de anti-inflação (voltadas a lidar com excesso de capacidade) e subsídios à troca de bens de consumo podem estar aliviando as pressões deflacionárias, porém esses seguem como uma questão relevante na economia chinesa.

## China: Balança Comercial



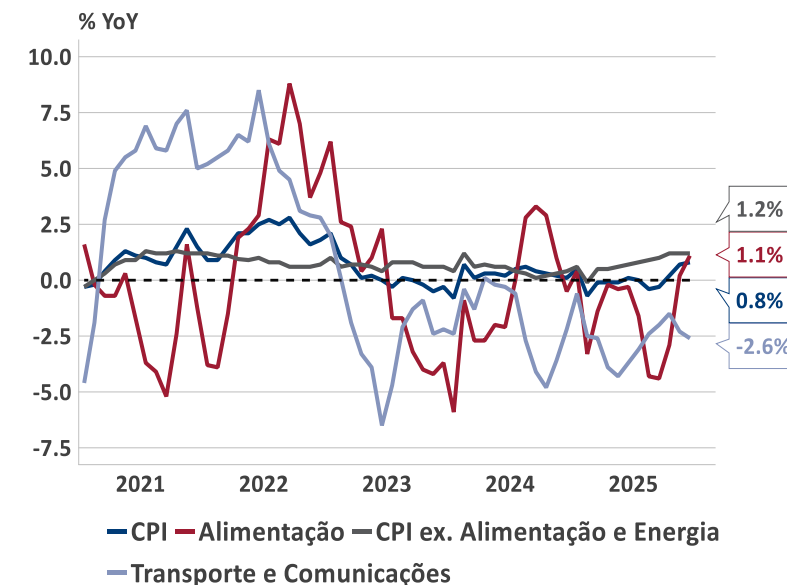
Source: BOCOM BBM, Macrobond, GAC

## China: Exportações (Preço x Volume)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, GAC

## China: CPI



Source: BOCOM BBM, Macrobond, NBS

## O Payroll de dezembro trouxe sinais mistos:

■ **A criação de empregos aumentou 50 mil em dezembro, abaixo das expectativas de 70 mil.** Na composição, o setor privado desacelerou de 50 mil para 37 mil vagas, enquanto o saldo de empregos no governo aumentou de 6 mil para 13 mil.

■ Isso levou a média móvel de 3 meses para -22 mil, porém tal valor contém distorção baixista dos dados de outubro (relacionada ao programa do governo de redução na força de trabalho federal, como era esperado).

■ **A taxa de desemprego recuou de 4,56% para 4,38%,** surpreendendo o consenso de 4,5%.

■ Apesar dos sinais divergentes entre os principais dados da pesquisa, a divulgação de dezembro sugere que não houve deterioração adicional desde o mês anterior, assim como sugerido por outros indicadores do mercado de trabalho.

■ **Diante disso, a diferença entre empregos e trabalhadores caiu para -0,6M,** indicando que a economia voltou a ter mais trabalhadores disponíveis do que vagas— um sinal de desaceleração no mercado de trabalho.

■ **Salários médios por hora avançaram 0,3% MoM em dezembro,** em linha com sua tendência recente e levando a média anual para 3,8%:

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

### EUA: Taxa de Desemprego SA (%)



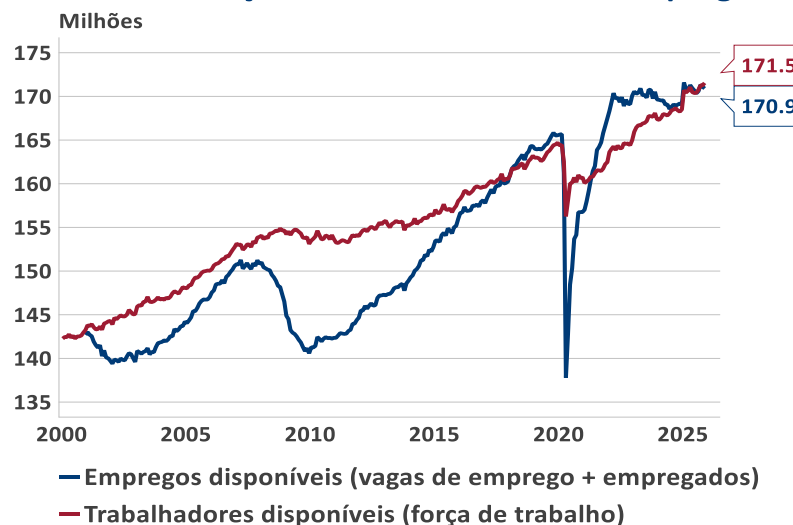
Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

### EUA: Criação de Empregos Não-Agrícolas



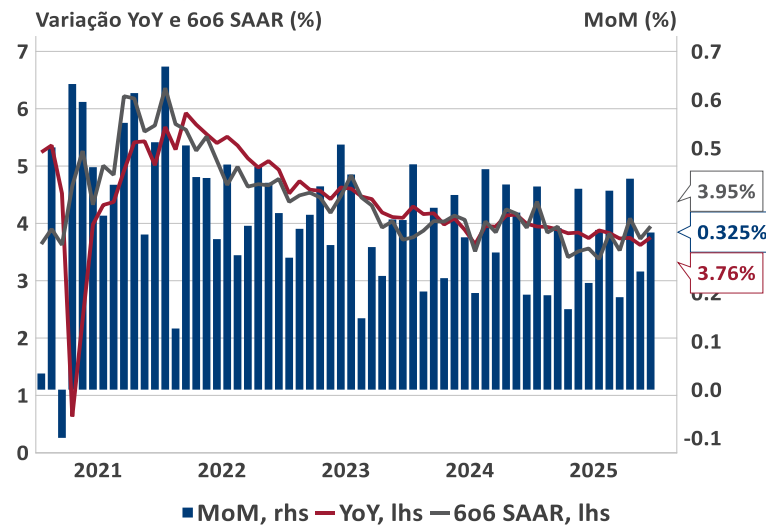
Fonte: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

### EUA: Diferença entre Trabalhadores e Empregos



Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

### EUA: Variação da Remuneração Média por Hora (%)

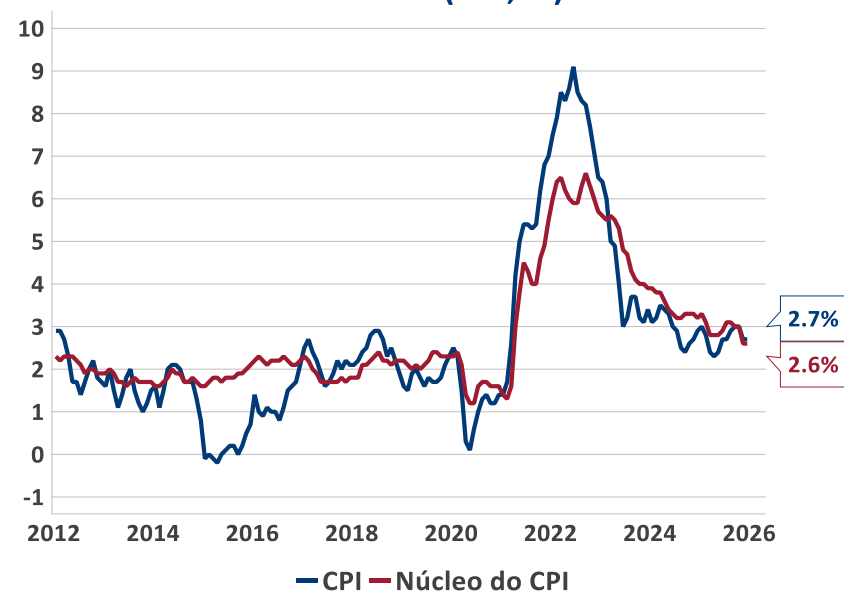


Source: BOCOM BBM, Macrobond



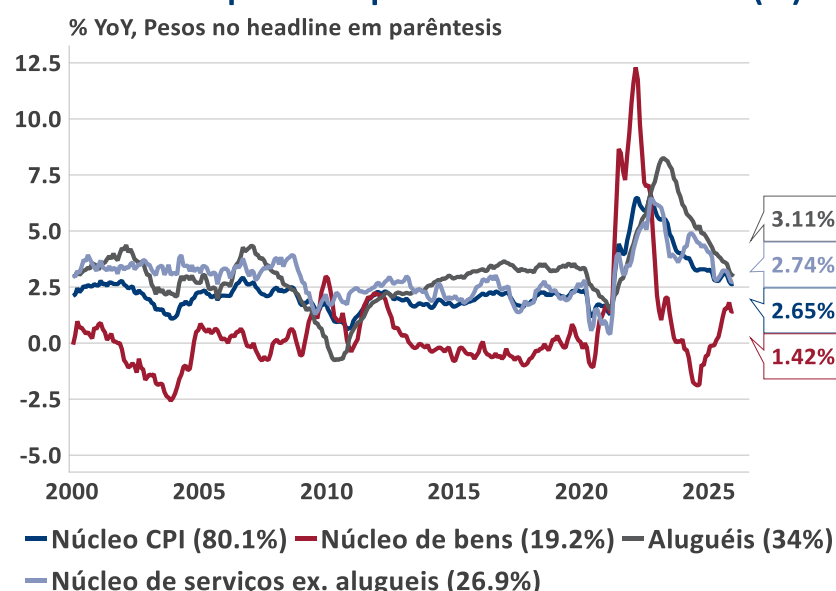
- O CPI cheio de dezembro acelerou para 0,31% MoM** (abaixo das expectativas de 0,38%). O YoY permaneceu em 2,7%, em linha com o consenso:
  - Na composição, energia veio mais fraca do que o esperado (de 1,72% para 0,3% MoM), enquanto os preços de alimentos aceleraram acima do esperado (de 0,03% para 0,71%).
- O núcleo do CPI avançou de 0,12% para 0,24% MoM, abaixo do consenso de 0,36%. O YoY também permaneceu estável, em 2,6%, surpreendendo o consenso de 2,8%:**
  - O núcleo de bens subiu de -0,21% para 0,0%, abaixo do 0,36% esperado.
  - O núcleo de serviços também veio abaixo das expectativas, de 0,19% para 0,29% apesar do consenso de 0,34% - conforme o núcleo de serviços excluindo moradias (Supercore) desacelerou enquanto preços de moradia subiram.
- No geral, o CPI de dezembro veio melhor do que o esperado, com um arrefecimento disseminado, apesar das expectativas de um rebote com relação à divulgação anterior. Porém, é possível que mudanças metodológicas relacionadas ao shutdown também tenham gerado efeitos baixistas nessa divulgação, de modo similar ao mês anterior.
  - Para frente, a inflação deve permanecer acima da meta do Fed em 2026, com pressões relacionadas a tarifas e ao impulso do consumo como principais vetores. No entanto, os dados recentes trazem um tom mais otimista para o início do ano.**

EUA: CPI (YoY, %)



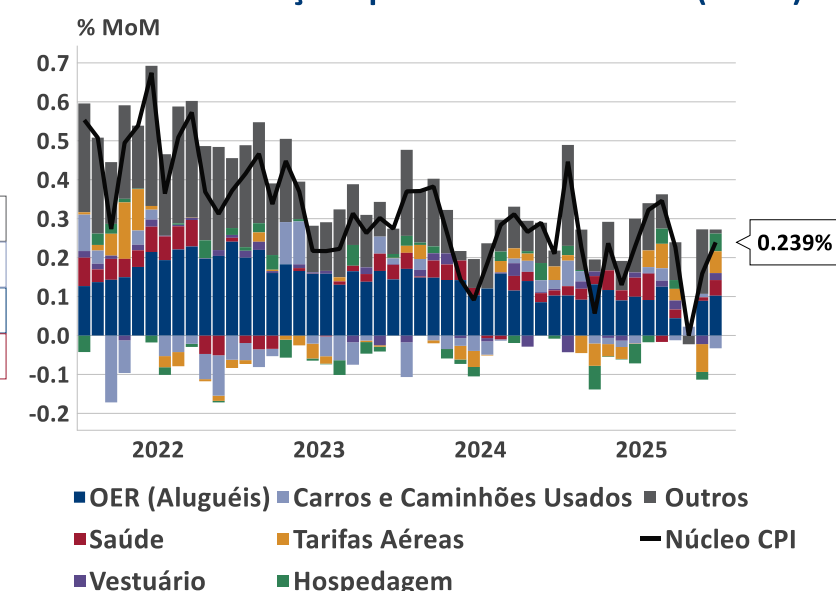
Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

EUA: Principais Componentes do Núcleo CPI (%)



Source: BOCOM BBM, Macrobond, BLS

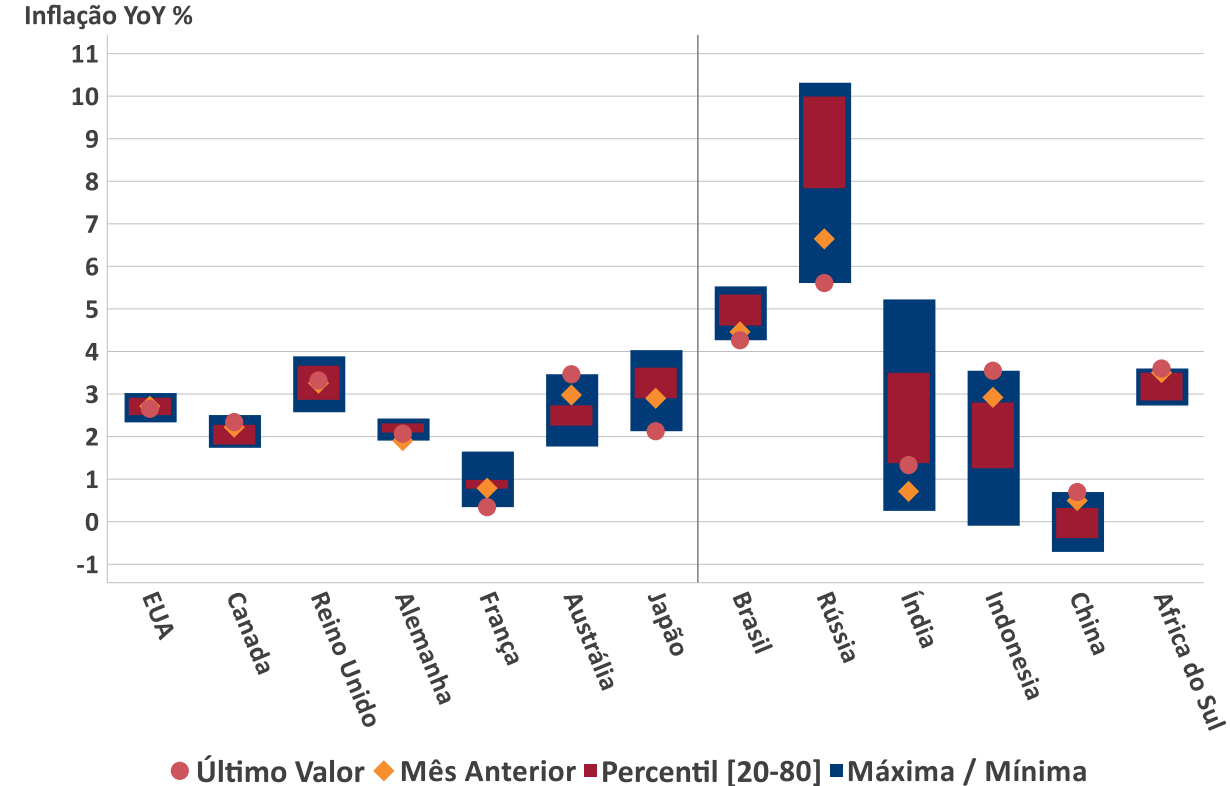
EUA: Contribuições para o Núcleo do CPI (MoM)



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, com o afastamento das contrações esperadas devido a tarifas outro importante fator de suporte à resiliência do ano passado.
- 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, %)

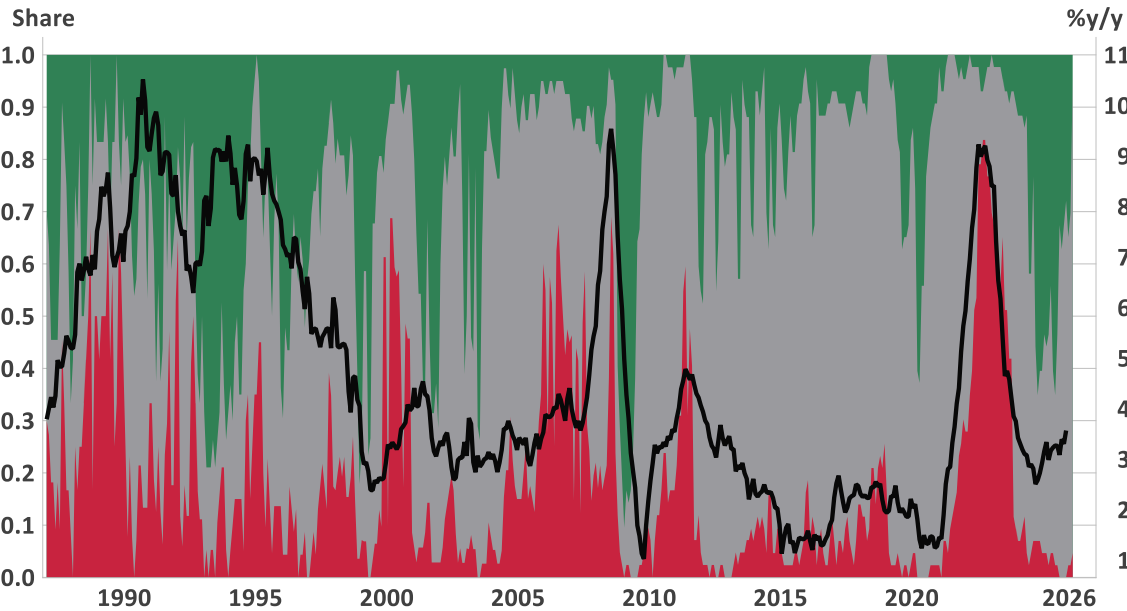
	Q4 2025	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024
África do Sul		0,5	0,9	0,1	0,4	-0,3	0,3	0,1
Alemanha	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,2	0,0	-0,3	-0,1
Arábia Saudita	3,9	1,9	-0,6	-0,4	3,9	1,6	-1,4	1,1
Argentina		0,3	-0,1	1,1	2,0	3,6	-0,8	-1,6
Austrália		0,4	0,7	0,4	0,5	0,3	0,2	0,3
Brasil		0,1	0,3	1,5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

