

VINCI COMPASS

Cenário Macro
Novembro 2025

Expansão Fiscal e Monetária nos EUA?
Bolha Global??

José Carlos Carvalho



Estados Unidos: *Enjoy the party but stay close to the door*



Os dados correntes apontam para uma desaceleração da economia, com crescimento do PIB mais fraco do que nos últimos anos e consumo perdendo força. No entanto, o impulso da **política fiscal expansionista** (déficit elevado em torno de 6% do PIB) e a expectativa de mais **cortes de juros pelo Fed** geram a expectativa de que a economia pode voltar a se reacelerar nos próximos trimestres.



A inflação está acima da meta do Fed, mas deve permanecer estável por mais algum tempo, em grande parte devido à forte desaceleração da inflação de **serviços**, que representa dois terços do índice nos EUA e não é afetada por tarifas. Novos aluguéis caem cerca de **9% a/a**, reforçando a tendência desinflacionária, enquanto salários também desaceleram.



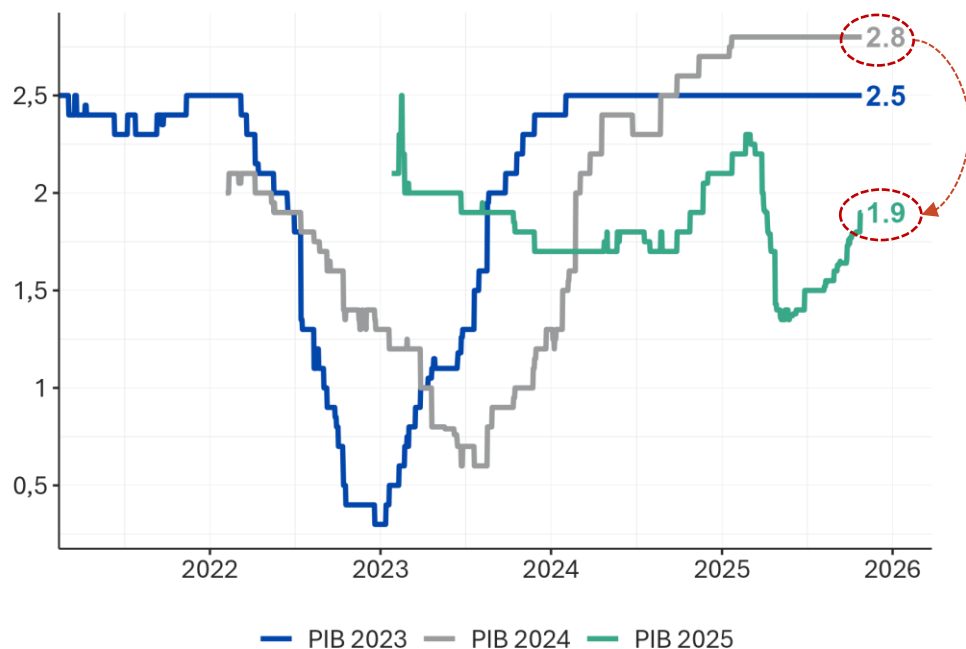
Risco de bolha e ciclo de política monetária: Com a inflação alta porém controlada, a combinação de estímulos fiscal e monetário pode sustentar um período de maior crescimento. Porém, conforme a economia volte a aquecer, o Fed provavelmente terá de reverter mais à frente os cortes de juros. Esse movimento pode levar ao estouro de uma bolha de ativos, semelhante a ciclos passados. Mas esse risco não parece ser imediato. ***Enjoy the party but stay close to the door.***

Números correntes da economia americana estão mais fracos do que nos dois últimos anos. Por que a euforia dos mercados?

Consenso do mercado vem revisando o crescimento do PIB americano de 2025 para baixo

EUA: Expectativas do PIB (Anual)

Atualizado em: 27-out-25

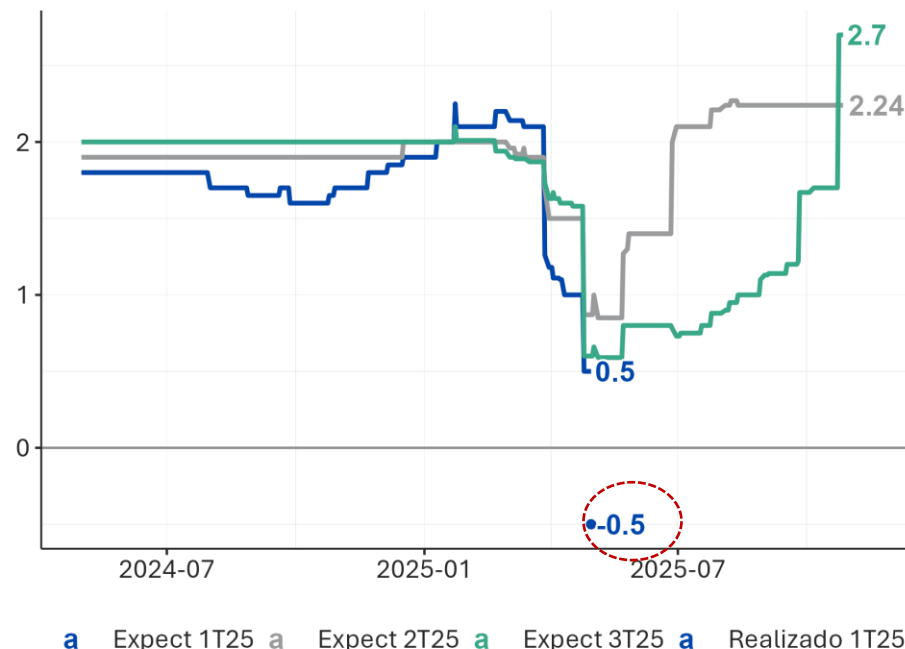


Fonte: Vinci Compass & Bloomberg

Crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2025 foi negativo, -0.5%, abaixo do consenso do mercado. Para o segundo trimestre é esperado um crescimento positivo, mas baixo

EUA: Expectativa de Crescimento do PIB (QoQ Anualizado)

Última Atualização: 27-out-25

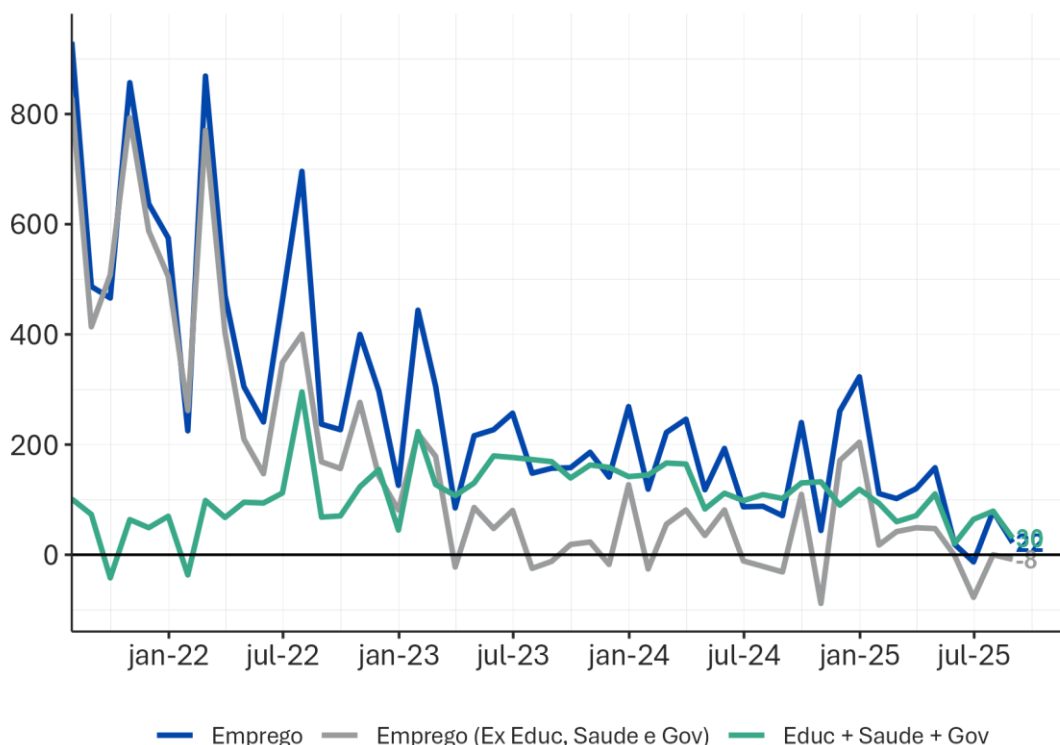


Fonte: Vinci Compass, BBG

Criação de novos empregos (NFP) caiu rapidamente de uma média de 150k por mês para próximo de zero. Por que não há medo de recessão?