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	2,1		4,25	-0,25	Corte	12/2025	30	2
África do Sul	3,6	3,3	6,75	-0,25	Corte	11/2025	32	3
Argentina	31,5	33,1	29,00	-3,00	Corte	1/2025	28	12
Australia	3,7	3,9	3,85	0,25	Alta	2/2026	0	6
Brasil	4,3	4,7	15,00	0,25	Alta	6/2025	8	21
Canada	2,3	2,8	2,25	-0,25	Corte	10/2025	31	3
Chile	3,4	2,8	6,50	-0,75	Corte	12/2025	40	2
China	0,7	1,2	3,00	-0,10	Corte	5/2025	144	9
Colombia	5,1	5,3	10,25	1,00	Alta	2/2026	0	9
Coréia do Sul	2,0	2,0	2,50	-0,25	Corte	5/2025	37	8
Costa Rica	-1,2	0,1	3,25	-0,25	Corte	12/2025	39	2
Dinamarca	1,9	2,3	1,75	-0,25	Corte	6/2025	29	8
Hungria	3,3	3,8	6,50	-0,25	Corte	9/2024	40	16
Índia	1,3	4,6	5,25	-0,25	Corte	12/2025	36	2
Indonésia	3,5	2,5	4,75	-0,25	Corte	9/2025	21	5
Israel	2,7	2,6	4,00	-0,25	Corte	1/2026	32	1
Japão	2,1	3,0	0,75	0,25	Alta	12/2025	2	120
México	3,7	4,3	7,00	-0,25	Corte	12/2025	34	2
Nova Zelândia	3,1	2,5	2,25	-0,25	Corte	11/2025	32	2
Noruega	3,2	3,2	4,00	-0,25	Corte	9/2025	26	5
Polônia	2,4	2,7	4,00	-0,25	Corte	12/2025	41	2
República Tcheca	2,1	0,1	3,50	-0,25	Corte	5/2025	44	9
Rússia	5,6	5,4	16,00	-0,50	Corte	12/2025	15	2
Suécia	0,3	2,1	1,75	-0,25	Corte	10/2025	28	4
Suiça	0,1	0,5	0,00	-0,25	Corte	6/2025	32	8
Turquia	30,7	29,8	37,00	-1,00	Corte	1/2026	10	0
Reino Unido	3,3	3,2	3,75	-0,25	Corte	12/2025	30	2
Estados Unidos	2,7	2,6	3,75	-0,25	Corte	12/2025	30	2
Zona do Euro	1,7	2,2	2,15	-0,25	Corte	6/2025	29	8

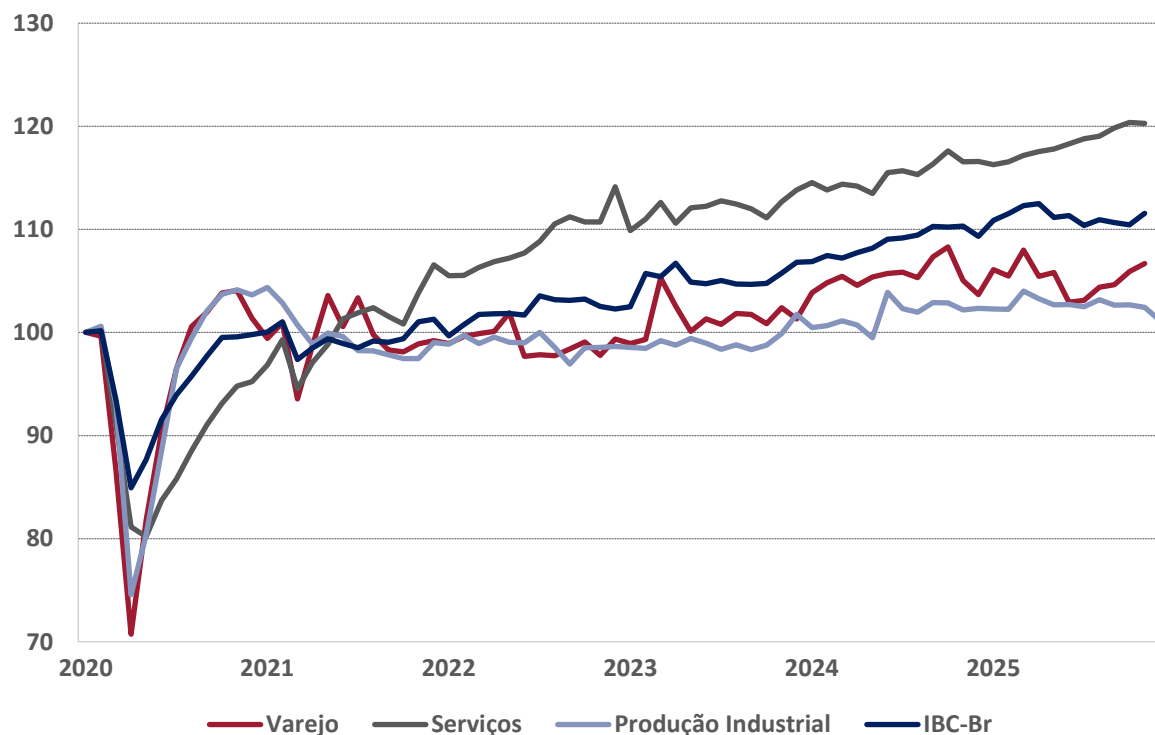
Source: BOCOM BBM, Macrobond



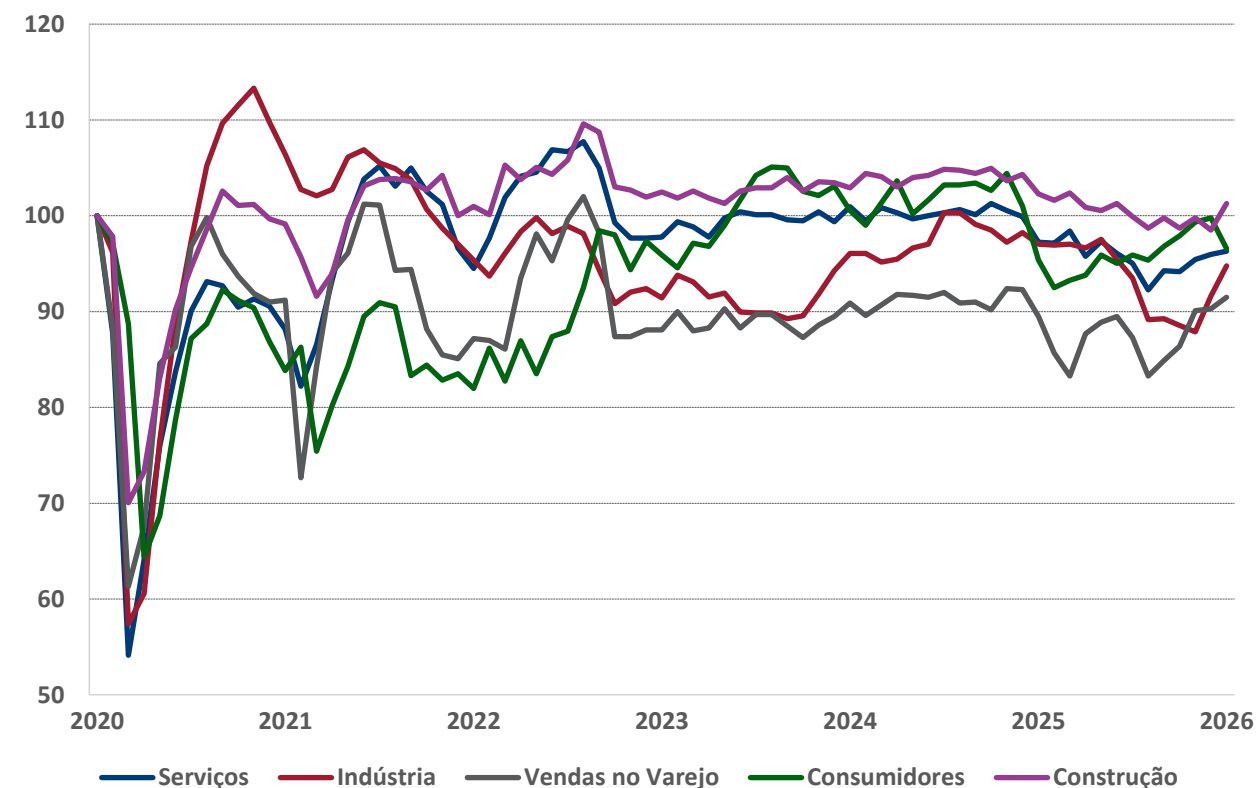
PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Crescimento do PIB (%)	-3,3%	4,8%	3,0%	2,9%	3,4%	2,3%	1,8%	1,8%
Inflação (%)	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	4,8%	4,3%	3,8%	3,5%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	14,2%	11,1%	7,9%	7,4%	6,2%	5,1%	5,5%	6,2%
Taxa Selic (%)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	12,3%	15,00%	12,50%	10,50%
Contas Externas								
Balança Comercial (US\$ bi)	36	42	52	92	66	60	70	71
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-25	-40	-42	-28	-61	-69	-60	-57
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-1,7%	-2,4%	-2,2%	-1,3%	-2,8%	-3,0%	-2,5%	-2,2%
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%	78,7%	82,2%	86,3%

- No Brasil, a produção industrial recuou 1,2% MoM em dezembro, ligeiramente abaixo das expectativas do mercado (-1,1%). Em novembro, o setor de serviços recuou 0,1% MoM (ante 0,7% esperados), enquanto as vendas no varejo surpreenderam positivamente, avançando 1,0% MoM (ante 0,4% esperados). Apesar desse desempenho misto, o conjunto mais amplo de indicadores continua apontando para uma desaceleração gradual da atividade econômica. Em linha com esse cenário, o IBC-BR cresceu 0,68 MoM, acima do consenso de mercado (0,4%).
- Olhando à frente, as pesquisas de confiança dos setores de serviços, comércio, construção e indústria registraram alta em janeiro, enquanto a sondagem dos consumidores mostrou retração.

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



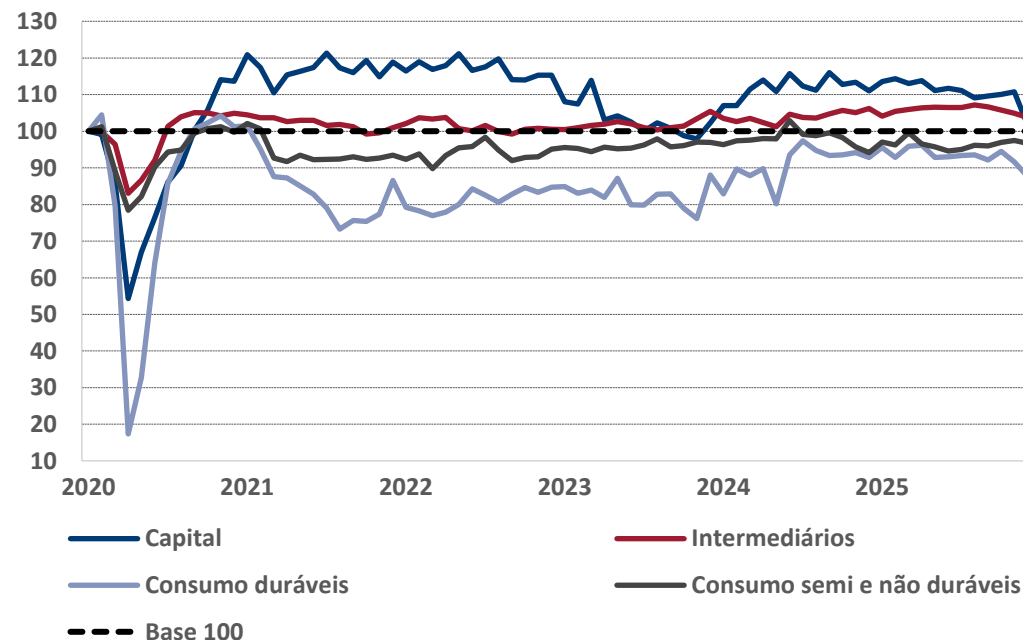
Brasil - Índice de Confiança Econômica (jan/20=100)



# Brasil: Produção Industrial

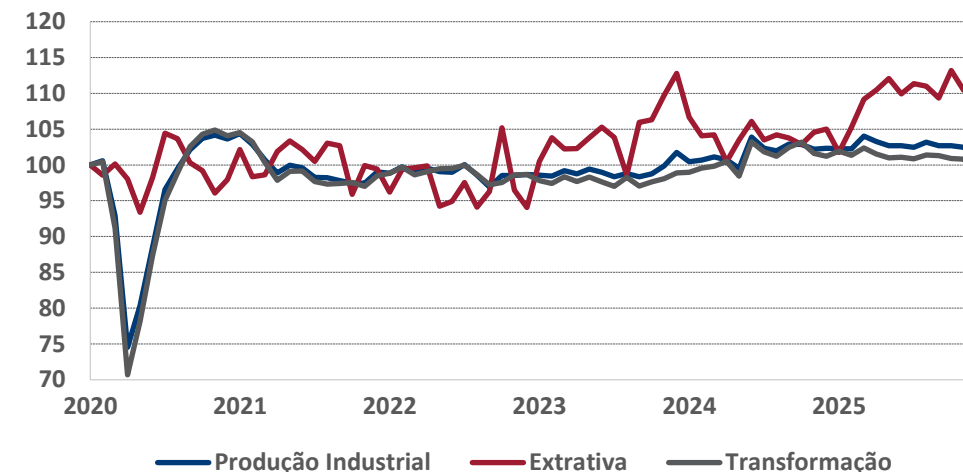
- A produção industrial caiu 1,2% de novembro para dezembro, ligeiramente abaixo das expectativas (-1,1% MoM). indústria de transformação recuou 1,9% MoM (-1,0% YoY), enquanto a extrativa avançou 0,9% MoM (7,0% YoY).
- Todas as quatro principais categorias econômicas e 17 dos 25 atividades industriais registraram queda na comparação mensal.
- Houve contração disseminada em dezembro. A produção de bens de capital foi o principal categoria negativa, recuando 8,3% MoM (-2,3% QoQ), estendendo a queda para o terceiro trimestre consecutivo, o que sinaliza fraqueza no curto prazo da formação bruta de capital fixo. De forma semelhante, os bens de consumo duráveis recuaram 4,4% MoM e também registraram a terceira queda trimestral consecutiva (-1,9% QoQ). No curto prazo, o crescimento tende a permanecer limitado por condições de crédito mais restritivas e estoques elevados.
- Os bens Intermediários caíram 1,1% MoM (-1,8% QoQ), estendendo as quedas para o quarto mês consecutivo. Representando cerca de 60% do índice geral, essa categoria continuou sendo um fator relevante de pressão negativa, principalmente devido a novas quedas em derivados de petróleo (-2,3% QoQ) e produtos químicos (-2,7% QoQ). Por outro lado, os bens de consumo semi e não duráveis recuaram 0,7% MoM (1,4% QoQ), refletindo ganhos em produtos alimentícios e vestuário.

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

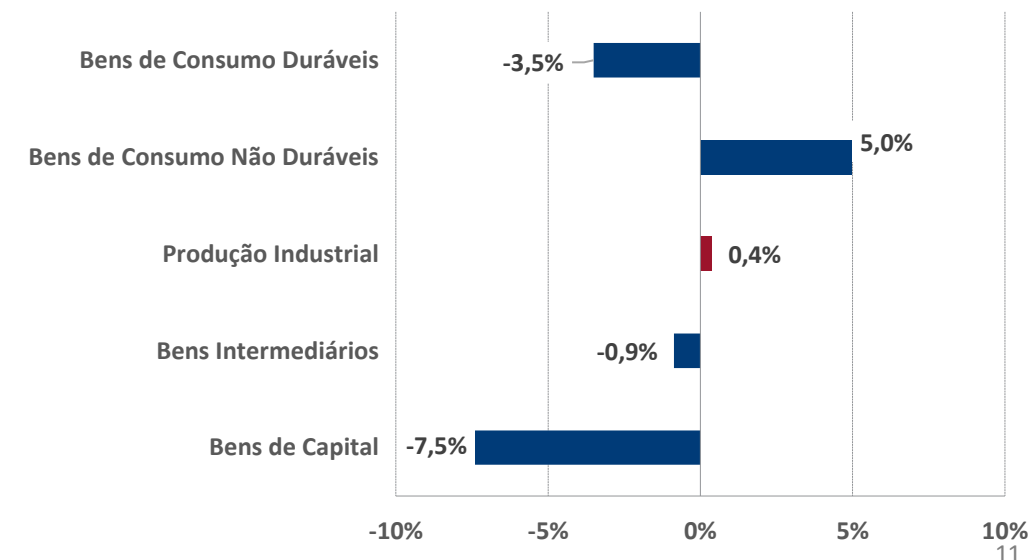


Fonte: IBGE, BOCOM BBM

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



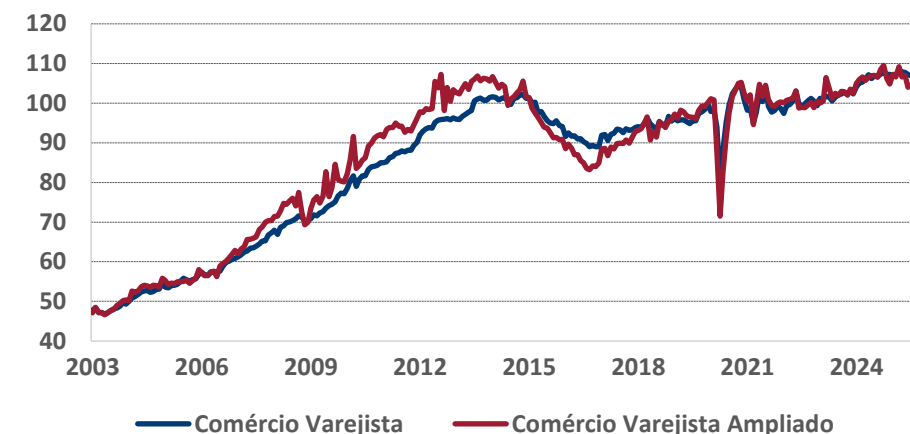
## Produção Industrial por Categorias - 12/2025 (YoY)



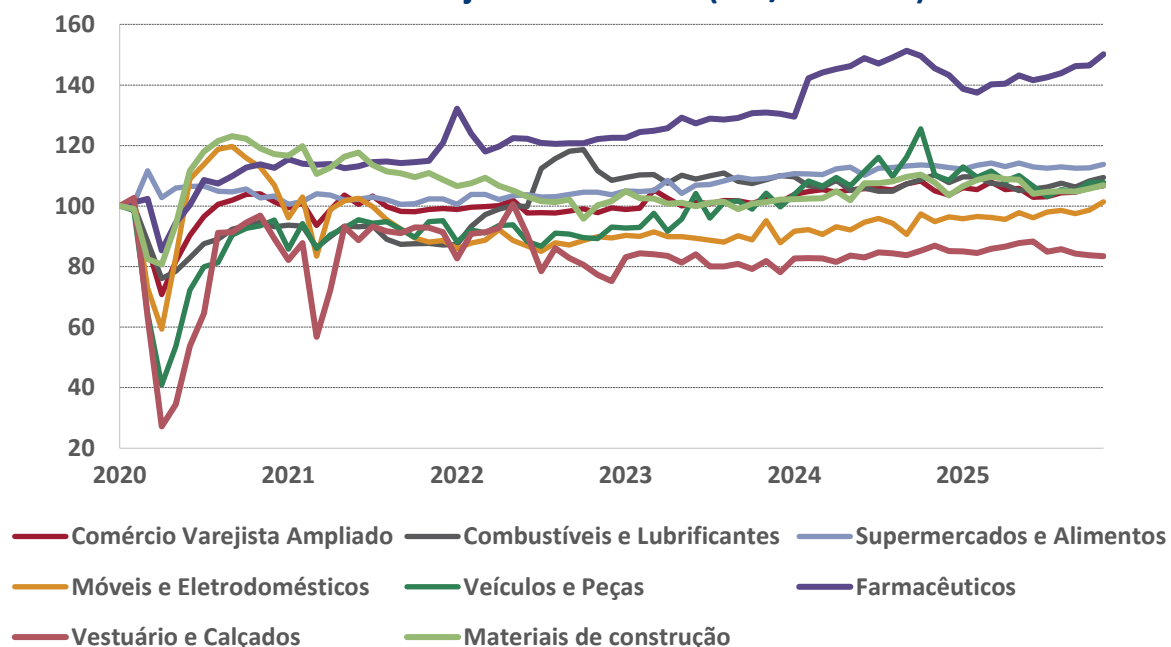
# Brasil: Vendas no Varejo

- As vendas no varejo ampliado aumentaram 0,7% na comparação mensal em novembro, superando as expectativas de mercado (0,1% MoM).
- Por sua vez, as vendas no varejo restrito avançaram 1,0% MoM, também acima das estimativas (0,3% MoM).
- Na decomposição, 8 das 10 atividades varejistas apresentaram aumento na comparação mensal, com o destaque para artigos de escritório e papelaria (+4,1% MoM), produtos farmacêuticos (+2,2% MoM), móveis e eletrodomésticos (+2,2% MoM) e outros artigos de uso pessoal e doméstico (+2,0% MoM).
- No lado negativo, vestuário e calçados (-0,8% MoM) e veículos e autopeças (-0,2% MoM) registraram desempenho fraco.
- Em síntese, a atividade doméstica segue em processo gradual de desaceleração. A economia brasileira perdeu fôlego no segundo semestre de 2025, em linha com a manutenção de uma política monetária ainda contracionista.

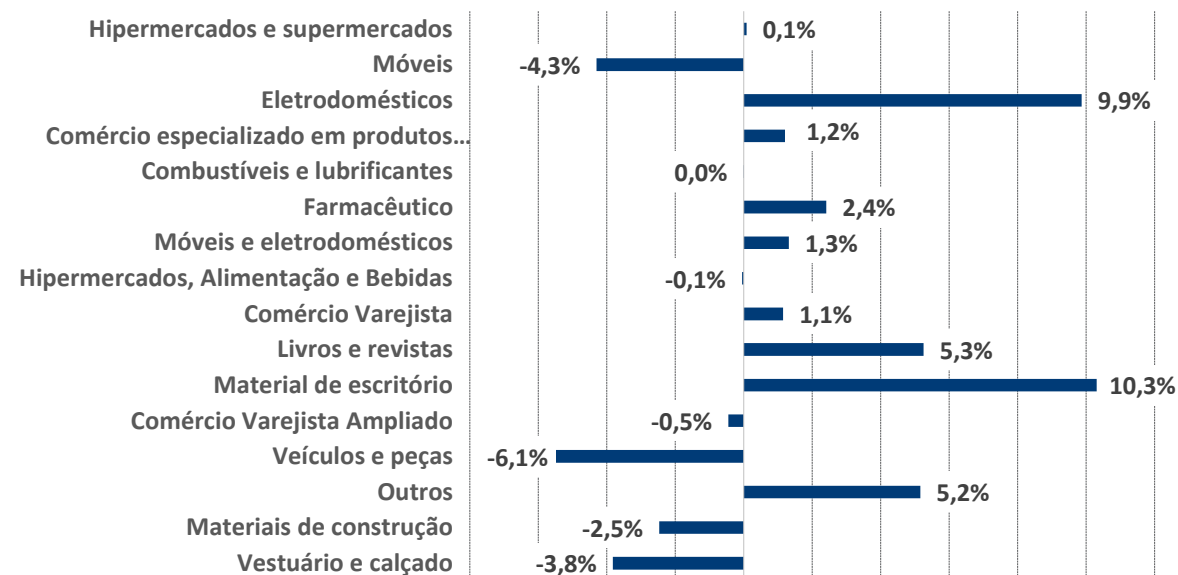
## Comércio Varejista Restrito x Ampliado SA



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



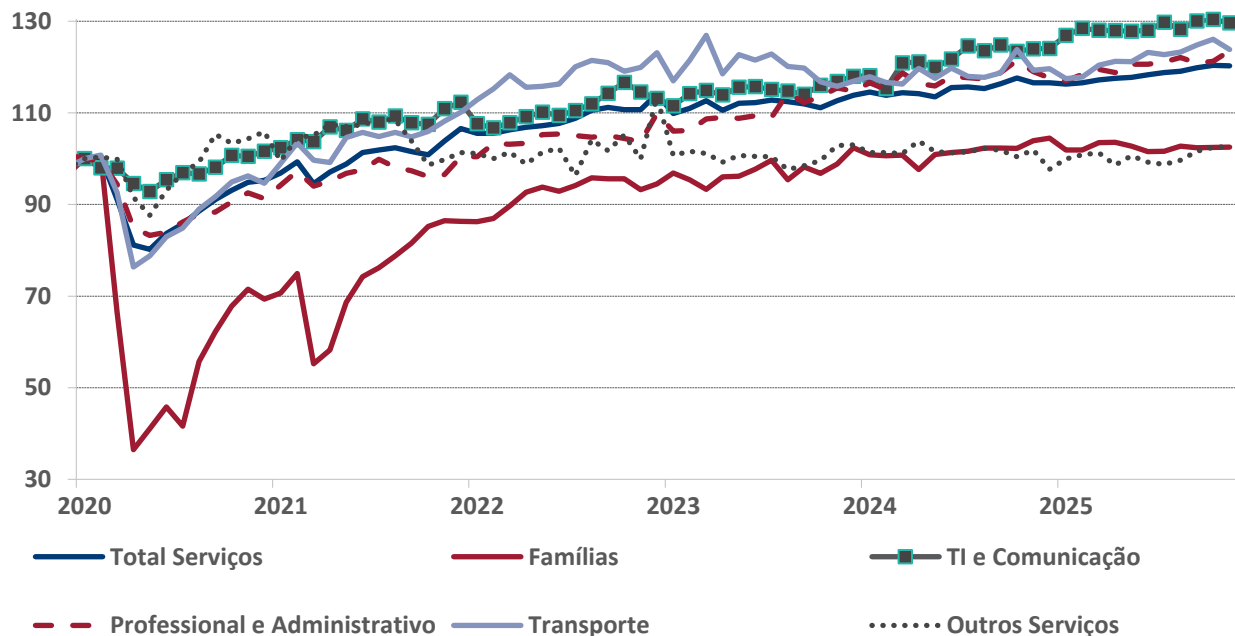
## Comércio Varejista - YoY (nov/25)



# Brasil: Serviços

- A produção de serviços recuou 0,1% na comparação mensal em novembro, ligeiramente abaixo das expectativas do mercado, interrompendo uma longa sequência de nove altas consecutivas. Além disso, o indicador avançou 1,2% QoQ no trimestre móvel (2.5% YoY).
- Duas das cinco principais categorias de serviços apresentaram avanço em relação ao mês anterior. O destaque foi o segmento de serviços profissionais, administrativos e complementares (1,3% MoM), impulsionado principalmente pela força dos serviços técnico-profissionais (aproximadamente 3% MoM). Além disso, a categoria de outros serviços registrou alta (0,5% MoM) marcando o quinto mês consecutivo de crescimento.
- Por outro lado, os serviços de transporte e armazenagem recuaram 1,4% MoM, após três meses consecutivos de alta, com todas os seus componentes perdendo fôlego em novembro. A categoria de serviços de informação e comunicação também apresentou queda, de 0,7% MoM. Já os serviços prestados às famílias ficaram estáveis na comparação mensal (0,0% MoM).
- Em síntese, o setor de serviços permanece resiliente, embora em ritmo mais moderado, e deve continuar sendo um dos principais motores da atividade econômica doméstica.

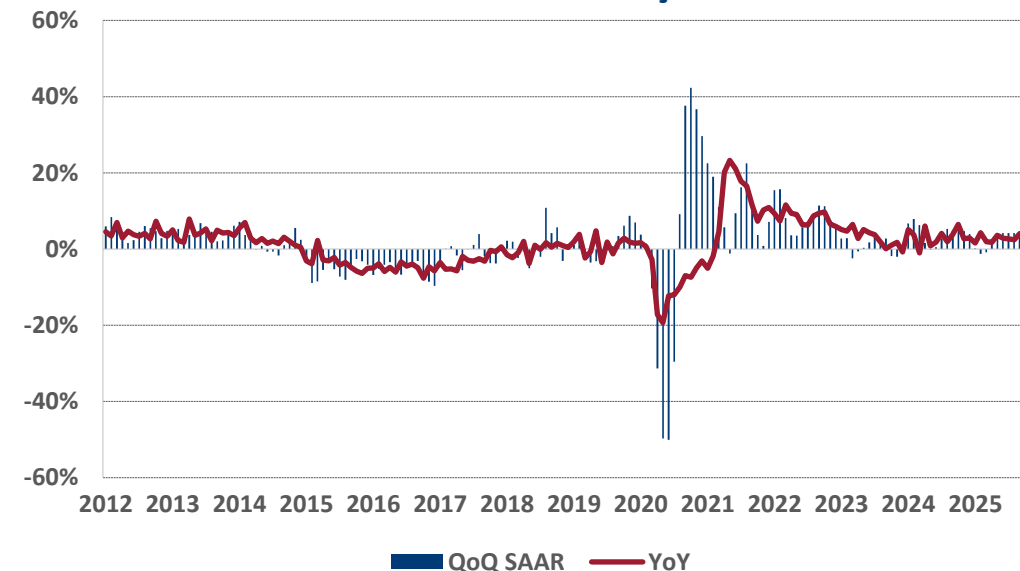
Setor de Serviços SA (jan/20=100)



Setor de Serviços SA



Setor de Serviços





A taxa de desemprego recuou para 5,1% no trimestre móvel encerrado em dezembro, em linha com o consenso de mercado.

Com ajuste sazonal, o indicador avançou para 5,3%, ante 5,1%, mas permanece próximo aos mínimos históricos.

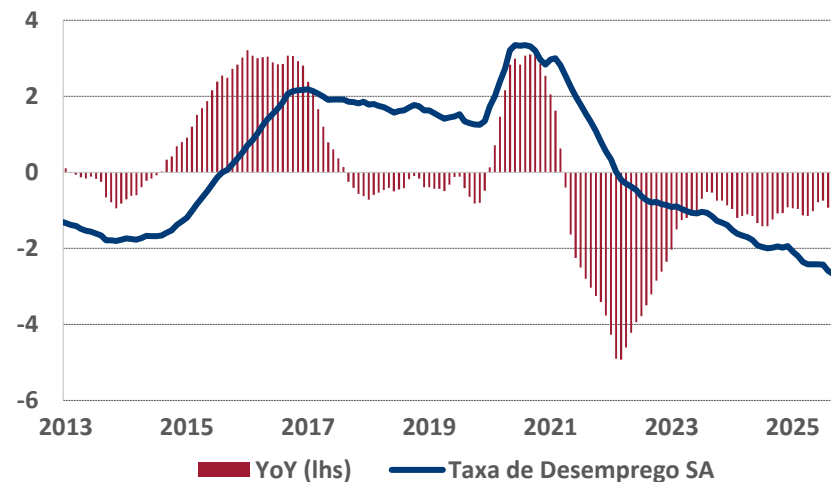
O emprego total aumentou 0,1% na comparação mensal, alcançando 102,4 milhões de pessoas, enquanto a força de trabalho recuou 0,2% MoM, para 108,1 milhões, refletindo um mercado de trabalho apertado.

A taxa de participação caiu de 62,0% para 61,9%, o menor nível desde novembro de 2023, permanecendo abaixo do patamar pré-pandemia (63,5%).

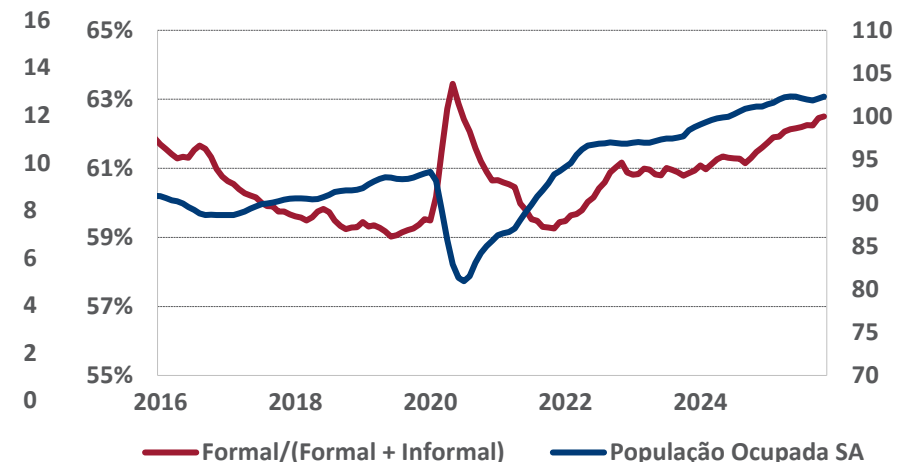
O salário médio real avançou 0,9% MoM, dando continuidade à sua trajetória de alta.

Consequentemente, a massa salarial real cresceu 0,9% MoM, mantendo-se em níveis historicamente elevados.