EUA: Emprego Ex Educação, Saúde e Governo

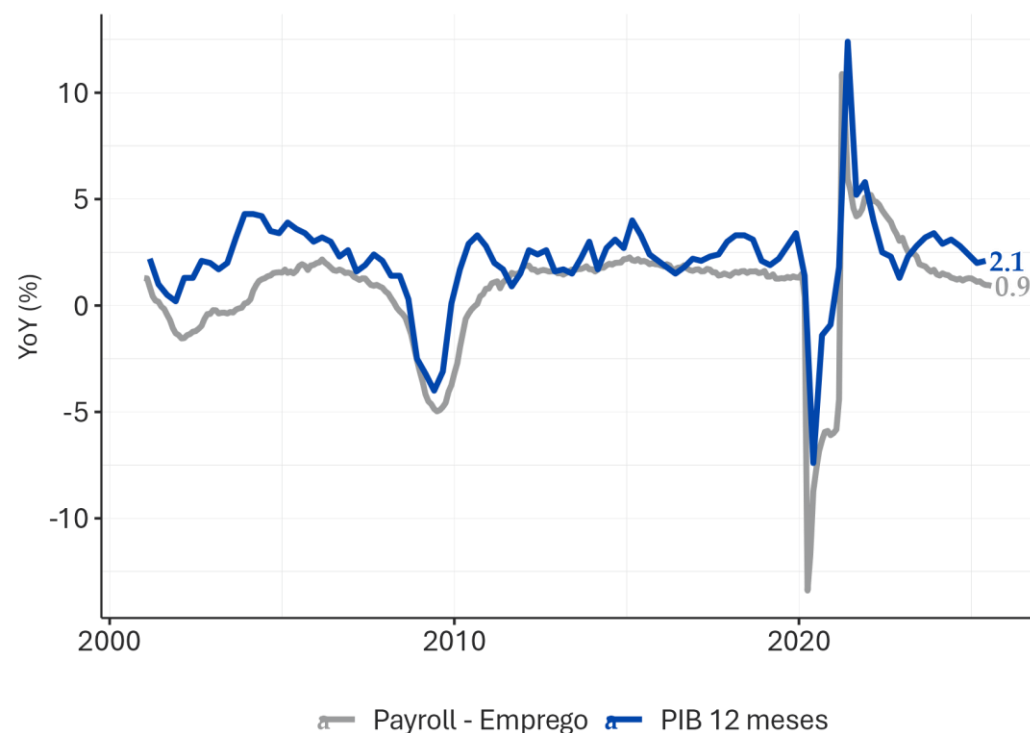
Atualizado em: ago 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Crescimento do PIB x Crescimento no Emprego

Última Atualização: ago-25



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

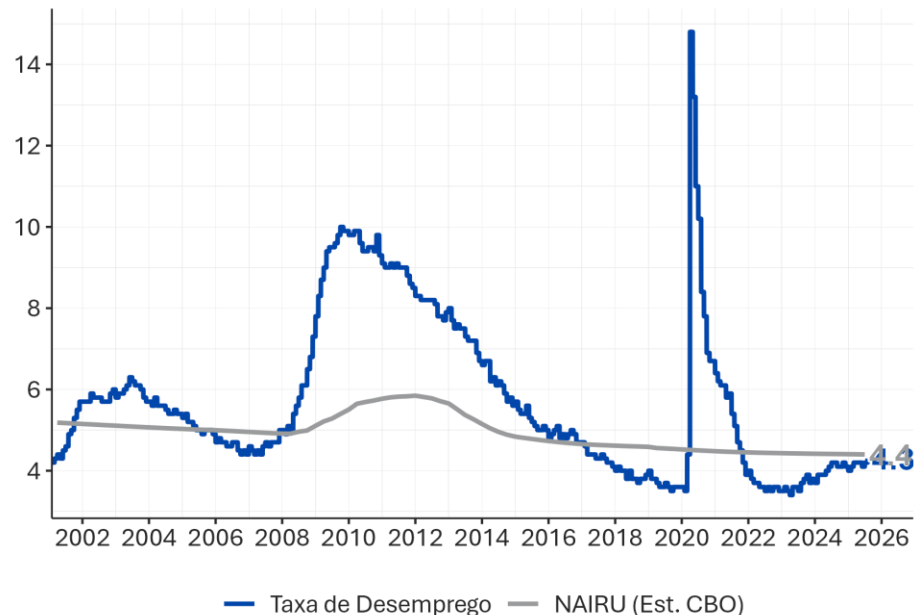
Desemprego deve superar a taxa natural quando os dados do mercado de trabalho voltarem a ser divulgados

Combate à imigração reduziu significativamente a oferta de trabalho? Inflação de salários continua em queda.

Desemprego vai aumentar nos próximos meses? Primeiro as empresas param de contratar (o que já aconteceu) e em seguida começam a demitir

EUA: Taxa de Desemprego (%)

Atualizado em: ago 2025

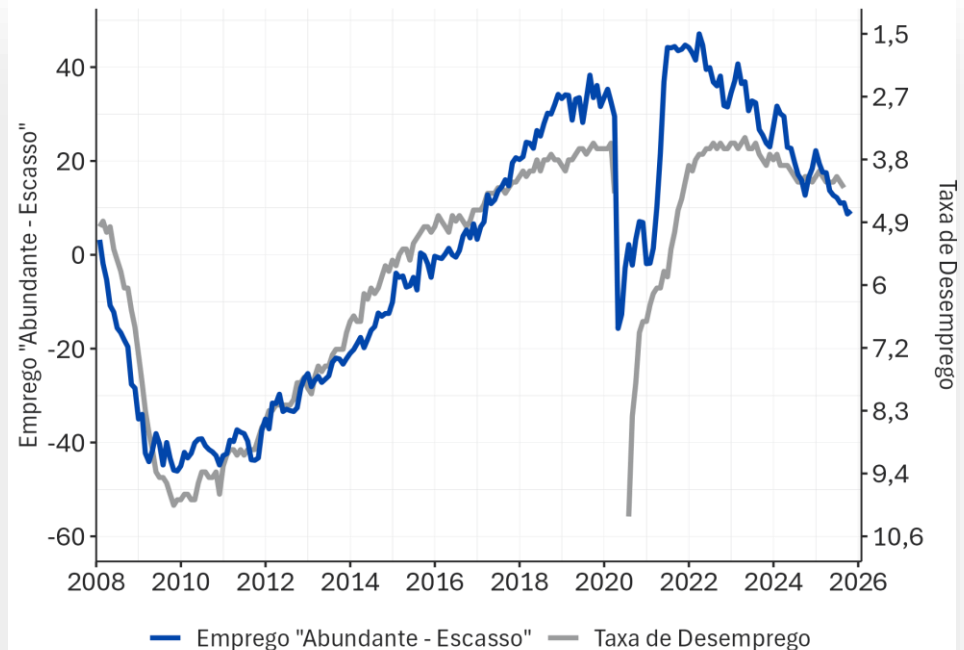


Fonte: Vinci Compass, BLS, CBO

Pesquisa do Conference Board sugere que emprego está mais "escasso", o que no passado antecipou uma alta no desemprego

EUA: Conference Board - Emprego "Abundante - Escasso"

Atualizado em: out 2025 (Esq.), ago 2025 (Dir.)

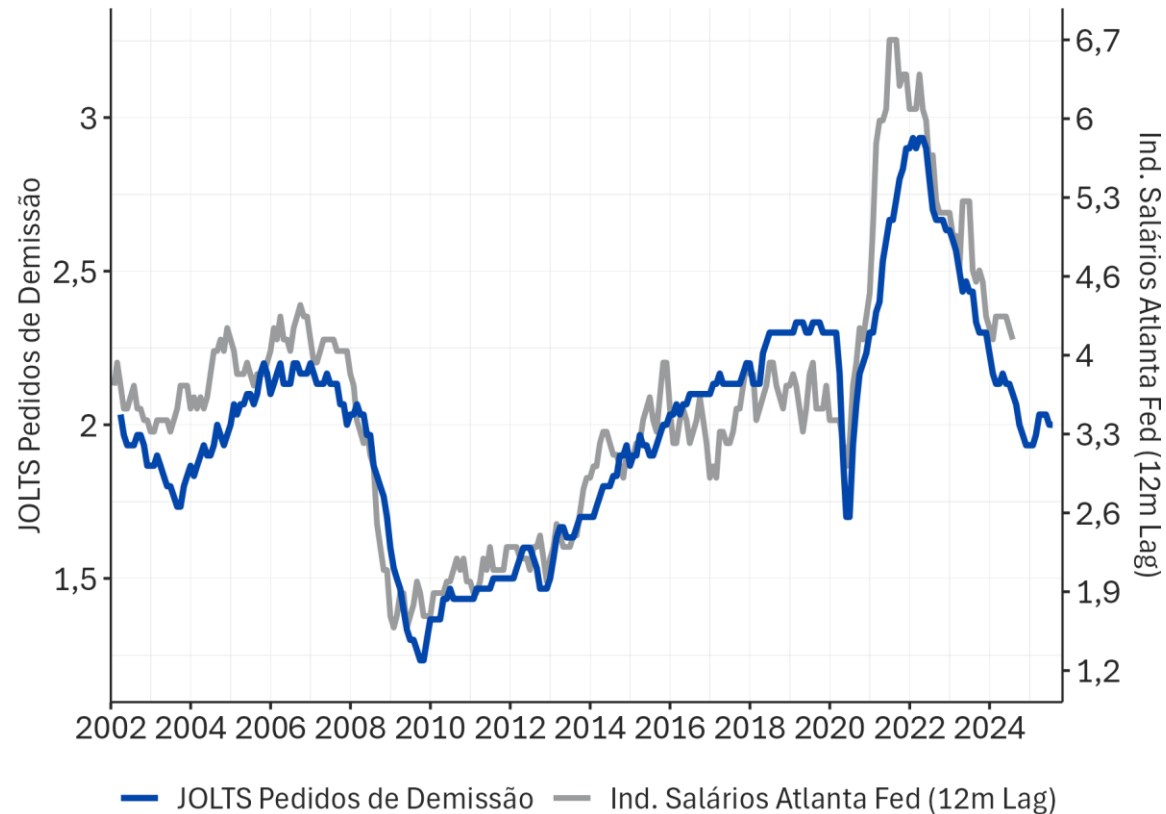


Fonte: Vinci Partners, Conference Board, BLS

Inflação de salários segue desacelerando e queda nos pedidos de demissão voluntários sugere que desaceleração vai continuar

EUA: JOLTS Pedidos de Demissão x Ind. Salários Atlanta Fed

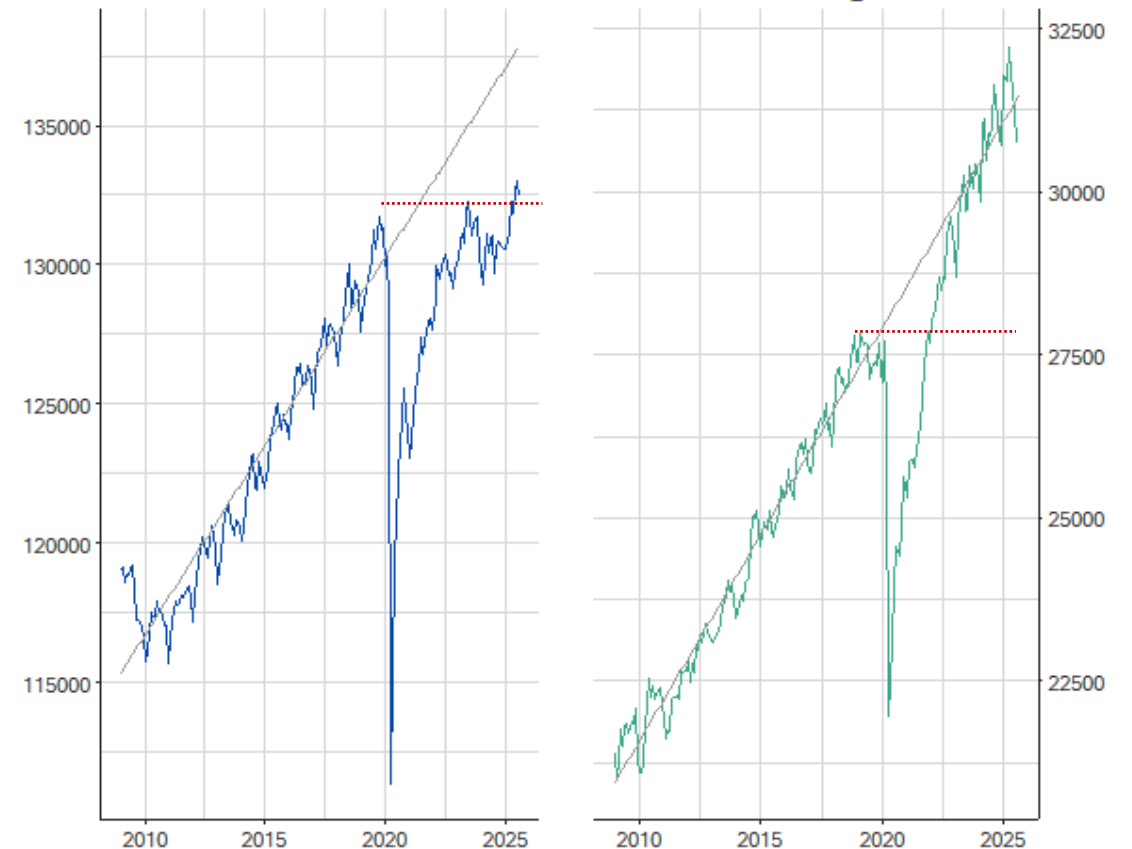
Atualizado em: jul 2025 (Esq.), jul 2024 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Trabalhadores nos EUA (Household Survey)

Americanos Estrangeiros



Políticas monetária e fiscal (muito) expansionistas fazem o mercado olhar para a frente e não para os dados correntes

- **Antes**

- Scott Bessent: Déficit Fiscal Americano irá cair para 3% do PIB ao longo do governo Trump
- Fed vai fazer uma queda cautelosa dos juros para evitar que o choque de oferta negativo se perpetue na inflação como na década de 70

- **Agora**

- Big Beautiful Bill deve deixar o déficit fiscal americano em torno de 6% do PIB por vários anos. Scott Bessent & Lula: “Vamos resolver o problema do déficit via crescimento”
- Nomeação política para o Fed de alguém disposto a ser mais agressivo na queda de juros

Déficit fiscal americano deve ficar em torno de 6% do PIB ao longo dos próximos anos

Após 2023, a tendência do déficit fiscal tem sido de piora. ONE BIG BEAUTIFUL BILL deve manter déficit fiscal acima de 6% do PIB nos próximos anos

EUA: Déficit Fiscal (% PIB)

Atualizado em: ago 2025

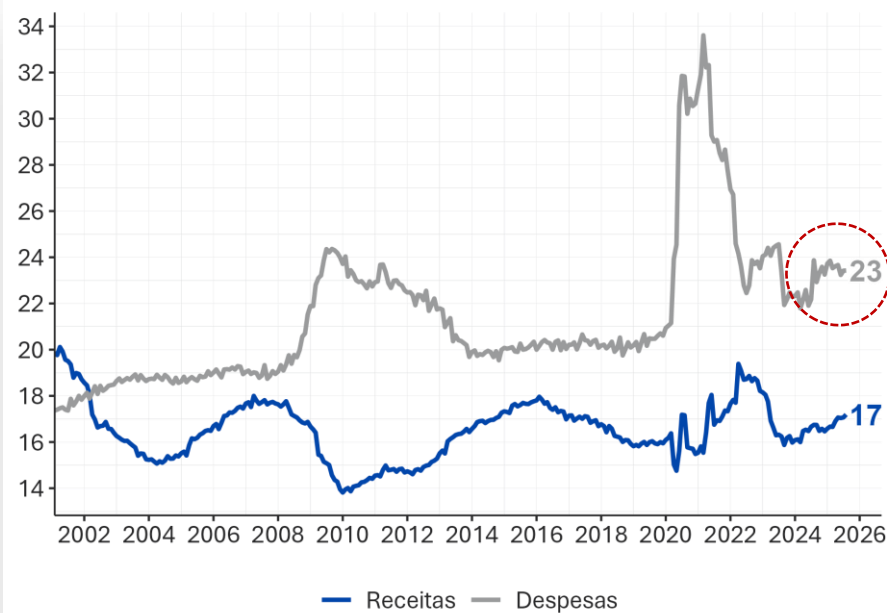


Fonte: Vinci Partners, US Treasury

Nível do gasto do governo é elevado historicamente, especialmente se considerarmos que a economia está próxima do pleno emprego

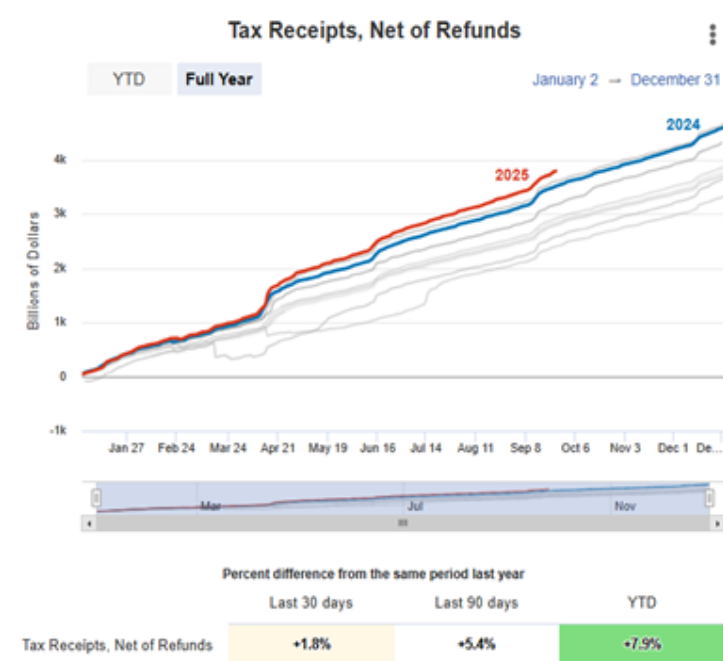
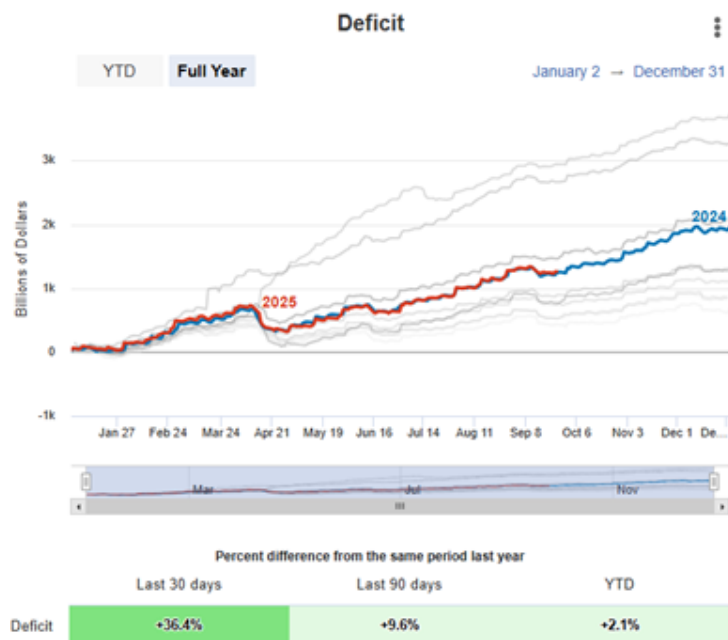
EUA: Contas Fiscais (% PIB)

Atualizado em: ago 2025



Fonte: Vinci Partners, US Treasury

Mais arrecadação e mais gastos. Déficit fiscal em 2025 segue igual a 2024



Tesouro conseguiu recompor o caixa (TGA) sem aumentar a inclinação da curva de juros (emitindo papéis curtos)

Em 2023, um dos motivos por que houve uma emissão forte de títulos após a elevação do teto da dívida foi a recomposição rápida do caixa do Tesouro. Dessa vez a recomposição foi de menor magnitude

EUA: Caixa do Tesouro - Milhões

Atualizado em: 27-out-25

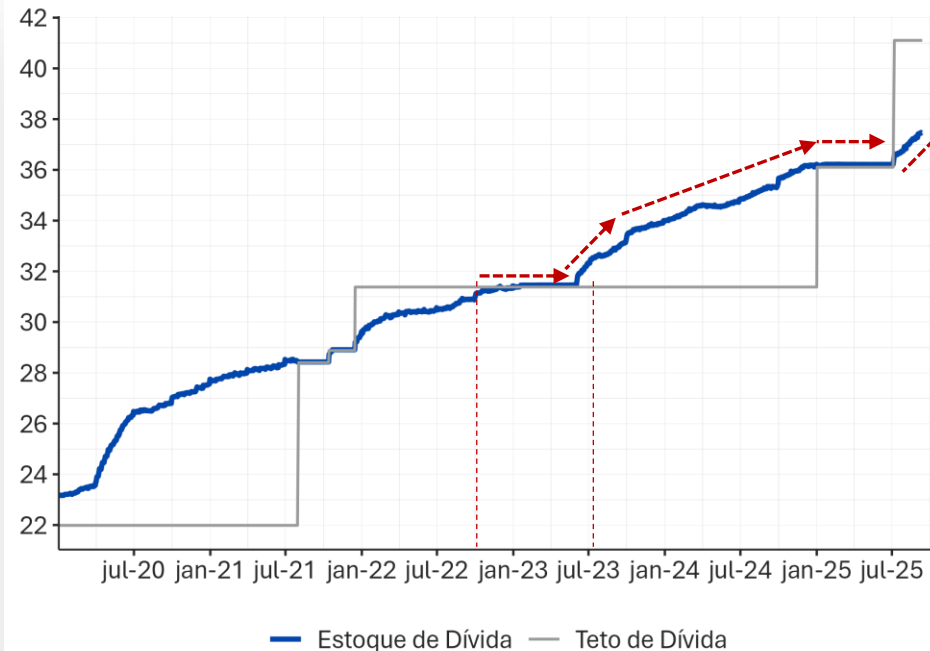


Fonte: Bloomberg, US Treasury

O Tesouro anunciou um cronograma de emissões principalmente de papéis curtos, reduzindo o efeito nocivo de aumentar a inclinação da curva de juros