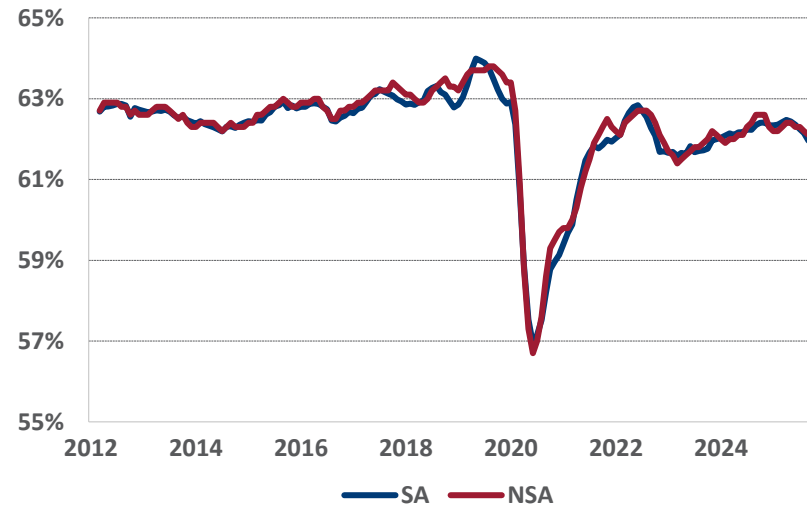
Brasil - Taxa de desemprego



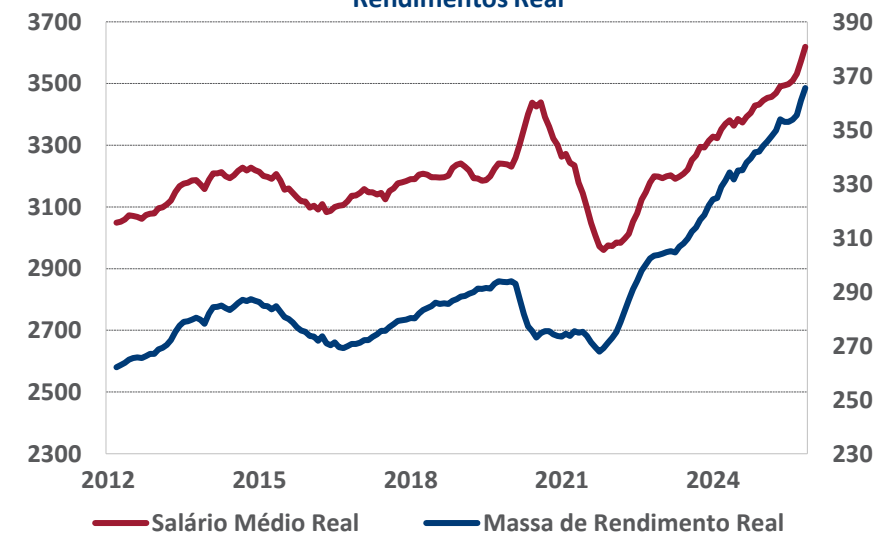
Brasil - Nível de Emprego SA



Brasil - Participação na força de trabalho

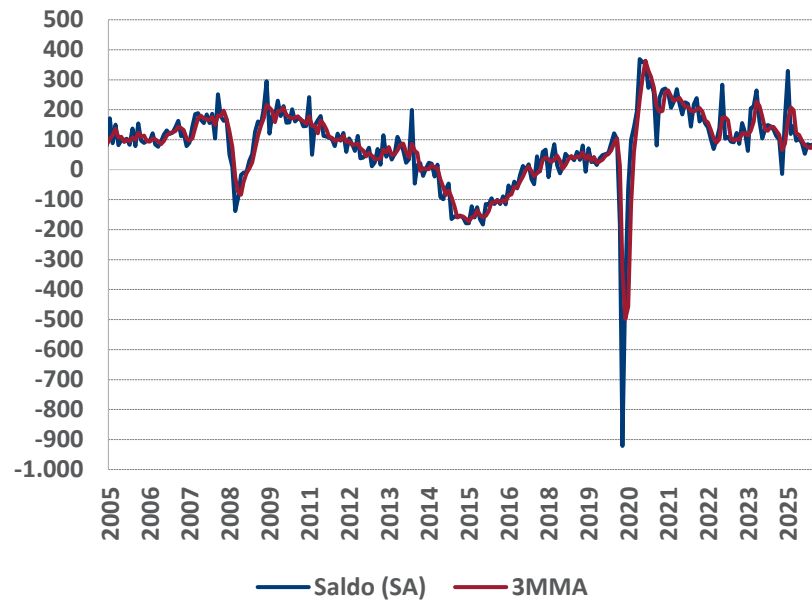


Brasil - Salário Médio e Massa de Rendimentos Real

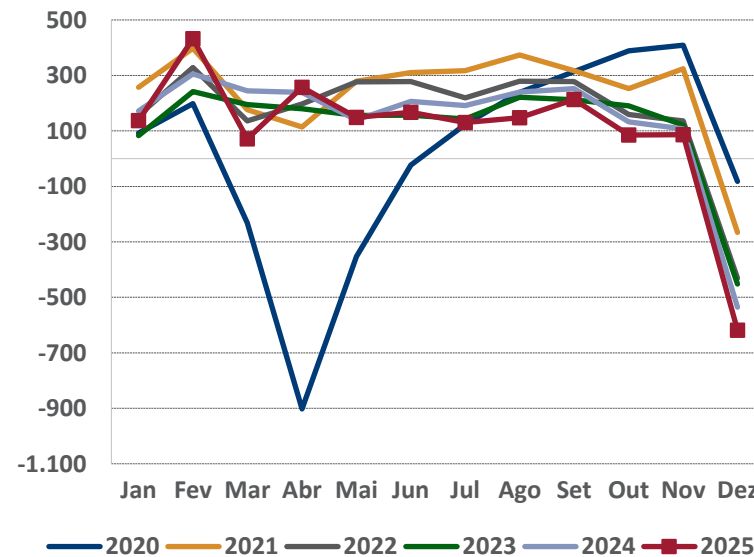


- O CAGED registrou destruição líquida de 618,2 mil empregos formais em dezembro, abaixo das expectativas de mercado (-472.5k).
- Em 2025, houve criação líquida de 1,260 milhão de ocupações, desacelerando em relação aos quase 1,690 milhão registrado em 2024.
- A criação de emprego formal mostra alguns sinais de arrefecimento, mas o mercado de trabalho permanece apertado no geral.

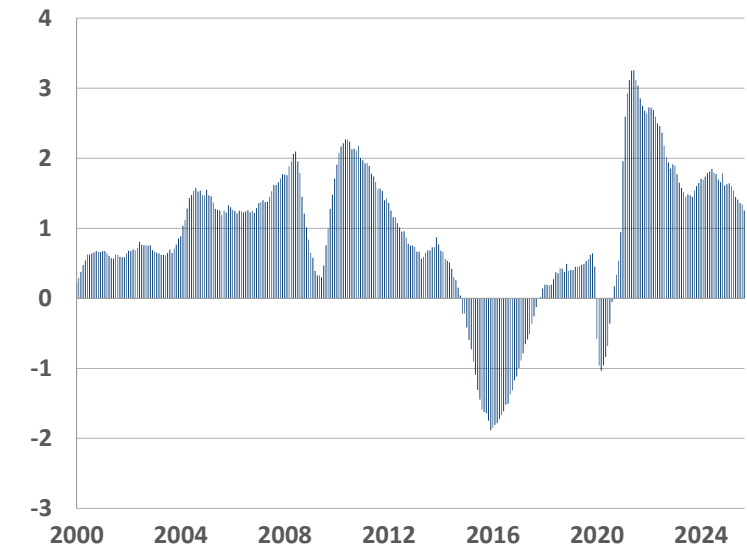
CAGED: Saldo de Empregos (SA, Milhares)



CAGED - Saldo de Empregos (Milhares)



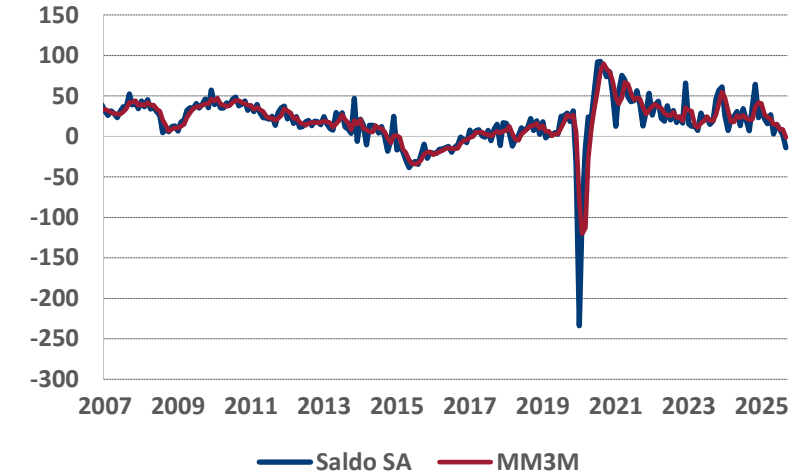
CAGED - Saldo de Emprego 12 meses (Milhões)



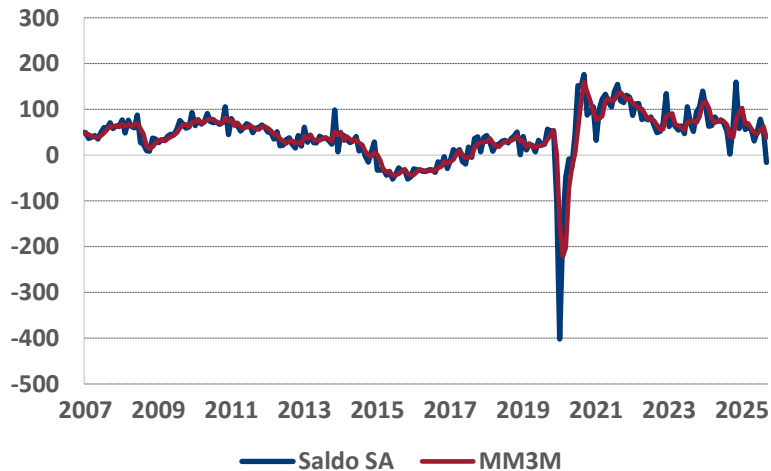
# Brasil: Mercado de Trabalho Formal

- A destruição de empregos formais superou as expectativas, sugerindo uma perda de fôlego após fortes números em novembro.
- O setor terciário continua resiliente, apesar de sinais de moderação. O setor de serviços registrou destruição líquida de 16 mil empregos em dezembro, uma desaceleração significativa em relação à criação líquida de 54 mil postos em novembro.
- O varejo apresentou contração (de 2 mil para -14 mil), a indústria mostrou leve melhora (de -4 mil para 2 mil), enquanto a construção civil teve forte piora (de 7 mil para -16 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)

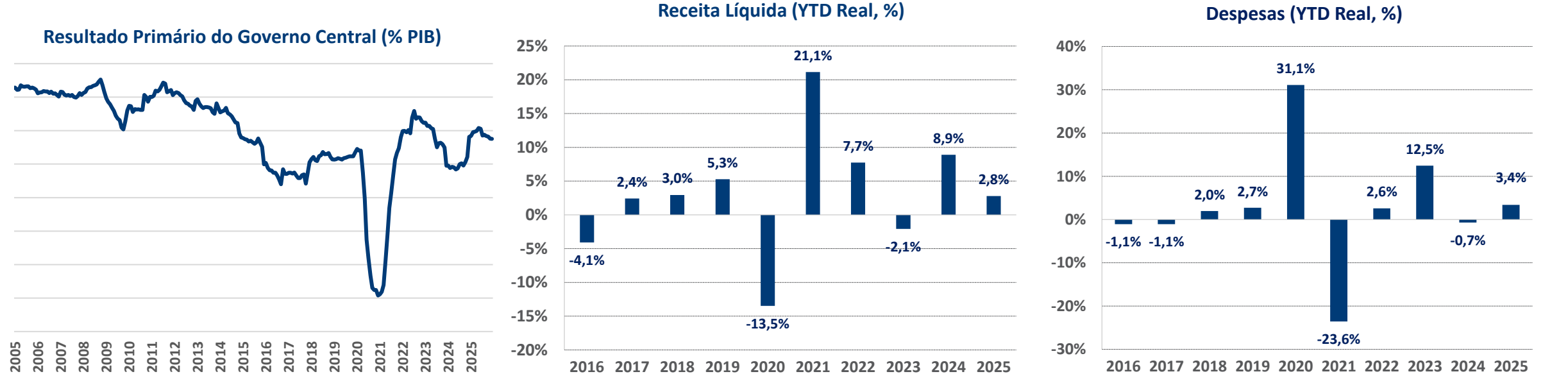


- Nossa projeção para o crescimento do PIB em 2025 foi mantida em 2,3%.
- Destaca-se a forte desaceleração da atividade econômica ao longo do ano e as importantes contribuições do setores menos cíclicos para o crescimento em 2025 (agropecuária, extrativa e seus efeitos de transbordamento em outras atividades, como transportes)
- Para 2026, projetamos 1,8%, que incorpora as novas políticas de estímulo fiscal e creditícias já aprovadas

Projeções					
	2025.IV QoQ	2025.IV YoY	2025	2026	2027
PIB	0,1%	1,7%	2,3%	1,8%	1,8%
Agricultura	-2,2%	7,0%	11,0%	1,0%	5,0%
Indústria	0,2%	1,8%	1,8%	0,7%	1,3%
Extrativa	1,5%	12,6%	8,7%	5,8%	2,5%
Transformação	0,0%	-1,3%	0,0%	-0,3%	0,7%
Eletricidade	0,6%	-0,9%	-0,9%	1,7%	2,8%
Construção Civil	0,9%	3,0%	2,1%	-1,7%	1,0%
Serviços	0,3%	1,5%	1,7%	2,3%	1,7%
Comércio	0,1%	1,8%	1,5%	1,3%	1,1%
Transportes	0,9%	3,0%	2,4%	0,1%	1,1%
Informação e Comunicação	1,1%	5,8%	6,1%	4,7%	3,7%
Serviços Financeiros	-0,1%	0,4%	1,9%	1,8%	1,0%
Aluguéis	0,4%	1,9%	2,0%	2,5%	3,0%
Outros Serviços	0,3%	0,8%	1,7%	3,6%	1,9%
APU	0,2%	1,0%	0,5%	1,6%	1,4%



- O resultado primário do Governo Central registrou superávit de R\$ 22,1 bilhões em dezembro, significativamente acima do consenso de mercado (R\$ 14,4 bilhões), enquanto permaneceu abaixo do superávit observado no mesmo mês do ano passado (R\$ 24,1 bilhões).
- As receitas líquidas cresceram 1,6% ano a ano em termos reais. A arrecadação administrada pela Receita Federal do Brasil (RFB) aumentou 8,5%, impulsionada pelas altas do Imposto de Renda (7,4%), principalmente relacionadas ao imposto retido na fonte sobre rendimentos do trabalho e ganhos de capital, IOF (27,2%), em função do aumento de alíquotas implementado alguns meses atrás, e PIS/Cofins (9,5%), refletindo o forte crescimento do setor de serviços em novembro. As contribuições previdenciárias avançaram 5,9%, evidenciando o mercado de trabalho ainda resiliente. Por outro lado, as receitas não administradas pela RFB (receitas não tributárias) recuaram 20,0%, devido a uma queda de 81,0% nas concessões e de 57,0% em dividendos e participações societárias, houve menos dividendos do BNDES e da Petrobras esse ano quando comparado a 2024.
- O gasto total cresceu 3,1% na comparação anual em dezembro. Esse aumento foi puxado pelos benefícios previdenciários, que avançaram 6,4%, em função do crescimento do número de beneficiários. Outros fatores que contribuíram para a expansão das despesas foram os gastos discricionários (14,3%) e as despesas com pessoal (9,2%).
- No acumulado do ano, a despesa total aumentou em 3,4%, impulsionada principalmente pelos benefícios previdenciários (4,1%), pelas despesas com pessoal (4,3%), e pelos gastos discricionários (6,1%).
- No geral, embora a meta fiscal de 2025 tenha sido cumprida, a elevada dependência de medidas de aumento de receita e a intensificação das pressões sobre os gastos mantêm o cenário fiscal incerto às vésperas de um ano eleitoral.

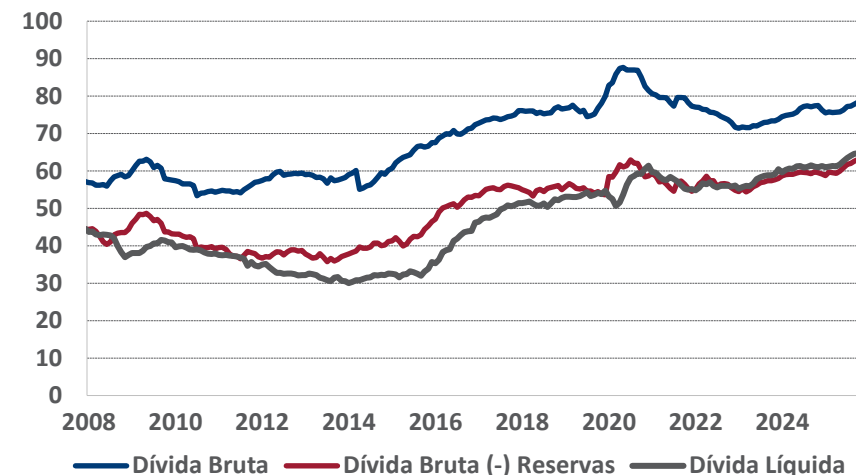




# Brasil: Resultado Primário do Setor Público

- O setor público consolidado registrou um superávit primário de R\$ 6,3 bilhões em dezembro, acima do consenso de mercado (superávit de R\$ 4,0 bilhões), e abaixo do superávit de R\$ 15,7 bilhões observado no mesmo mês de 2024.
- Na desagregação, o Governo Central e as empresas estatais apresentaram superávits de R\$ 21,6 bilhões e R\$ 4,5 bilhões, respectivamente, enquanto os governos regionais registraram um déficit de R\$ 19,8 bilhões.
- A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) recuou para 78,7% do PIB, refletindo a combinação de menor emissão líquida (-0,7 p.p.) e crescimento mais forte do PIB nominal (-0,5 p.p.), parcialmente compensada por custos nominais de juros mais elevados (+0,8 p.p.)
- O déficit do setor público se ampliou em 2025, impulsionado pelo governo central. Embora o quadro fiscal agregado pareça ligeiramente mais estável na margem, a trajetória da dívida permanece a principal preocupação, já que a DBGG aumentou 2,4 p.p. desde o final de 2024 (para 76,3% do PIB), em meio a gastos primários elevados e custos nominais de juros ainda altos.

### Dívida do Setor Público (% PIB)



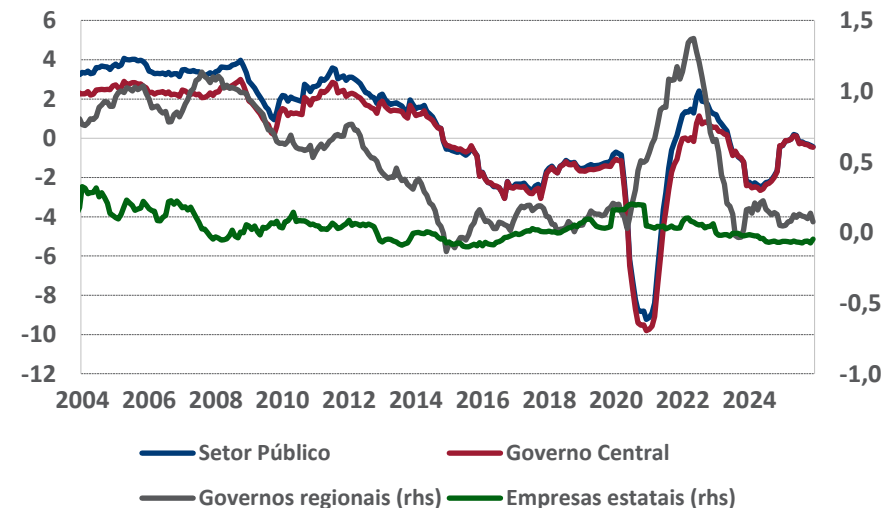
### Resultado Primário: Setor Público (% PIB)



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

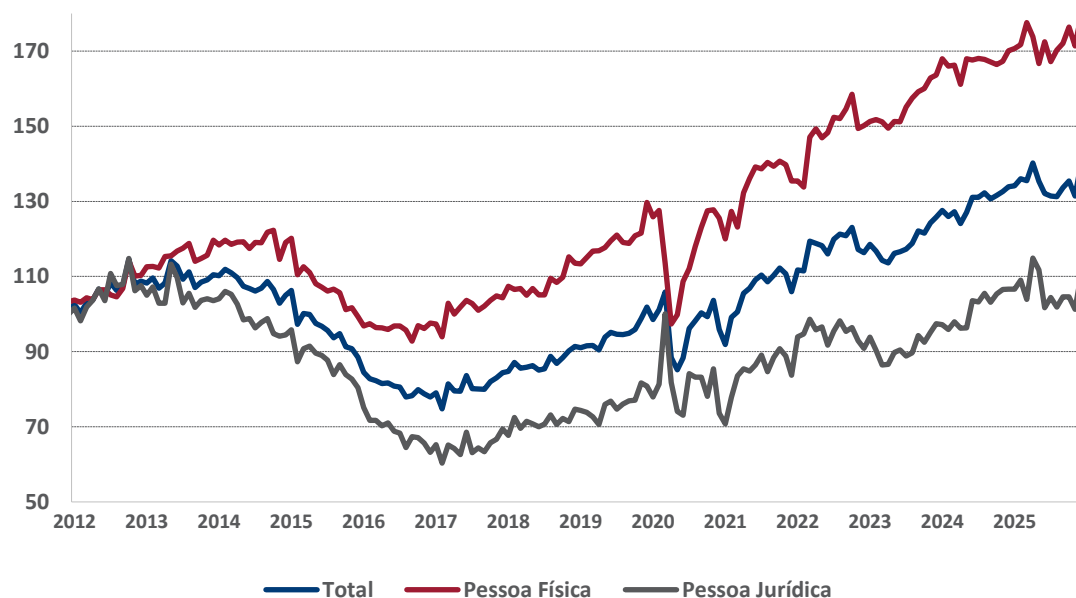


### Resultado Primário: Governos Subnacionais e Empresas Estatais (% PIB)

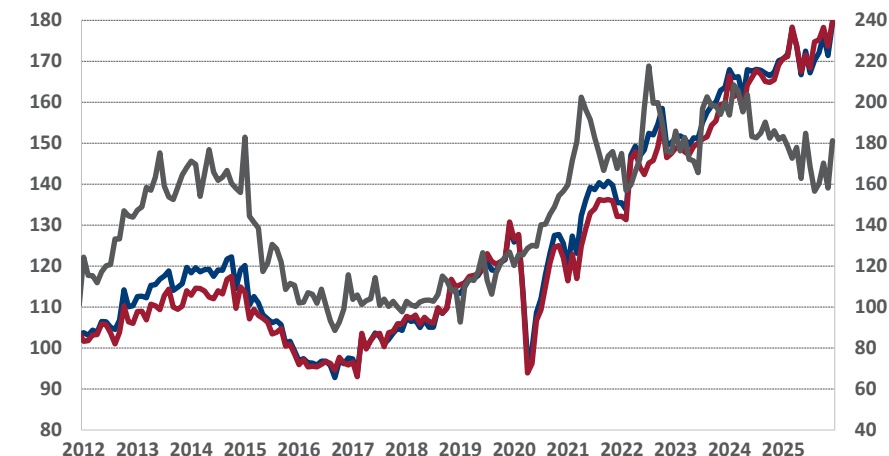


- Em dezembro, o total de concessões de crédito cresceu 6,5% MoM em termos reais, depois de cair 3,0% no último mês.
- As concessões de crédito livre cresceram 4,7% MoM em termos reais para famílias e aumentaram 8,9% para empresas na comparação mensal.
- Em suma, após um resultado misto em novembro, os dados de crédito de dezembro apontaram para uma retomada mais clara nos volumes, com alta liderada pelo segmento corporativo e expansão significativa de novas concessões. Ainda assim, a inadimplência e o endividamento das famílias continuaram avançando, e o comprometimento de renda permaneceu próximo de máximas históricas. Assim, mesmo com um impulso de crédito mais favorável, juros elevados e o peso do serviço da dívida seguem como riscos relevantes no radar para 2026.

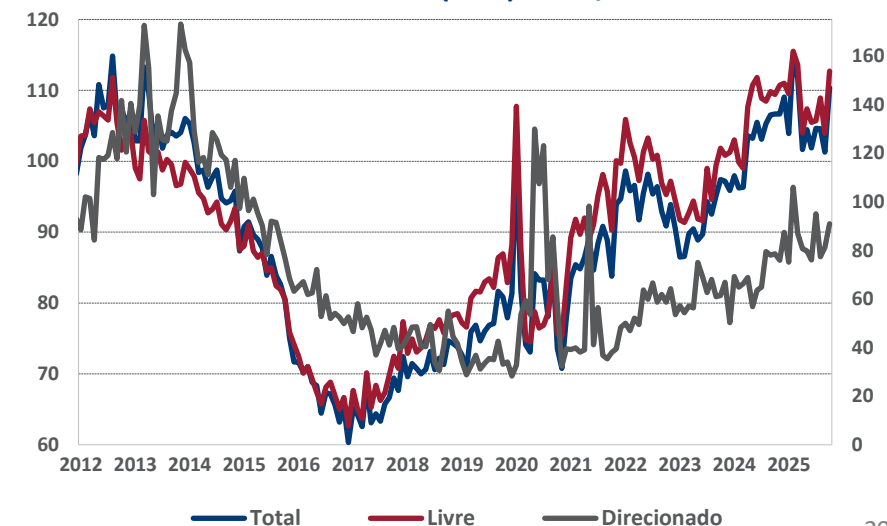
Concessões de Crédito SA (Real) - mar/11 = 100



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



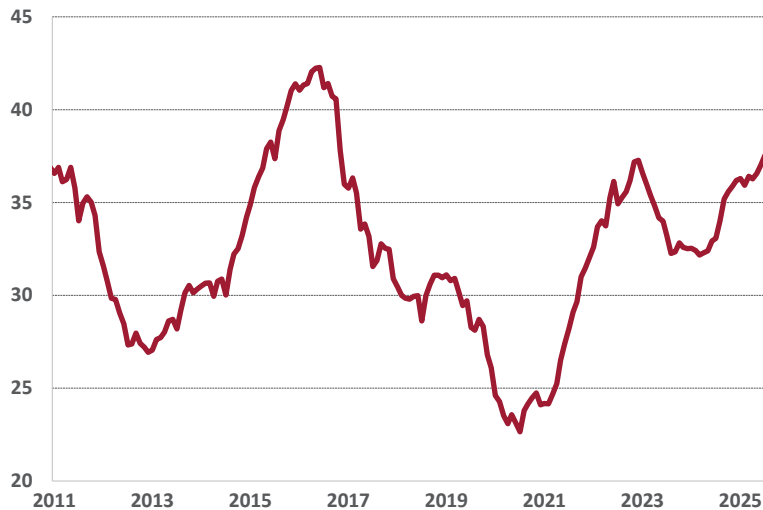
Concessões - PJ SA (Real) - Mar/11 = 100



# Brasil: Estatísticas de Crédito

- As taxas de juros médias aumentaram marginalmente, permanecendo em níveis elevados para a pessoa física, alcançando 37,6% em dezembro de 37,0% em novembro, enquanto para a pessoa jurídica, as taxas aumentaram para 21,0% de 20,6%.
- Por sua vez, a inadimplência com recursos livres para a pessoa física cresceu para 6,95% de 6,35% em novembro; Adicionalmente, para a pessoa jurídica aumentou para 3,2% de 2,9%.

Taxa média de juros - Pessoas físicas (%)

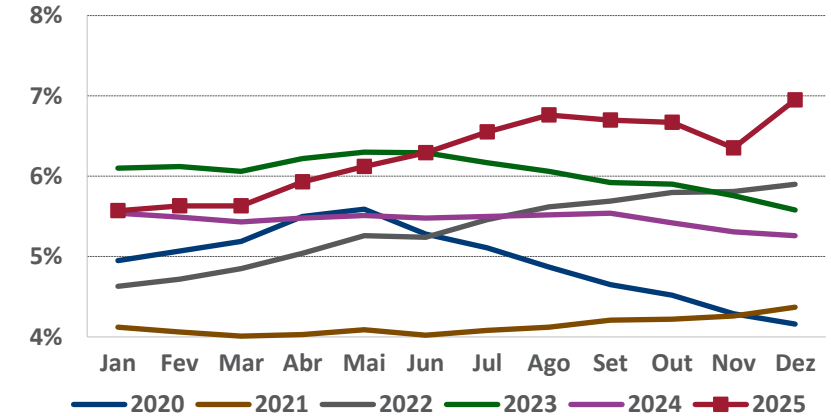


Fonte: BOCOM BBM, BCB

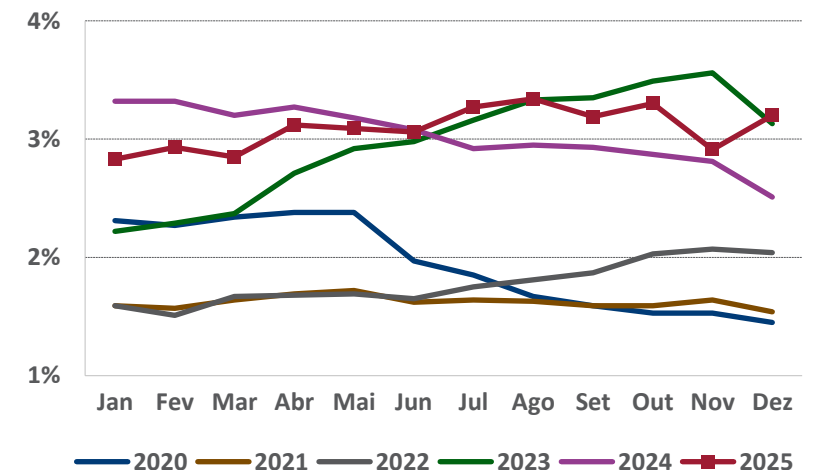
Taxa média de juros - Pessoas jurídica (%)



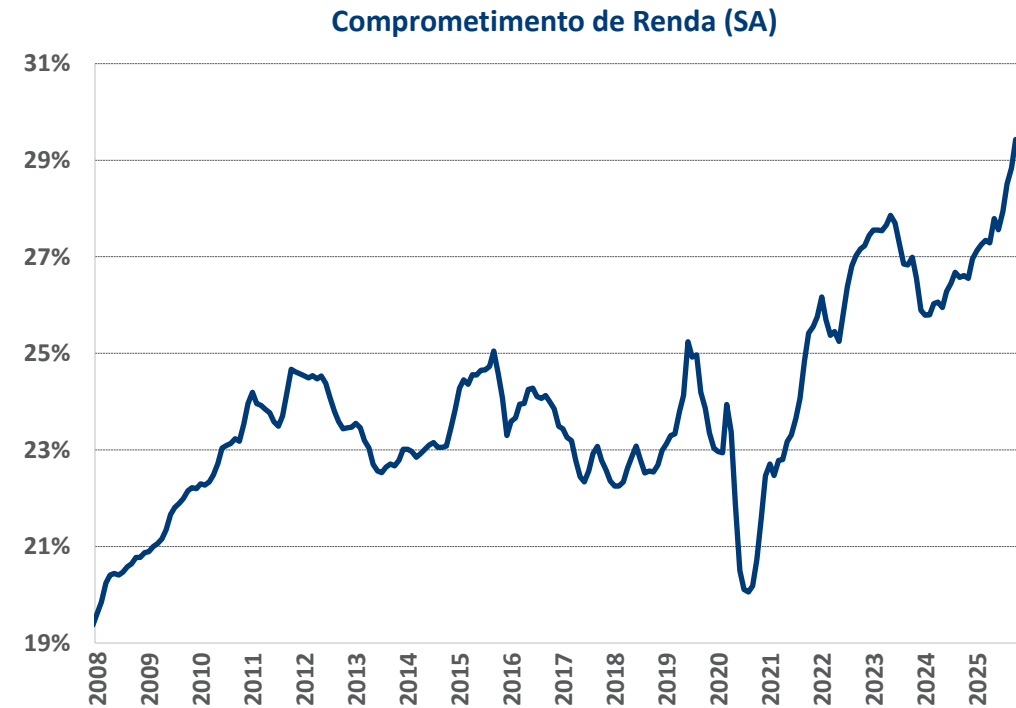
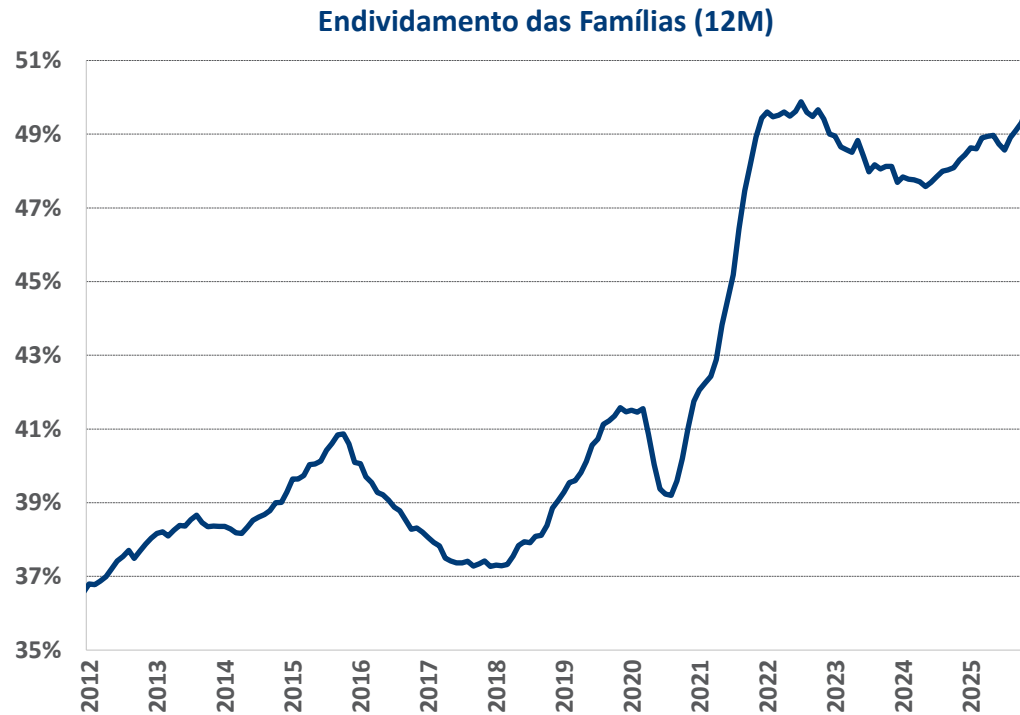
Taxa de Inadimplência com recursos livres - Pessoa Física (%)



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



- O endividamento das famílias continua alto, aumentando para 49,8% em novembro.
- Enquanto isso, o comprometimento da renda caiu para um nível dessazonalizado de 29,3% em novembro, ante 29,4% em outubro.
- As condições de crédito continuam restritivas, enquanto o endividamento das famílias continua a crescer e o comprometimento de renda com serviço da dívida permanecem em níveis elevados, próximos aos recordes.