EUA: Estoque e Teto de Dívida (US\$ Trilhões)

Atualizado em: set 2025

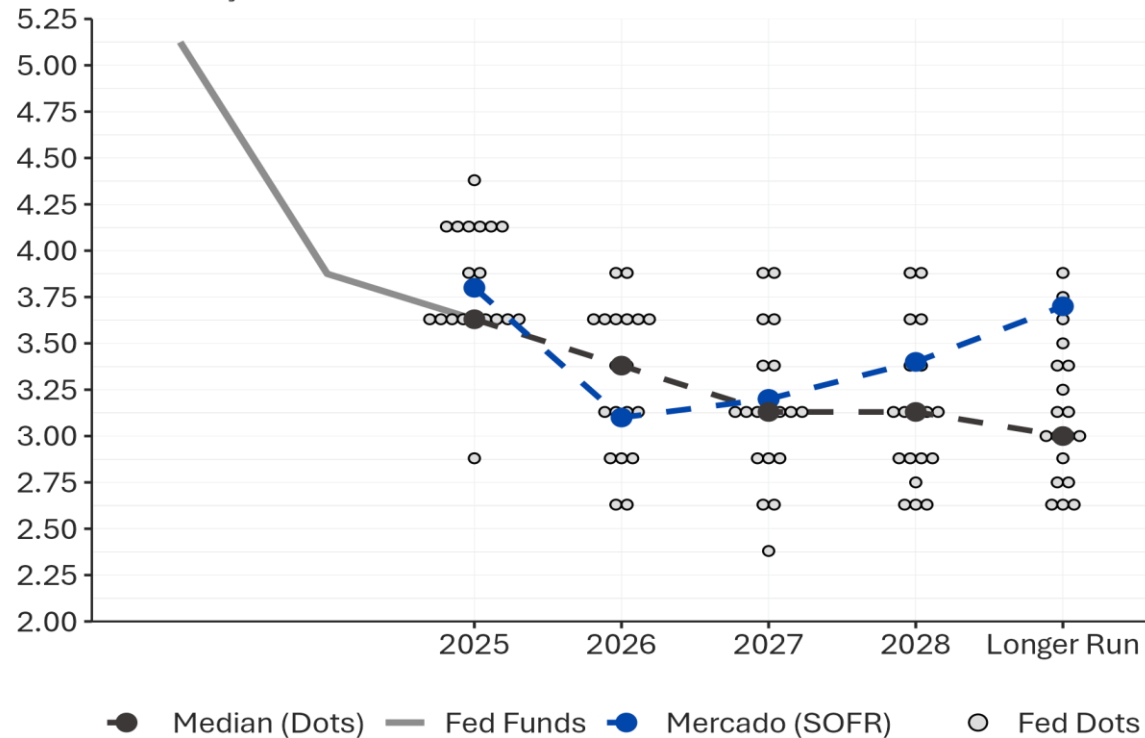


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Além do impulso fiscal, mercado também espera um estímulo monetário mais forte. Novo Arthur Burns no Fed?

EUA: Projeção de Juros Futuros

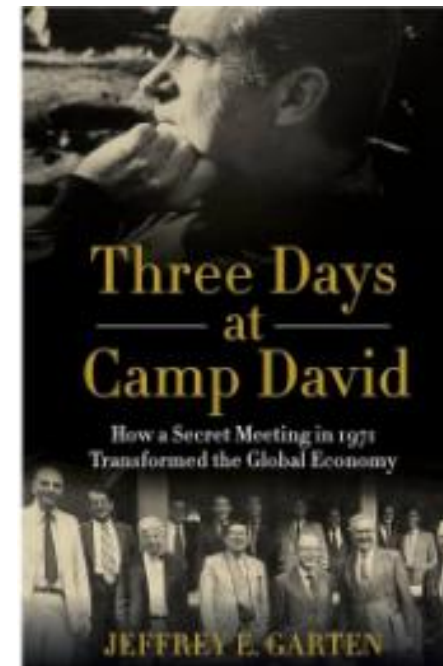
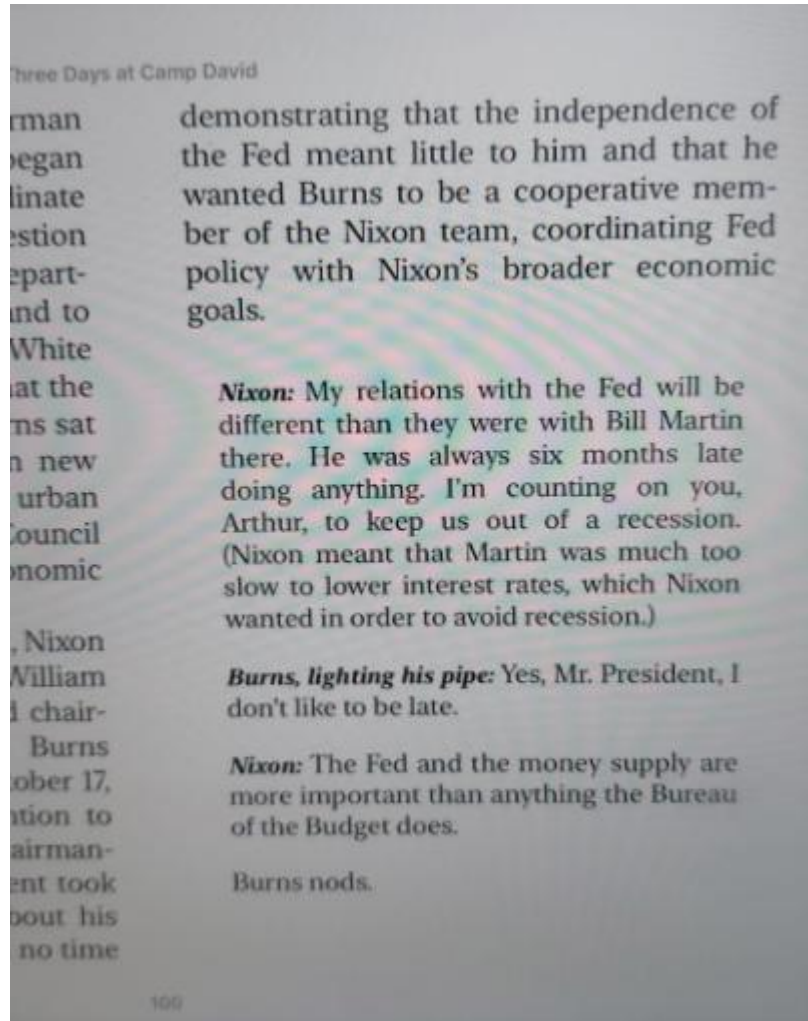
Última Atualização: 30-out-25



Fonte: Vinci Compass, FOMC, Bloomberg

**Disputa no Board sobre quem vai ser o próximo presidente do Fed?
Quem está disposto a cair mais as taxas de juros?**

Nixon & Burns na década de 70. Incrivelmente atual: “always 6 months late...”

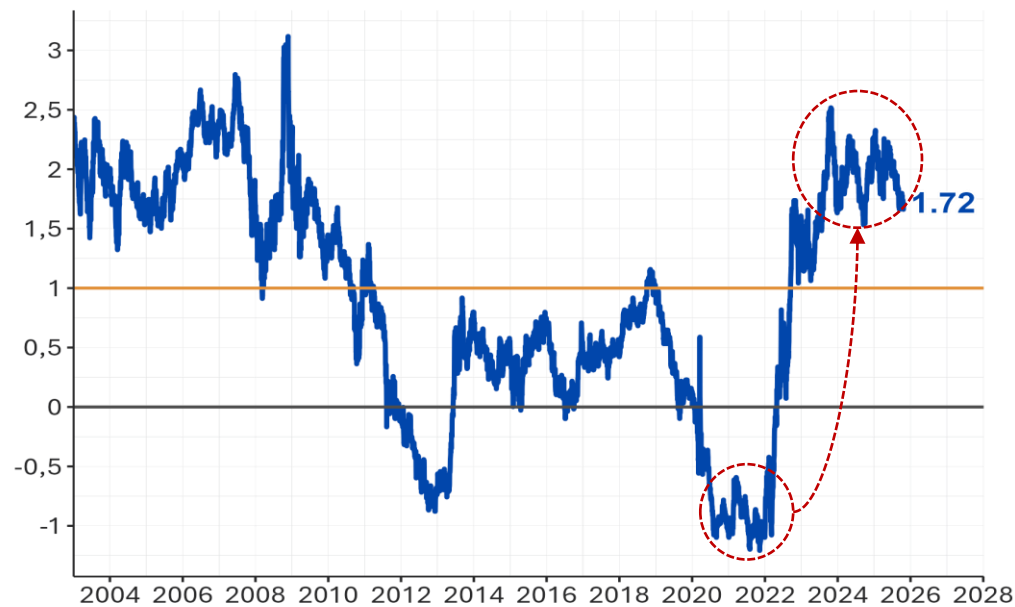


Taxa de juro real começa a cair.

Mercado ainda não vê um susto inflacionário persistente

EUA: Taxa de Juros Real de 10 Anos

Atualizado em: 27-out-25

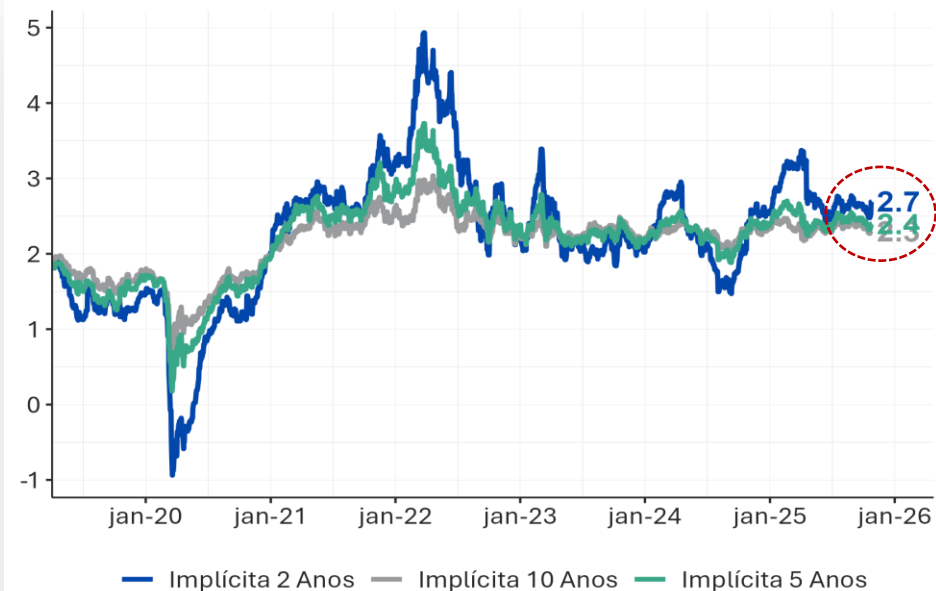


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Juro real de 10 anos vinha oscilando em torno de 2%, mas começou a cair nos último meses

EUA: Inflação Implícita - 2, 5 e 10 Anos

Atualizado em: 27-out-25



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

A queda recente no preço do petróleo passou a pressionar para baixo as inflações implícitas de curto prazo, o que na prática torna o choque de oferta das tarifas menos impactante

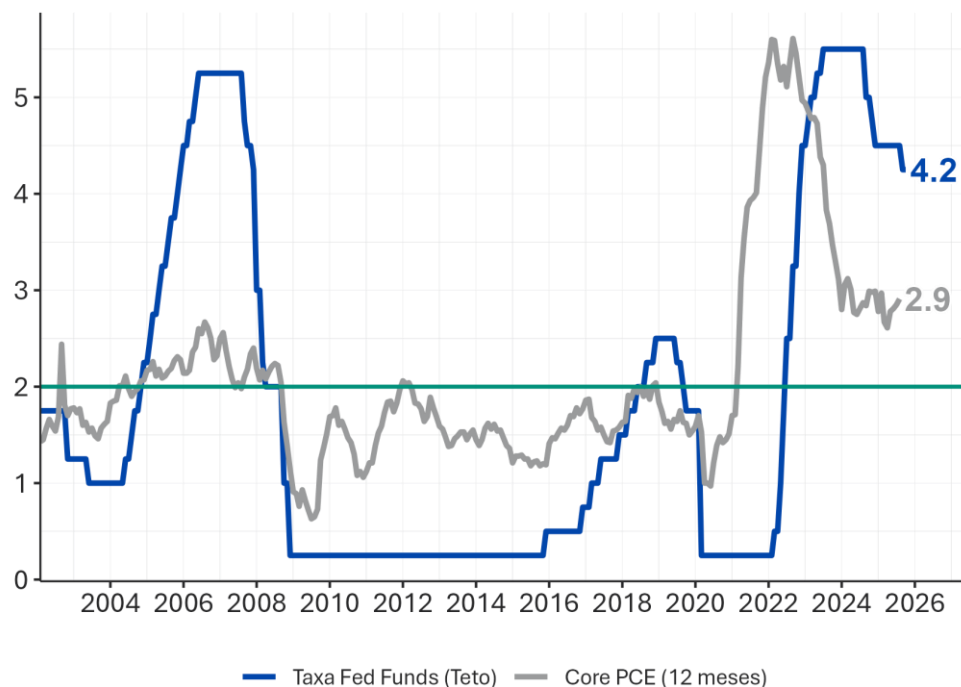
Inflação vai acabar com a festa? Vai, mas pode demorar...

1. As tarifas geram impacto na inflação de bens. A inflação de bens representa apenas $1/3$ da inflação total nos EUA
2. No entanto, a inflação de serviços, que não é impactada pelas tarifas, ainda segue em queda forte após o aperto monetário do Fed. Inflação de serviços tem um peso de $2/3$ na inflação americana.
3. Desinflação de serviços pode compensar a alta da inflação de bens por algum tempo, mais de um ano
4. Inflação só será vista como problema depois que a inflação de serviços subir, o que pode requerer primeiro uma mudança de direção na inflação de salários, que ainda está declinando

Core PCE, meta do Fed, deve ficar em torno de 3% por algum tempo

EUA: Núcleo PCE x Taxa Fed Funds

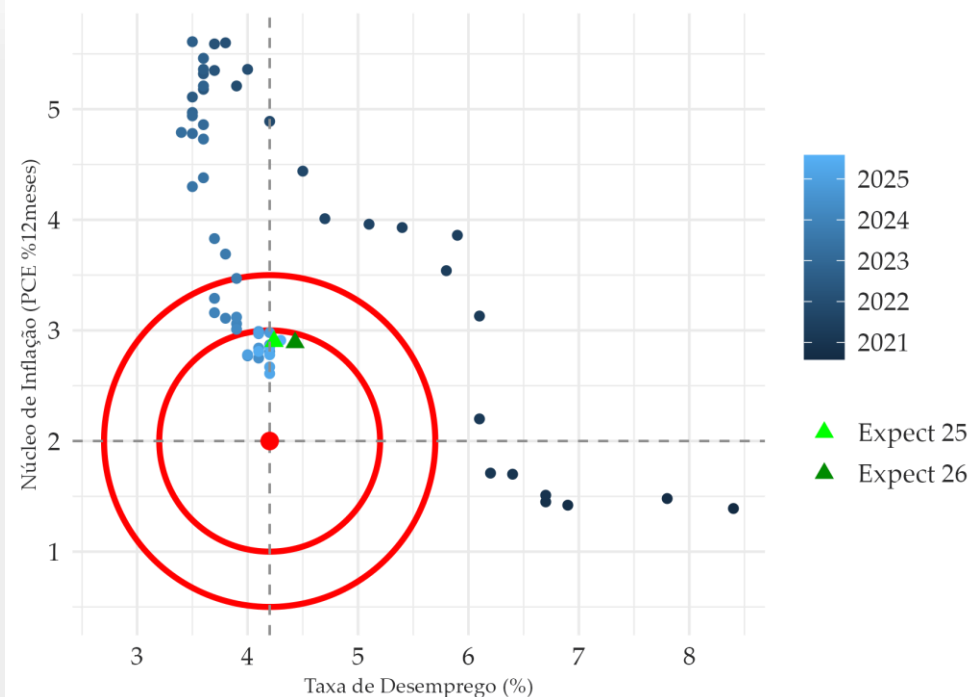
Última Atualização: Aug-25 (PCE) | Oct-25 (Fed Funds)



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Núcleo de Inflação (PCE) x Taxa de Desemprego

Última Atualização: Aug-25



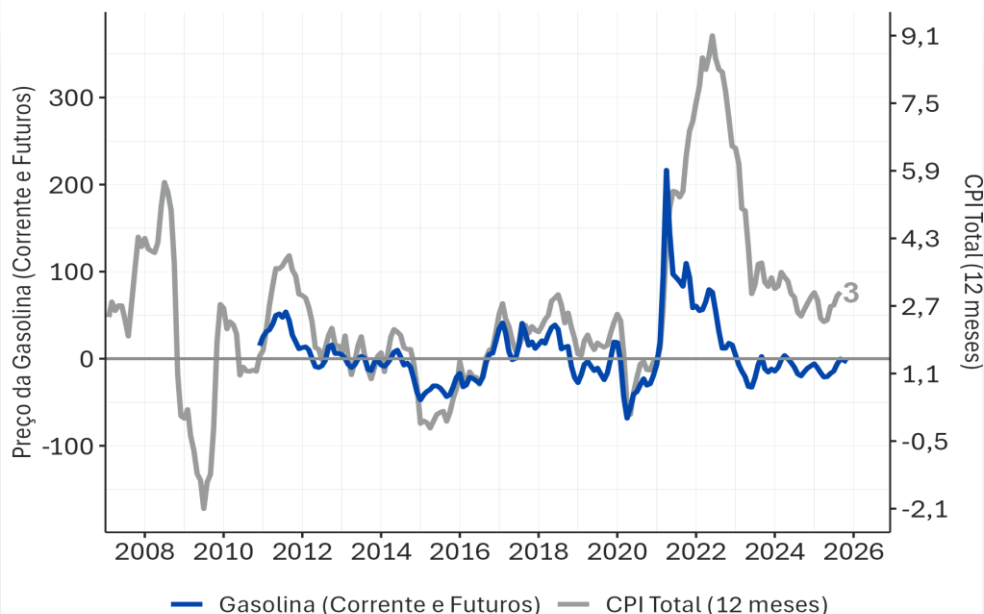
Inflação total ainda segue em tendência de queda. Preço da gasolina em baixa é um importante fator que explica esse resultado

A segunda onda de desinflação nos Estados Unidos vem sendo alimentada pela normalização do mercado de trabalho e pela consequente queda lenta na inflação de serviços

Aumento da produção de petróleo pela Arábia Saudita/OPEC e produtores marginais (Brasil, Guiana) vem mantendo os preços do petróleo pressionados para baixo

Preço Gasolina Corrente e Futuro x CPI Total

Atualizado em: nov 2025 (Esq.), set 2025 (Dir.)