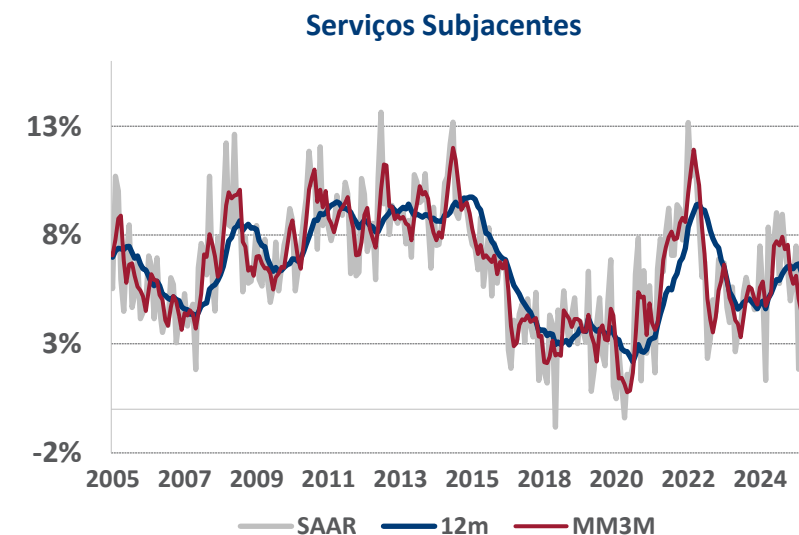
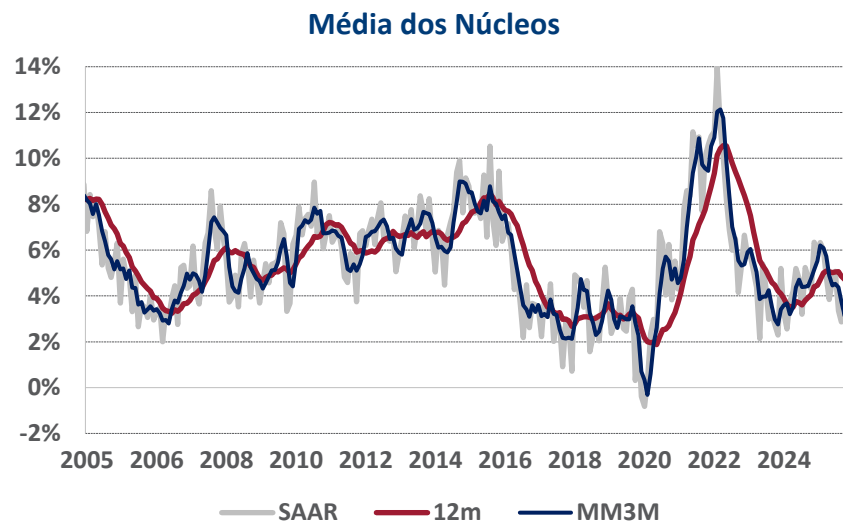
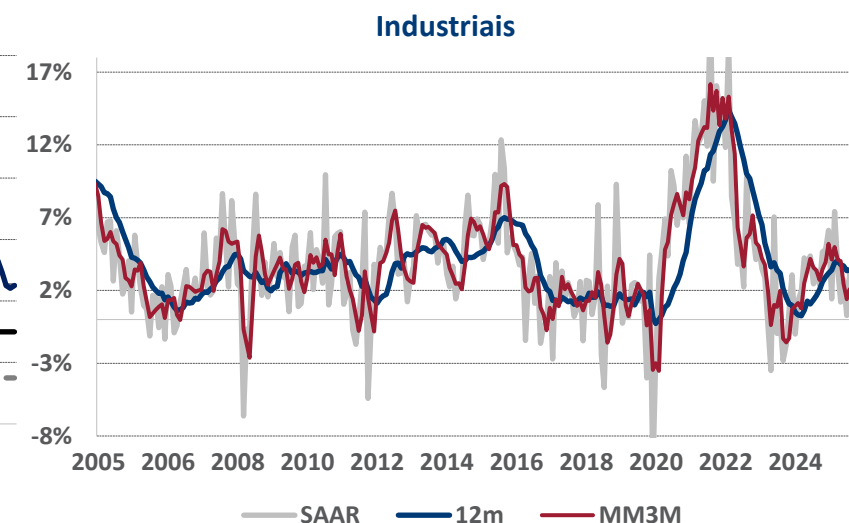
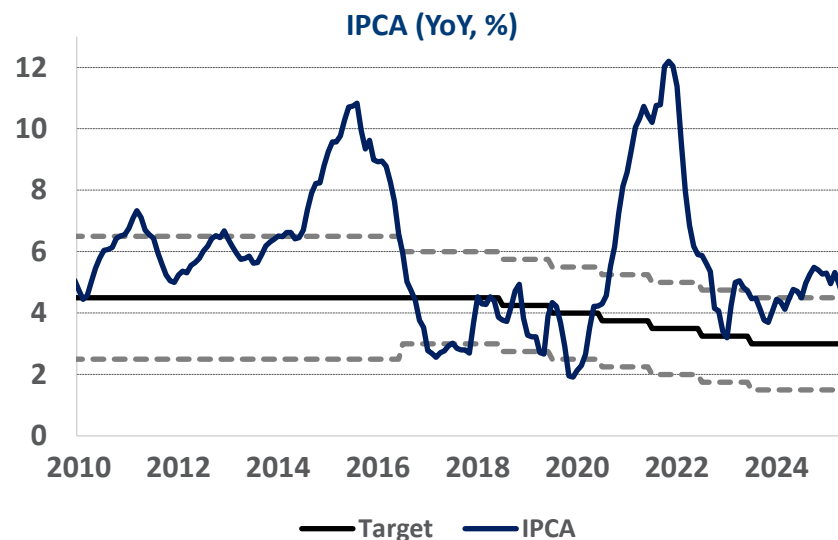
# Brasil: Inflação 2025

O IPCA-15 de janeiro subiu 0,20% MoM, ligeiramente abaixo das expectativas do mercado. O acumulado de 12 meses acelerou de 4,41% em dezembro para 4,50% em janeiro.

As principais surpresas altistas vieram de higiene pessoal, comunicação e gasolina, enquanto alimentação no domicílio, especialmente laticínios, e veículo próprio surpreenderam para baixo.

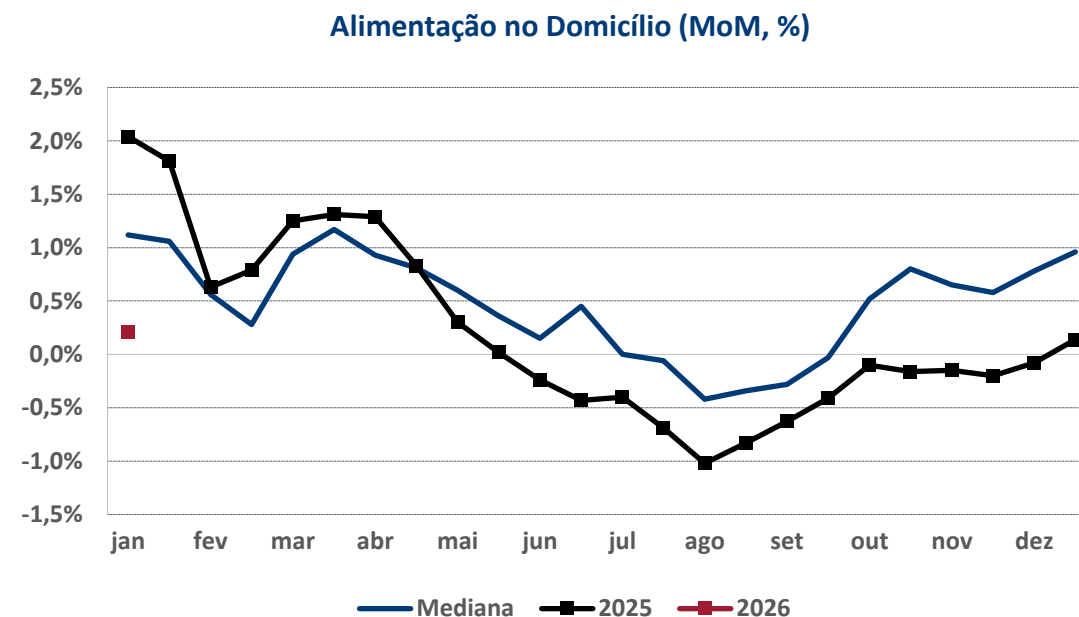
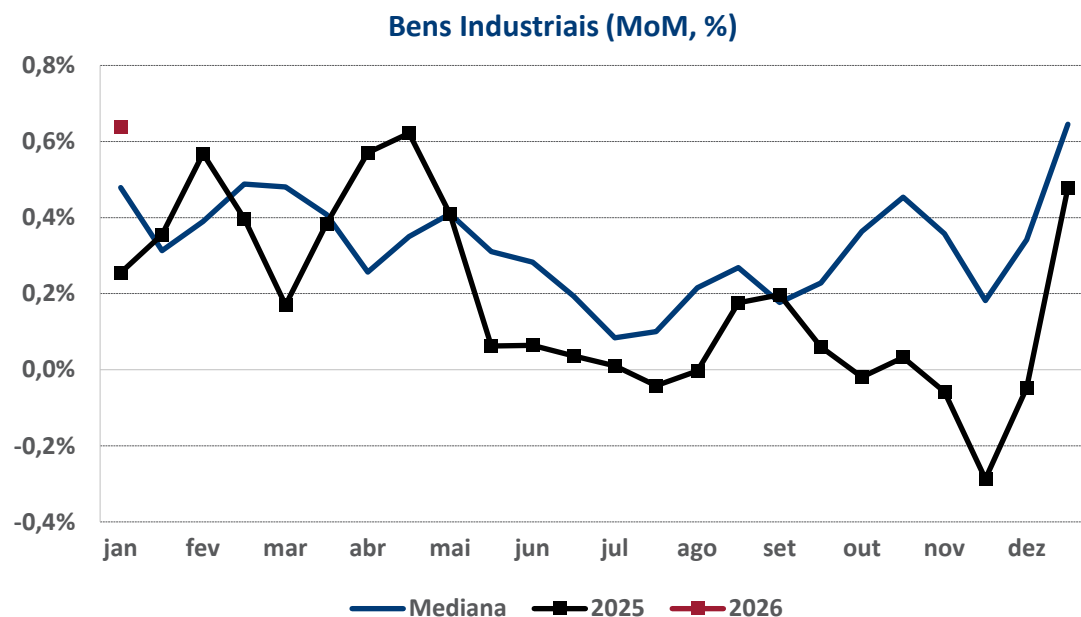
O núcleo de serviços avançou 0,53% MoM, próximo às projeções, e o SAAR 3M diminuiu de 5,52 % para 5,13%.

A média dos núcleos de inflação aumentou 0,42% MoM, com seu SAAR 3M em 3,58%.





- Os bens industriais cresceram 0,64%, superando as expectativas, enquanto o SAAR 3M acelerou de 0,9% para 2,0% em janeiro.
- Alimentação no domicílio cresceu 0,21% no mês, abaixo das expectativas. A surpresa foi disseminada entre diferentes produtos.
- De modo geral, embora os bens comercializáveis sigam com comportamento benigno, os serviços podem sofrer pressão adicional associada às condições de renda e de crédito, com o balanço de riscos permanecendo de modo geral estável nos próximos meses.

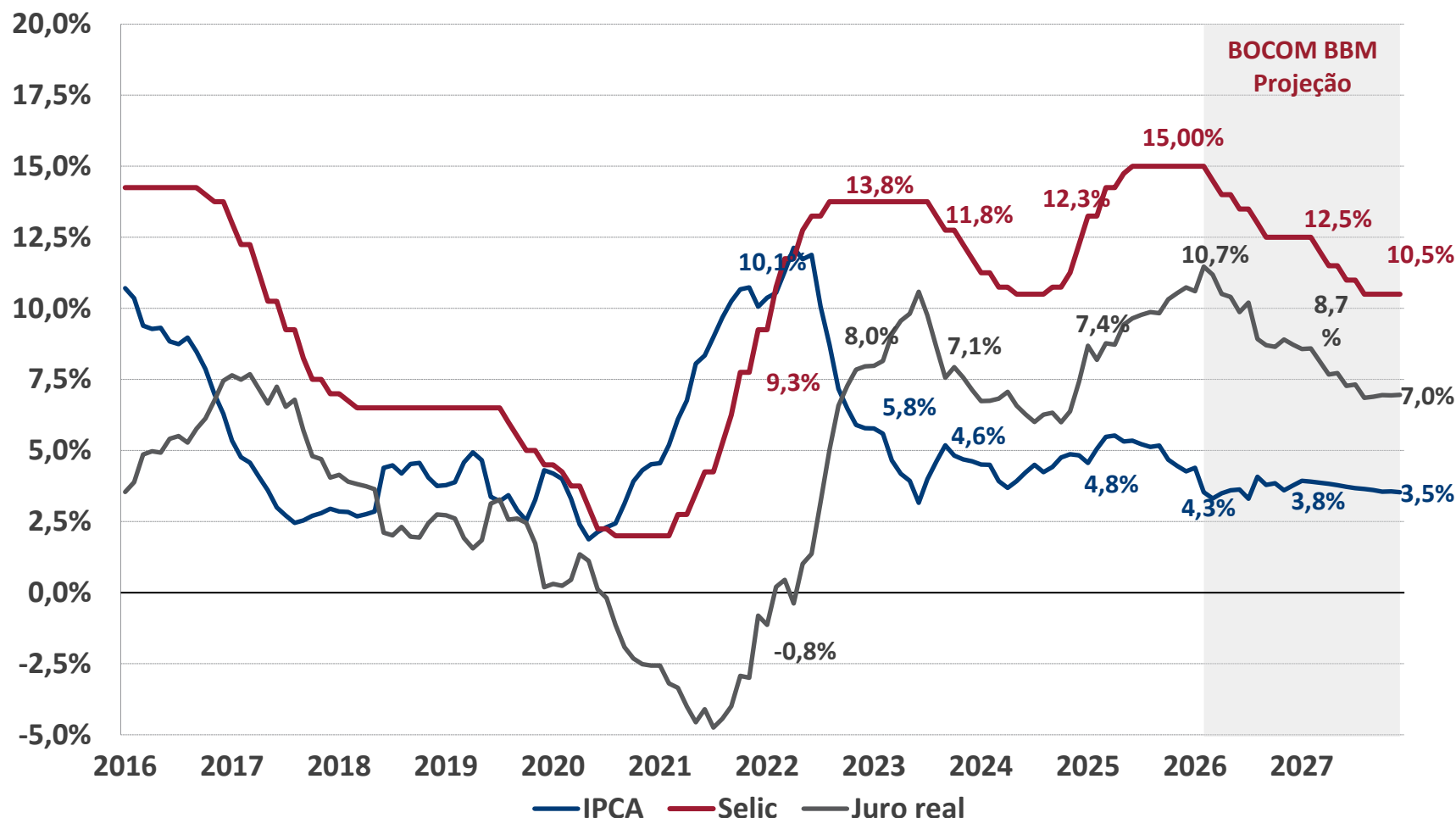


Após o IPCA-15 de janeiro, reduzimos nossa projeção para 2026 de 4% para 3,8% (puxado por alimentação no domicílio e emplacamento e licença)