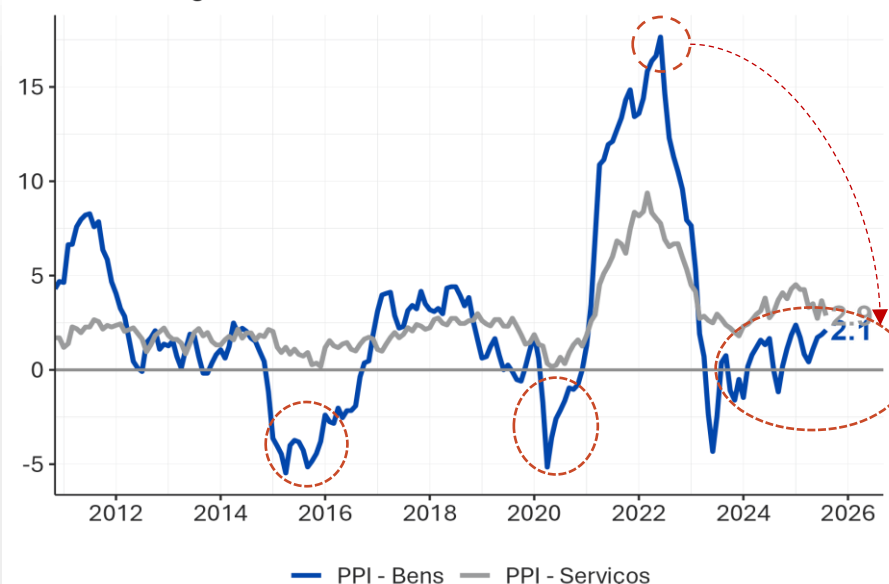


Fonte: Vinci Compass, BLS, Bloomberg

Preço de bens no atacado vem subindo pouco. Curiosamente a alta recente foi mais pronunciada no PPI de serviços

EUA: PPI - Bens & Serviços (12 meses)

Atualizado em: ago 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

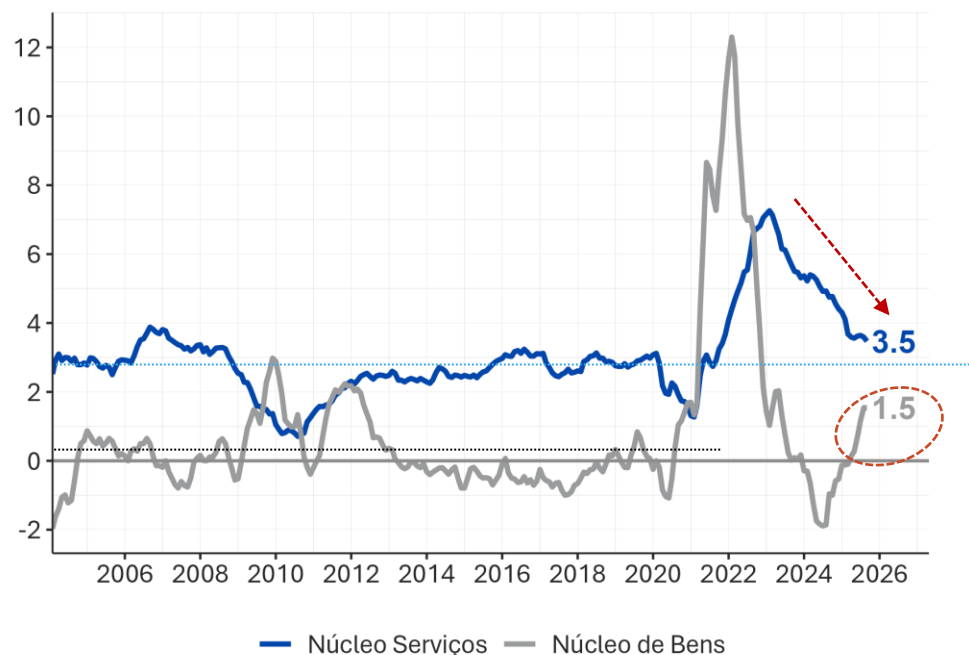
Núcleo de inflação de bens vem subindo, mas núcleo da inflação de serviços mantém a tendência de queda

Shelter representa mais de 60% do núcleo de serviços...

A queda do núcleo foi mais concentrada em bens logo após o pico de 2022, mas aluguéis ainda seguem pressionando para baixo o núcleo da inflação de serviços

Núcleos Bens vs Serviços (12 meses)

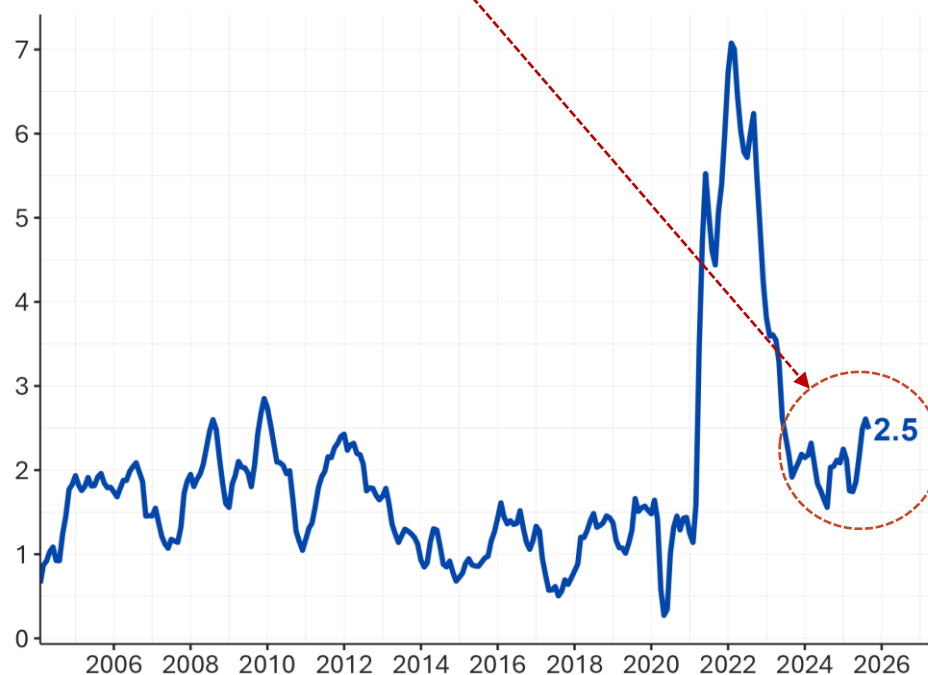
Atualizado em: set 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: CPI - Core Ex-Shelter (12 meses)

Atualizado em: set 2025



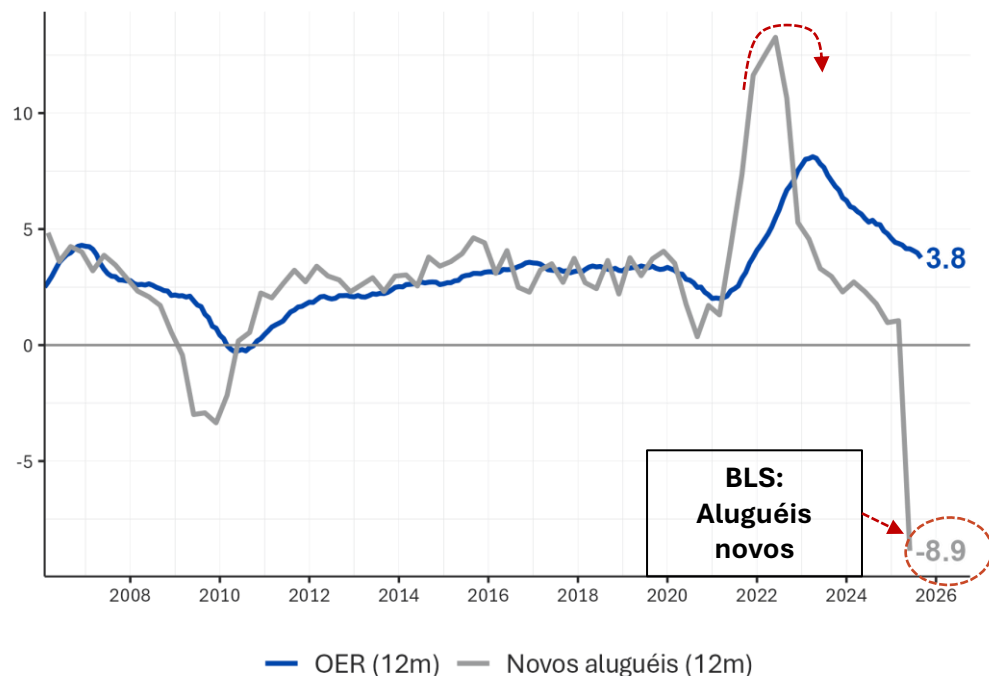
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Inflação de aluguel deve continuar caindo nos próximos meses

O índice de aluguéis novos sugere que a tendência de queda do OER deve persistir nos próximos meses. Redução da inflação de salários também tende a antecipar uma queda na inflação de aluguéis

EUA: Inflação - OER x Novos Aluguéis (% 12m)

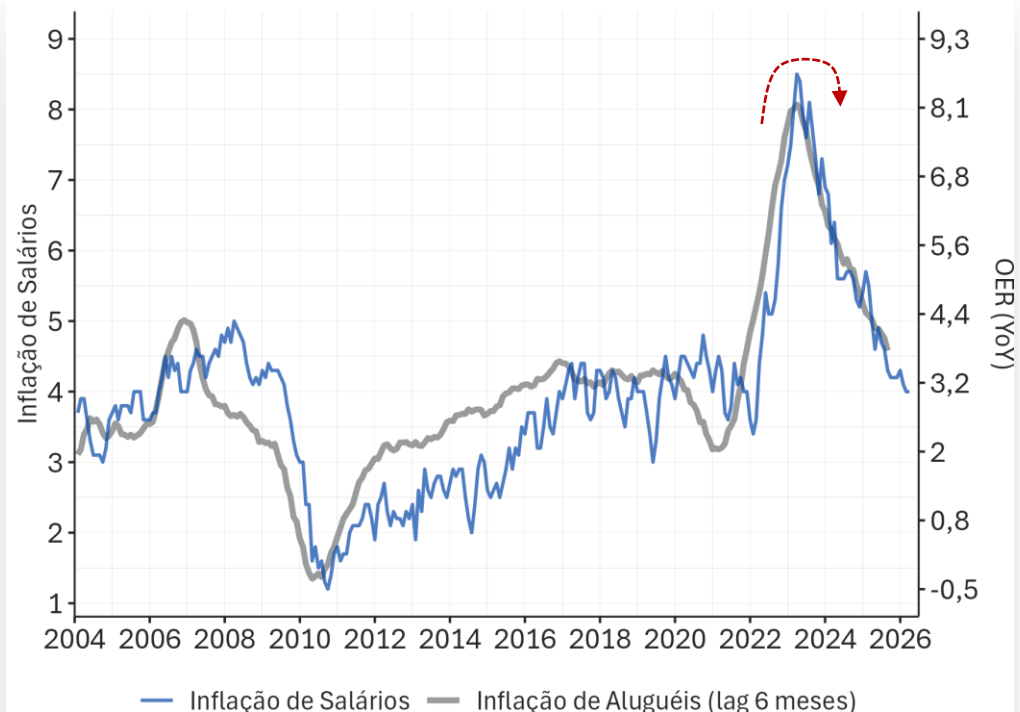
Last update: Sep 2025



Source: Vinci Compass, BLS

EUA: Inflação de Aluguéis (OER) x Inflação de Salários (Atlanta Fed)

Atualizado em: abr 2026 (Esq.), set 2025 (Dir.)