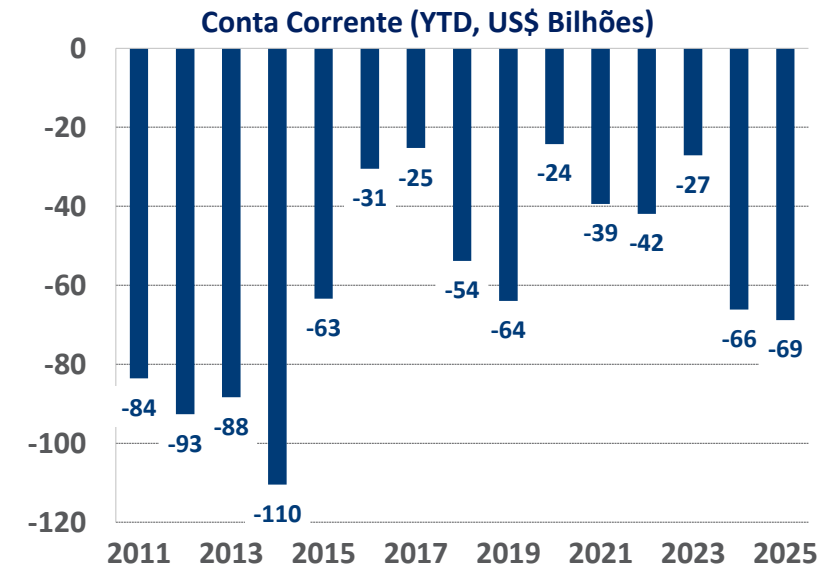
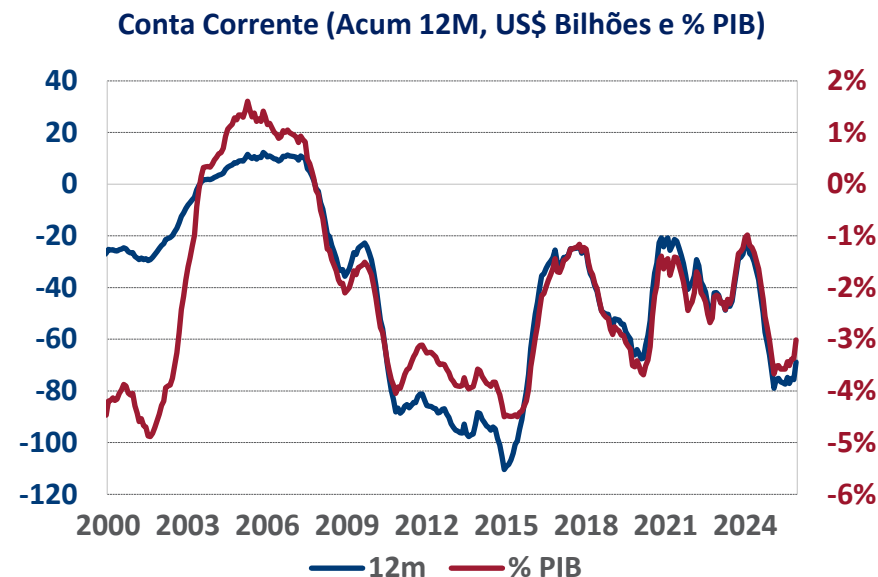
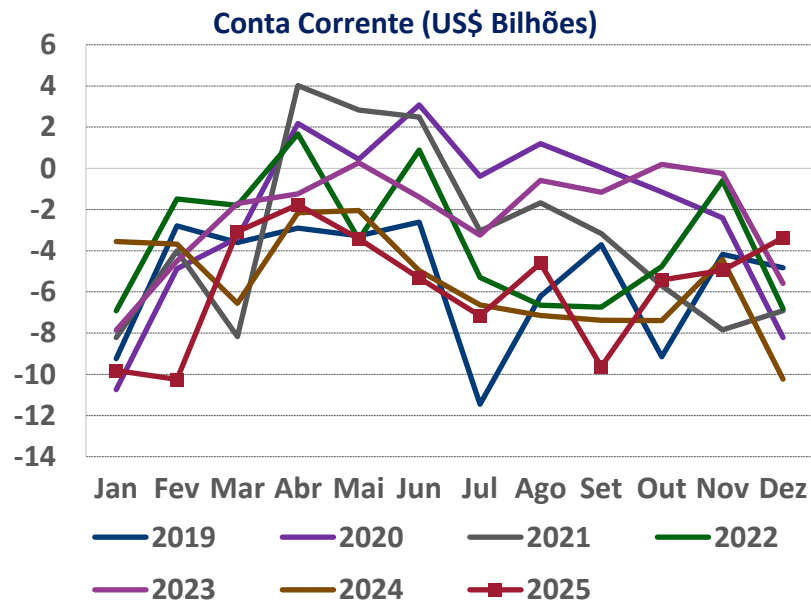
IPCA (% anual)								
	pesos	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Administrados</b>	<b>26,6</b>	<b>2,6</b>	<b>16,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>9,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>3,5</b>
<b>Industriais</b>	<b>23,6</b>	<b>3,2</b>	<b>11,9</b>	<b>9,5</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>
Duráveis	10,3	4,5	12,9	6,1	-0,4	1,5	0,5	0,8
Semi-duráveis	5,9	-0,1	10,2	15,7	2,7	2,1	3,5	2,3
Não-duráveis	7,3	4,0	11,9	9,5	1,7	5,4	3,9	3,8
<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>1,4</b>	<b>3,7</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>5,0</b>
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	6,0
Sensíveis a atividade econômica	8,2	0,2	5,1	6,3	9,5	0,9	5,4	4,3
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>4,3</b>	<b>3,8</b>

Na reunião de janeiro, o Comitê de Política Monetária manteve a taxa Selic em 15% ao ano, em linha com as expectativas de mercado. Entretanto, o Comitê sinalizou que espera iniciar o ciclo de cortes na próxima reunião, em março. As projeções de inflação para seis trimestres à frente permaneceram em 3,2% no terceiro trimestre de 2027, em um cenário no qual a taxa de juros atinge 12,25% em 2026 e 10,5% em 2027, apesar das modestas melhorias nas expectativas do Focus. As projeções de inflação próximas da meta no atual cenário da Selic no Focus, sugerem um ciclo de afrouxamento da ordem de 275 pontos-base neste ano. De modo geral, o comunicado indicou que o ciclo de flexibilização tenha início em março, mas não especificou o ritmo nem o orçamento total dos cortes de juros. O Comitê observa que a flexibilização ainda deverá manter a taxa em patamar restritivo, de forma a trazer a inflação de volta à meta.

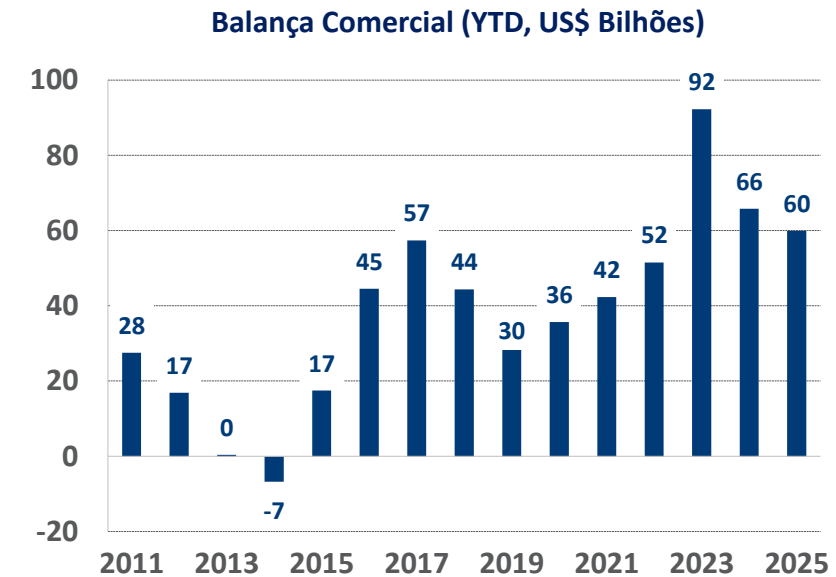
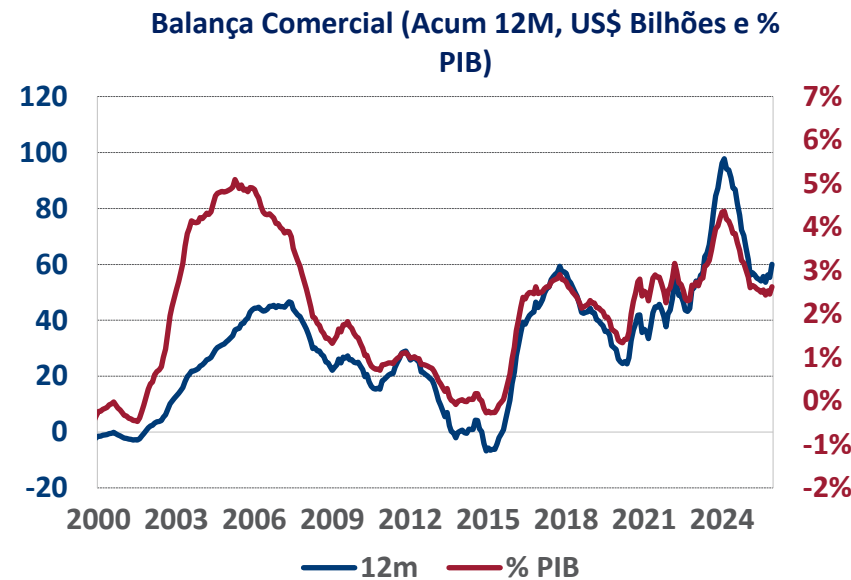
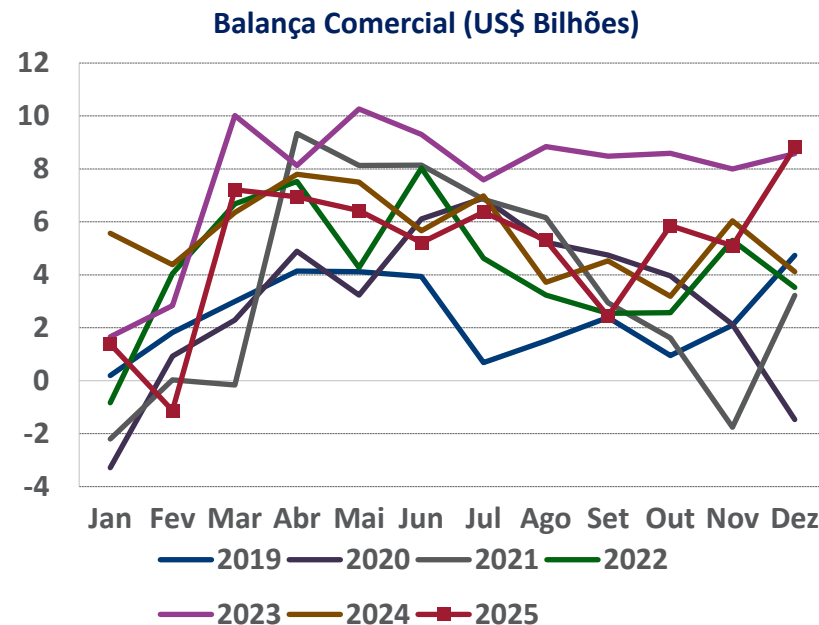
IPCA, Selic e Taxa de Juros Real Ex-post (YoY, %)



- A conta corrente brasileira registrou um déficit de USD 3,4 bilhões em dezembro de 2025, acima do consenso (USD -4,7 bilhões).
- Em base móvel de 12 meses, o déficit aumentou marginalmente de USD 68,8 bilhões (3,02% do PIB) para USD 75,7 bilhões (3,37% do PIB) em dezembro.
- Em 2025, o forte crescimento das importações foi o principal fator por trás do déficit em conta corrente, enquanto o desempenho robusto das exportações ajudou a conter um desequilíbrio mais amplo. Em termos gerais, dezembro registrou o menor déficit em conta corrente desde 2015. O investimento direto estrangeiro (IED) também veio abaixo do esperado em dezembro, explicado principalmente por uma expressiva saída líquida de lucros reinvestidos.



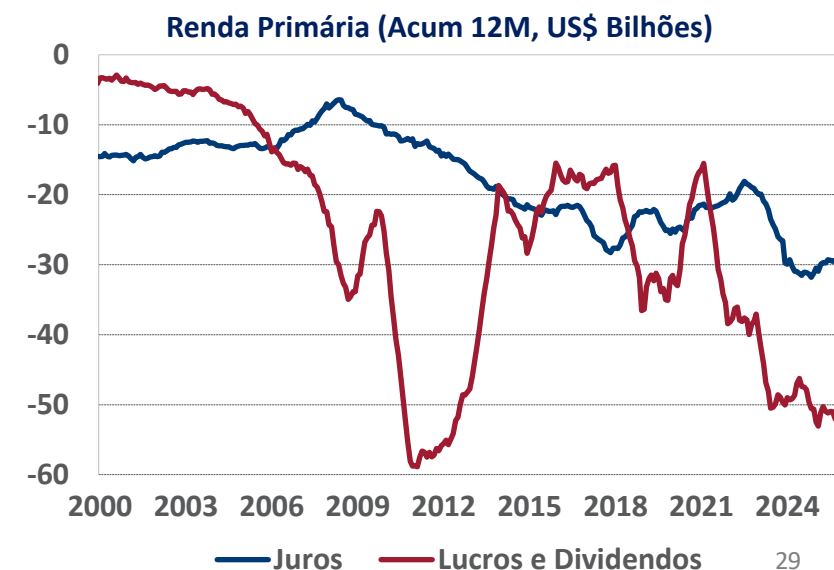
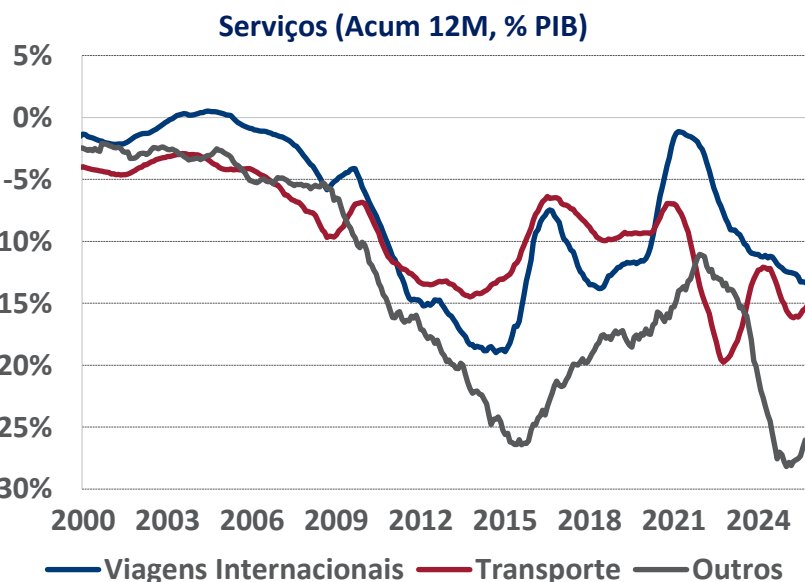
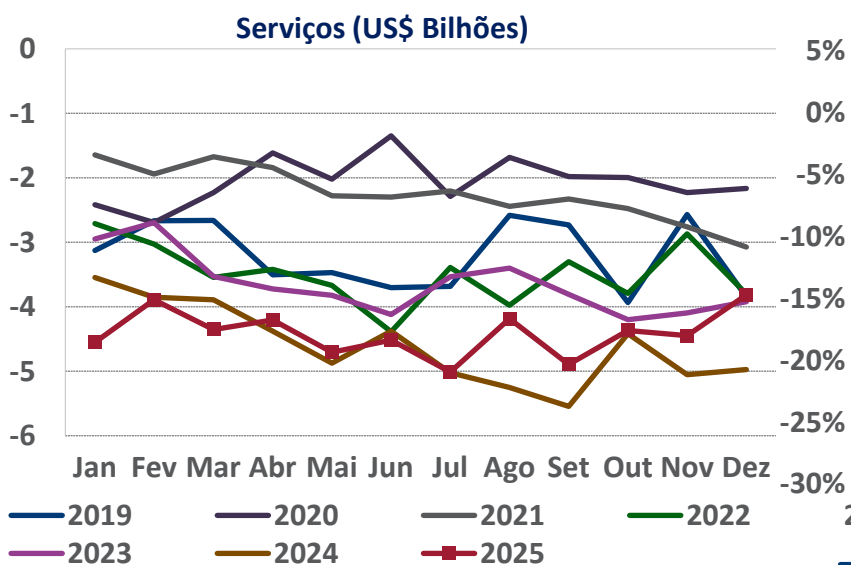
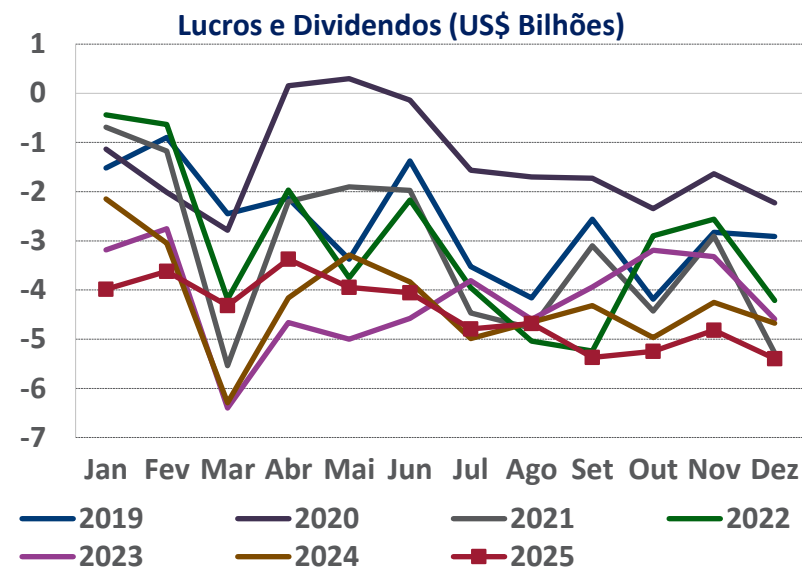
- A balança comercial registrou um superávit de USD 8,8 bilhões, acima do superávit de USD 4,1 bilhões registrado um ano antes, em dezembro de 2024.
- As exportações atingiram USD 31,2 bilhões (24,3% YoY), enquanto as importações totalizaram USD 22,4 bilhões (6,7% YoY). O desempenho das exportações tem permanecido resiliente nos últimos meses, registrando ganhos mensais de volume. Enquanto isso, as importações e as despesas líquidas com serviços vêm arrefecendo marginalmente, em linha com a moderação da demanda doméstica. Ainda assim, os volumes de importação seguem elevados, apesar da desaceleração ao longo do ano, mantendo o superávit comercial sob pressão.
- Em base móvel de 12 meses, o superávit comercial aumentou para USD 60 bilhões, de USD 55,2 bilhões em novembro.