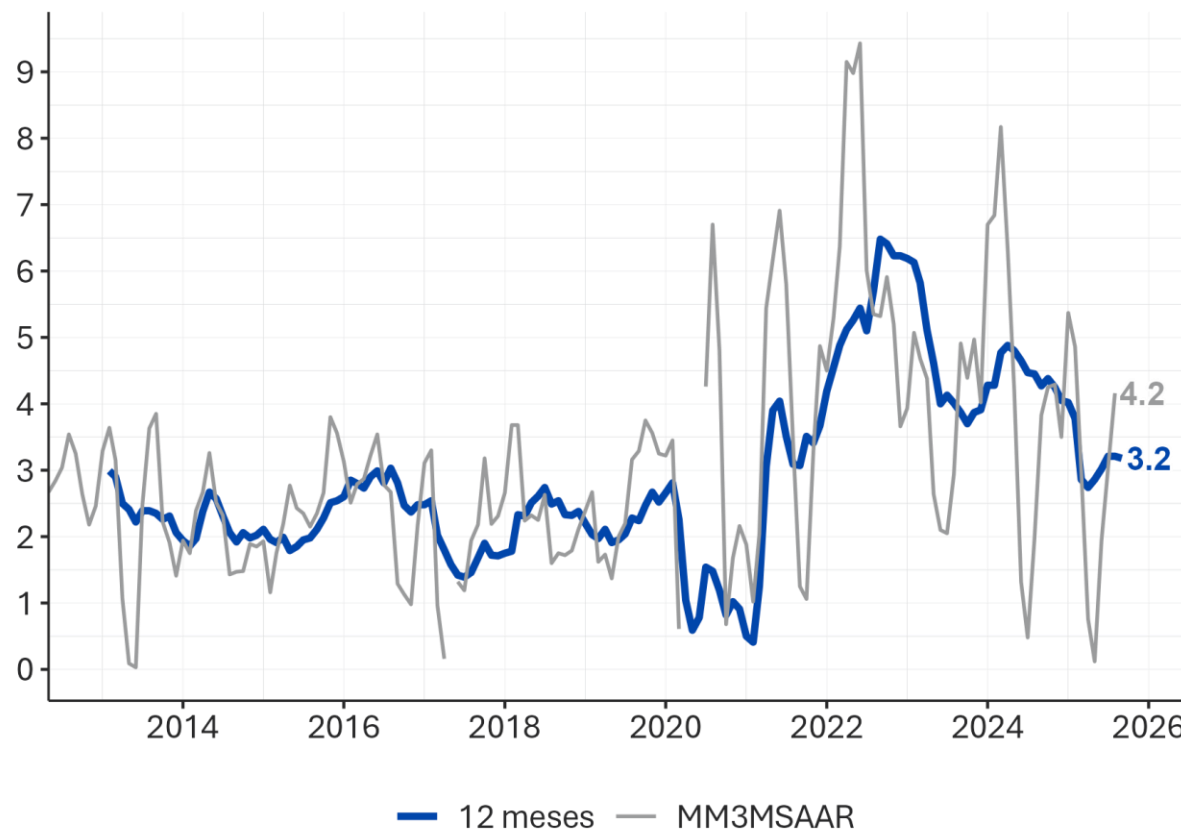


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Super-Core (23% do CPI): Núcleo do CPI de serviços “ex-aluguel” também em queda nos últimos meses

EUA: Núcleo de Serviços Ex Moradia

Atualizado em: set 2025



Fonte: Vinci Compass, BLS

Crescimento: Para onde olhar?

- **Dados correntes sugerem desaceleração**
- **Expansão fiscal e queda de juros sugerem uma reaceleração do crescimento no futuro**

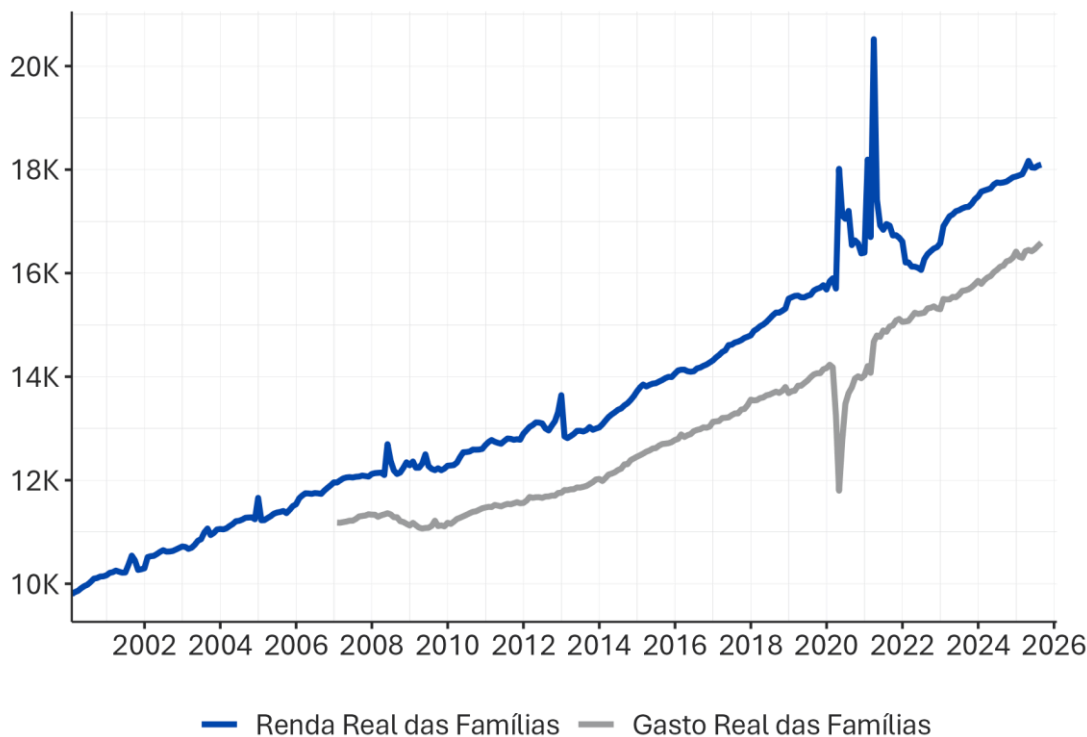
1. Muitos dados correntes sugerem desaquecimento na atividade, como o mercado de trabalho que vimos anteriormente
2. Economia pode reacelerar até o ponto de causar inflação, o que pode levar algum tempo, mais de um ano
3. Mercado pode “bolhar” antecipando o aumento do crescimento. A bolha só fura quando a inflação aparecer de verdade e, no futuro, o mercado antecipar a necessidade de voltar a subir seriamente as taxas de juros

Dados de consumo começam a reduzir o ritmo de crescimento

Excesso de poupança decorrente das transferências da Covid começa a desaparecer

EUA: Renda e Consumo das Famílias (Real)

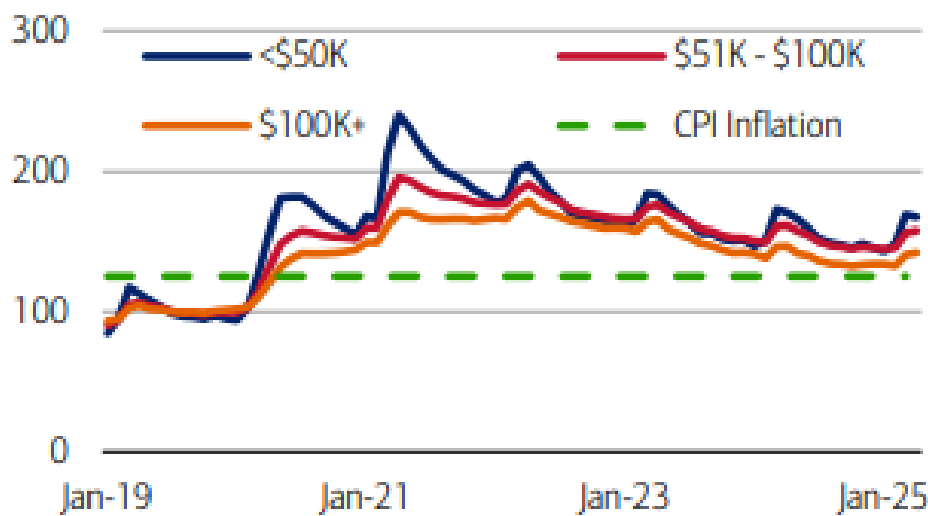
Atualizado em: ago 2025



Fonte: Vinci Partners, BEA

Exhibit 12: Median checking and savings deposit balances have increased significantly in the past two months

Monthly median household savings and checking balances by income for a fixed group of households January 2019 through April 2025 (monthly, indexed 2019 = 100)



Source: Bank of America internal data. Note: Monthly data includes those households that had a consumer deposit account (checking and/or savings account) for all months from January 2019 through April 2025.