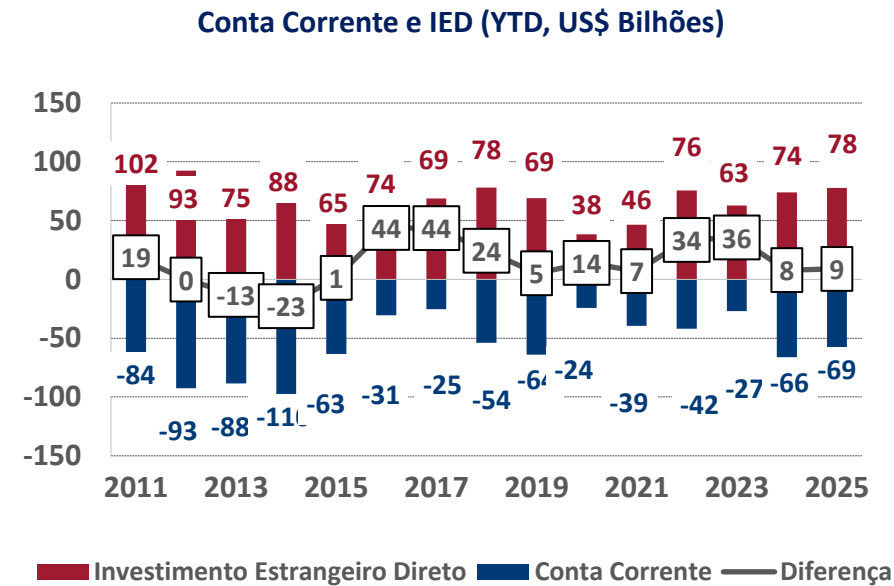
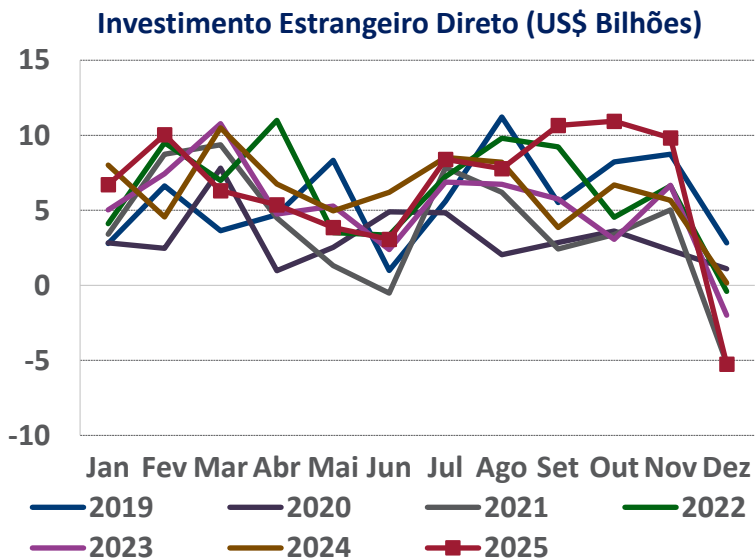


# Brasil: Balanço de Pagamentos

- O déficit de serviços foi de US\$ 3,81 bilhões em dezembro, acima do déficit de US\$ 4,97 bilhões observado no mesmo período do ano passado. Em base móvel de 12 meses, o déficit de serviços atingiu US\$ 52,9 bilhões.
- As contas de “Propriedade Intelectual” e “Telecomunicações”, cujas dinâmicas são menos sensíveis ao ciclo econômico, registraram um déficit de US\$ 1,1 bilhão e US\$ 0,4 bilhão, respectivamente.
- Além disso, a conta de “Serviços Pessoais, Culturais e Recreativos” registrou um superávit de US\$ 38,8 milhões em dezembro de 2025, desacelerando em relação ao superávit de US\$ 36,1 milhões em novembro de 2025.



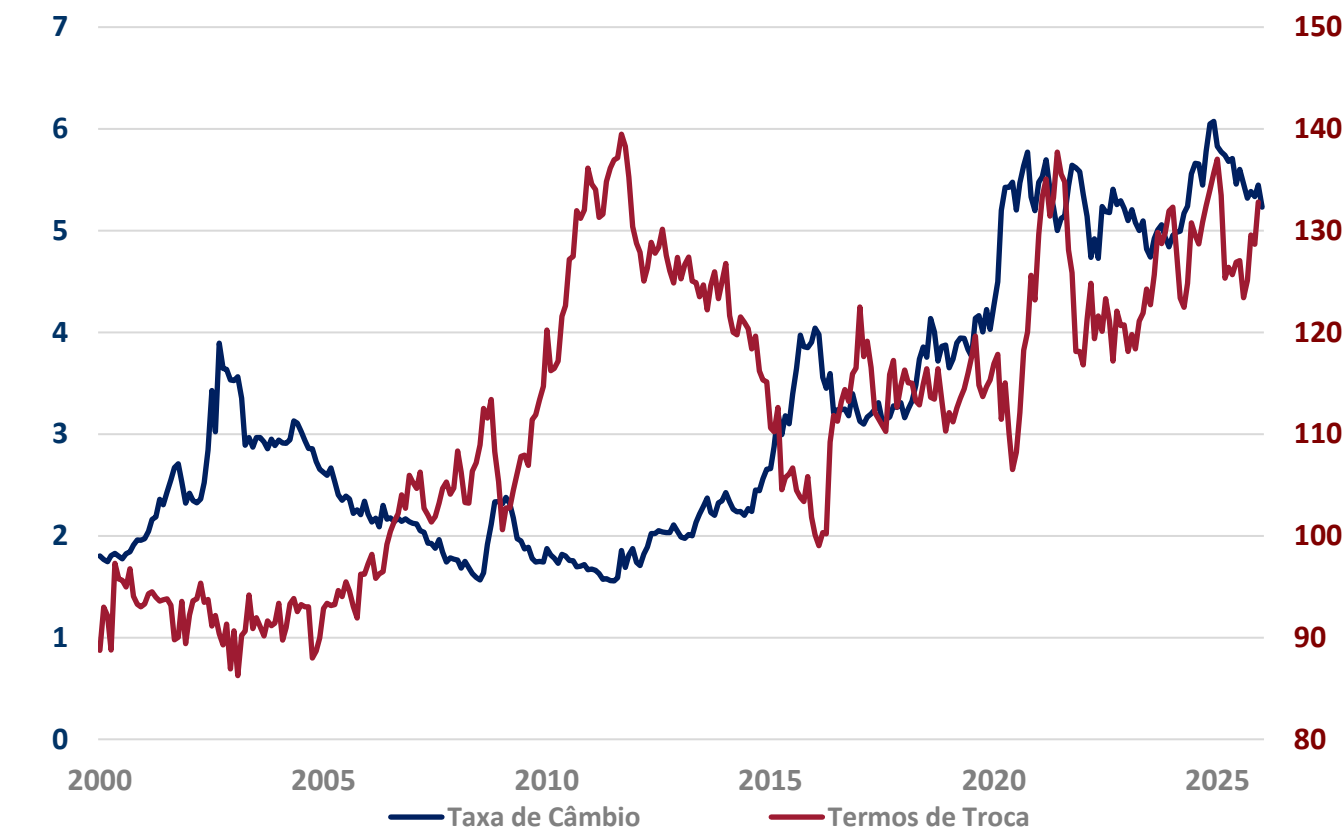
- O investimento estrangeiro direto (IED) registrou entradas líquidas de US\$ 5,2 bilhões em dezembro, abaixo do consenso do mercado de US\$ 0,9 bilhão.
- Em base móvel de 12 meses, os influxos de IED atingiram US\$ 77,7 bilhões (3,41% do PIB), ante US\$ 83,1 bilhões registrados em novembro. O maior nível anual desde 2018.



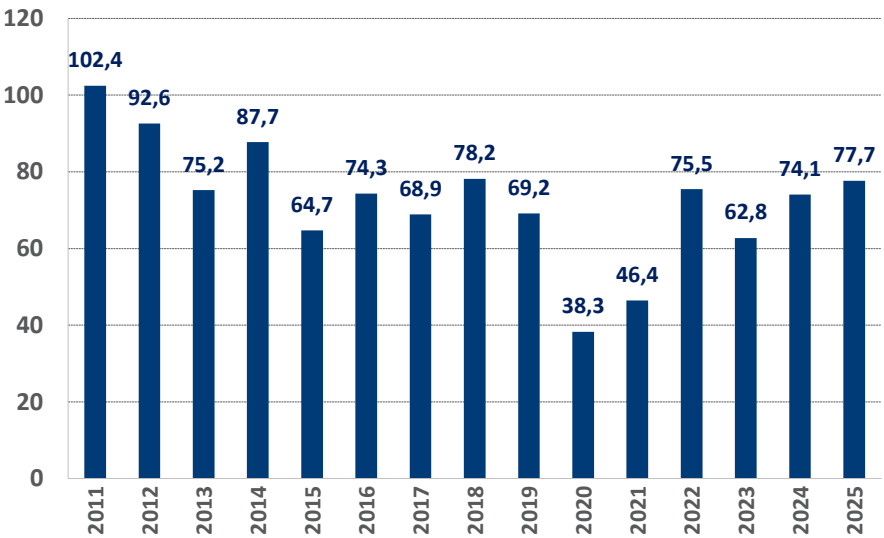
# Brasil: Setor Externo

Em janeiro, o real brasileiro se apreciou de 5,45 para cerca de 5,23 por dólar. Em termos líquidos, o desempenho recente da moeda reflete uma combinação de melhora no sentimento de risco global e desvalorização do dólar. No cenário internacional, sinais de arrefecimento do mercado de trabalho dos EUA e um ambiente geopolítico menos adverso favoreceram uma rotação mais ampla para moedas de mercados emergentes, à medida que investidores realocaram portfólios em um contexto de dólar marginalmente mais fraco. No âmbito doméstico, o aumento das tensões entre o Executivo e o Legislativo manteve a incerteza política elevada, impedindo uma melhora sustentada no sentimento local. Nesse contexto, o real se apreciou, mas o movimento segue sendo predominantemente impulsionado por fatores externos, e não por um fortalecimento estrutural dos fundamentos domésticos.

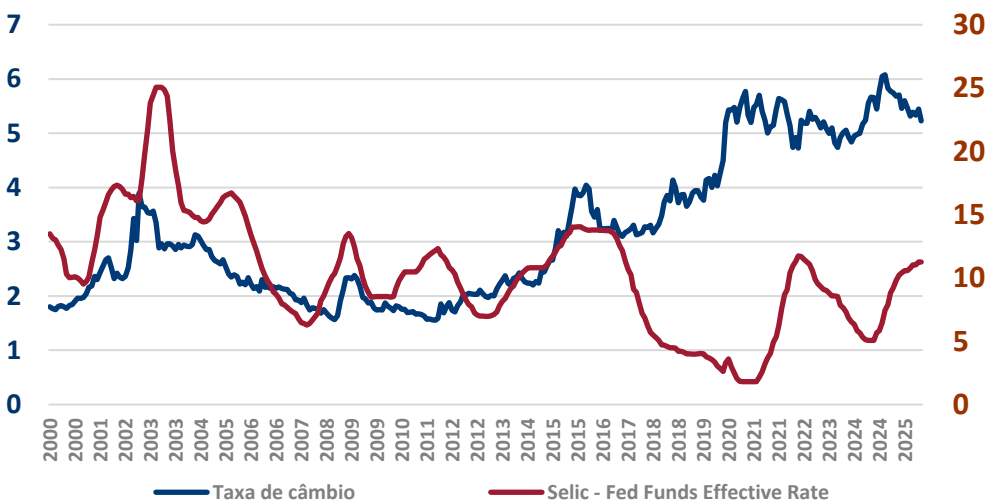
### Termos de Troca x BRL



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

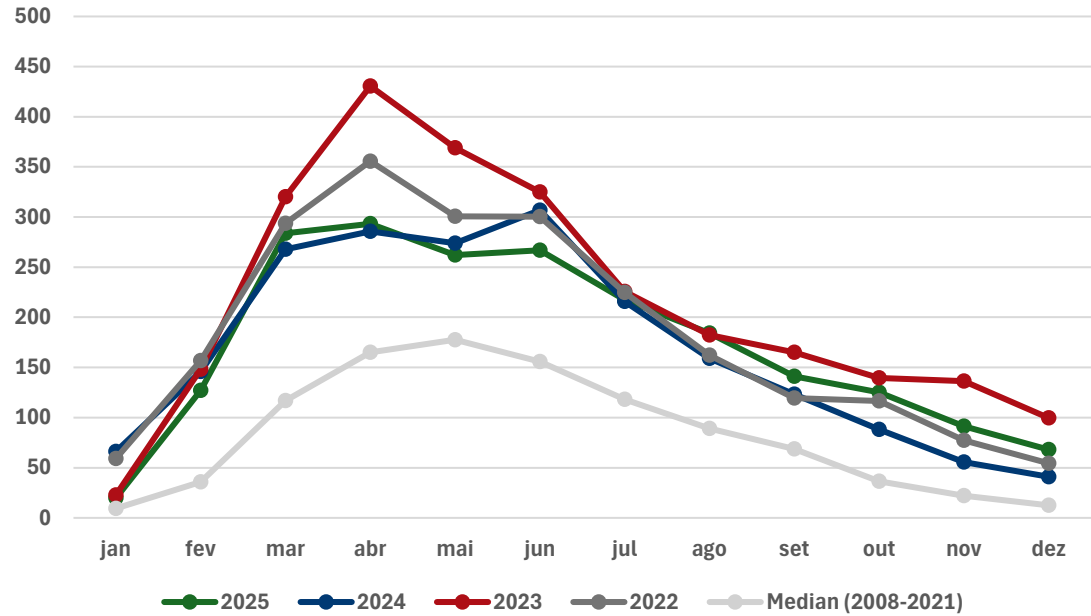


### Diferencial de Juros x BRL

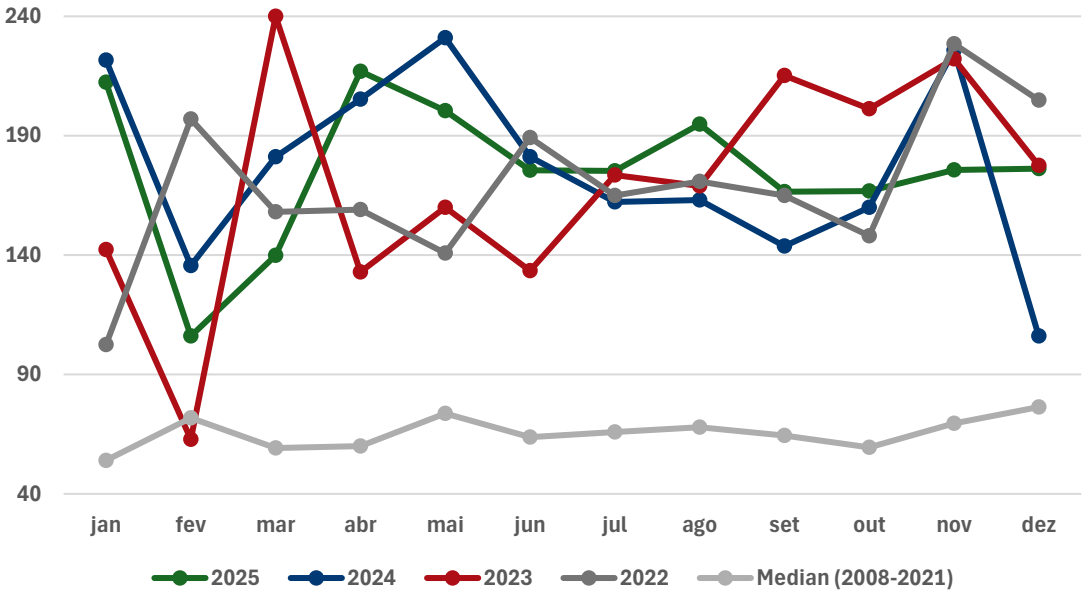


- Em dezembro de 2025, as exportações totalizaram US\$31,037 bilhões e as importações US\$21,404 bilhões, resultando em um saldo positivo de US\$9,63 bilhões.
- As exportações aumentaram 24,7% YoY, principalmente devido ao desempenho da agropecuária (43,5% YoY), com destaque para o aumento das exportações de soja (73,9%), café não torrado (52,9%), milho (46,0%) e pecuária (70,5%).
- Enquanto isso, as importações cresceram 5,7% YoY, principalmente devido a produtos da indústria de transformação, como óleos combustíveis derivados de petróleo (exceto petróleo bruto) (+42,9%), outros medicamentos, incluindo veterinários (+47,7%), e fertilizantes químicos (exceto fertilizantes brutos) (+25,4%).

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.