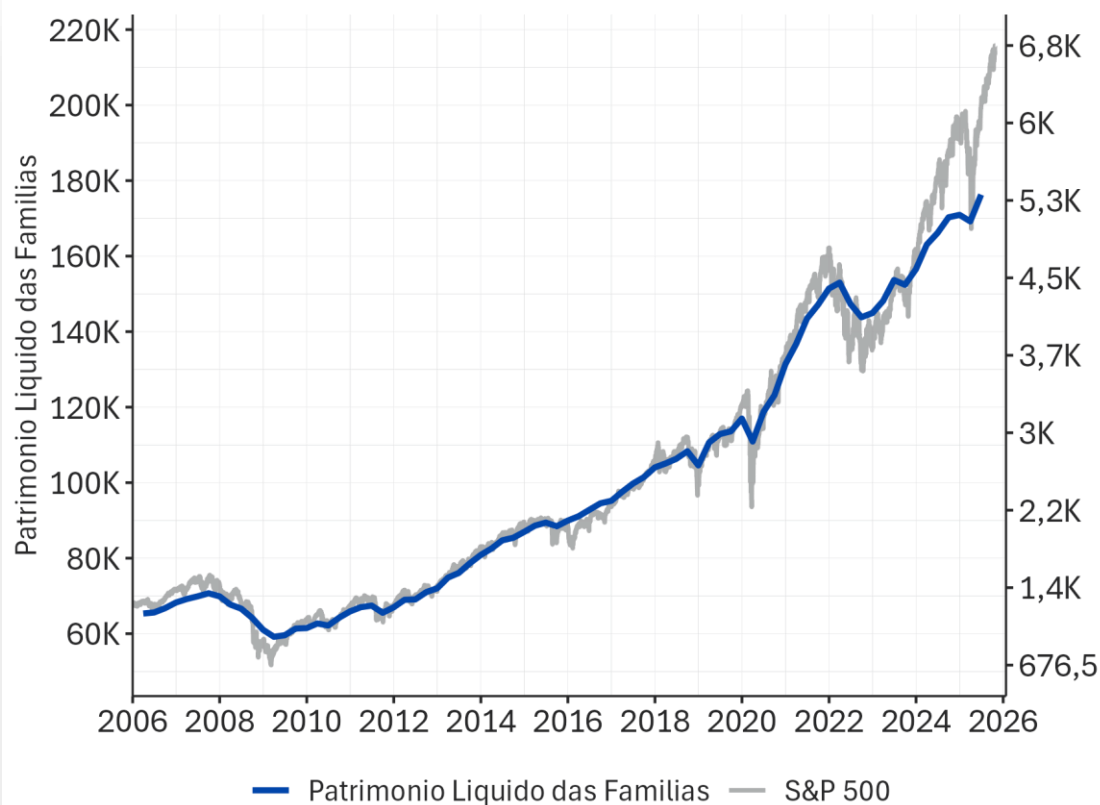
BANK OF AMERICA INSTITUTE

Crescimento na riqueza das famílias americanas começa a mostrar moderação

A medida oficial de riqueza das famílias inclui, **a preços de mercado**, os principais ativos detidos pelas famílias, como imóveis, dívidas para aquisições de imóveis, ações e títulos do governo.

EUA: Patrimônio Líquido das Famílias x S&P 500

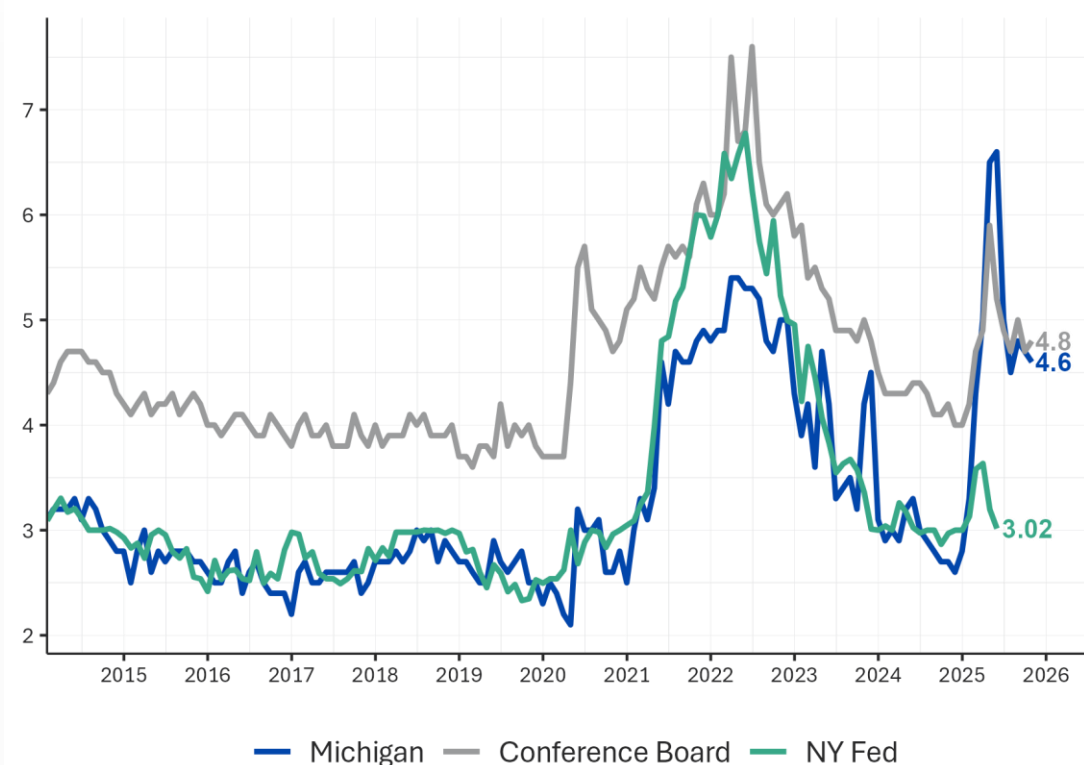
Atualizado em: 30-jun-25 (Esq.), 27-out-25 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Expectativa do Consumidor 1 Ano à Frente

Atualizado em: out 2025



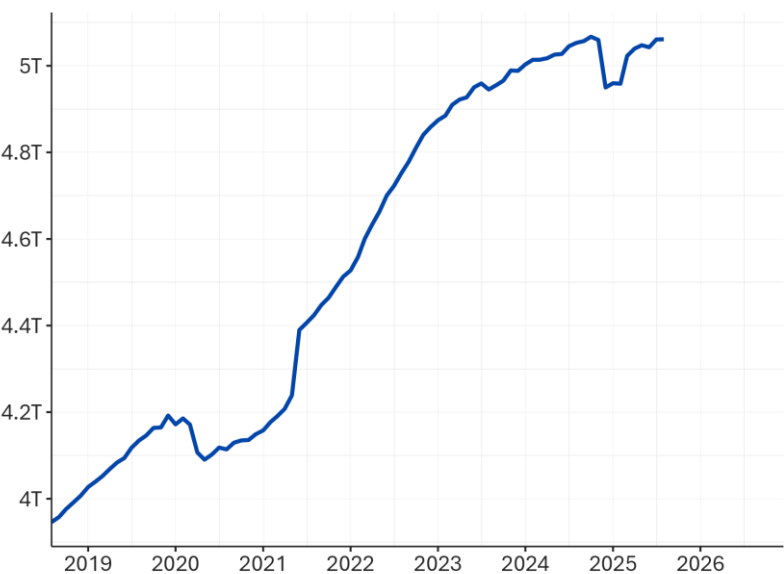
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Crédito ao consumidor começou a desacelerar

Consumo de serviços e bens começou a desacelerar nos últimos meses

EUA: Crédito ao Consumidor Concedido e Securitizado (US\$)

Last update: Aug 2025



Source: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Crédito ao Consumidor Concedido e Securitizado (% 12m)

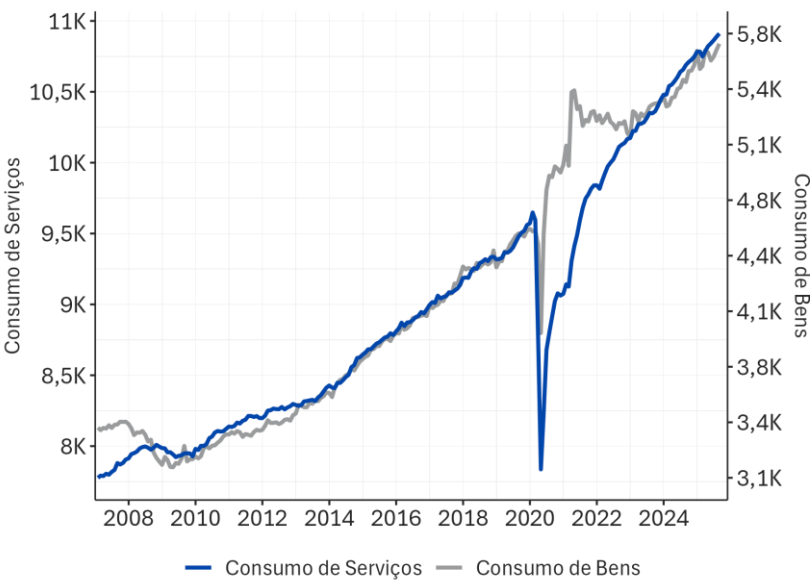
Last update: Aug 2025



Source: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: PCE Bens e Serviços

Atualizado em: ago 2025 (Esq.), ago 2025 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

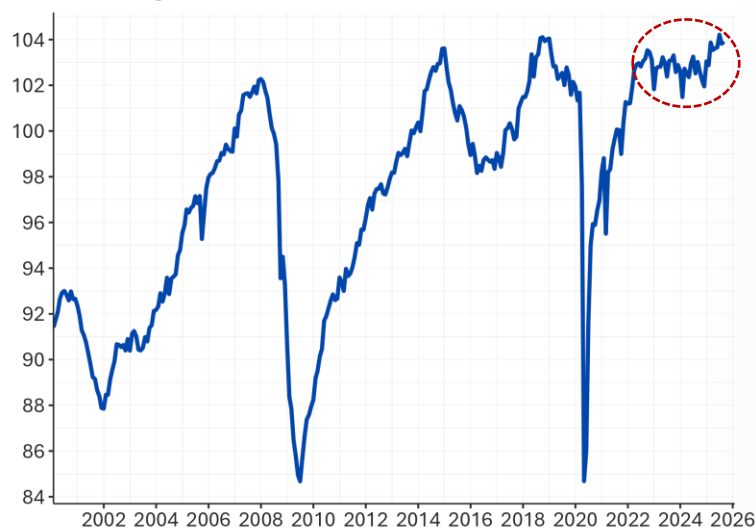
Produção industrial segue estagnada nos últimos 3 anos

Produção de semicondutores vem subindo bastante, mas o total da produção industrial segue estável

Nível da produção industrial segue perto das máximas históricas

EUA: Produção Industrial

Atualizado em: ago 2025

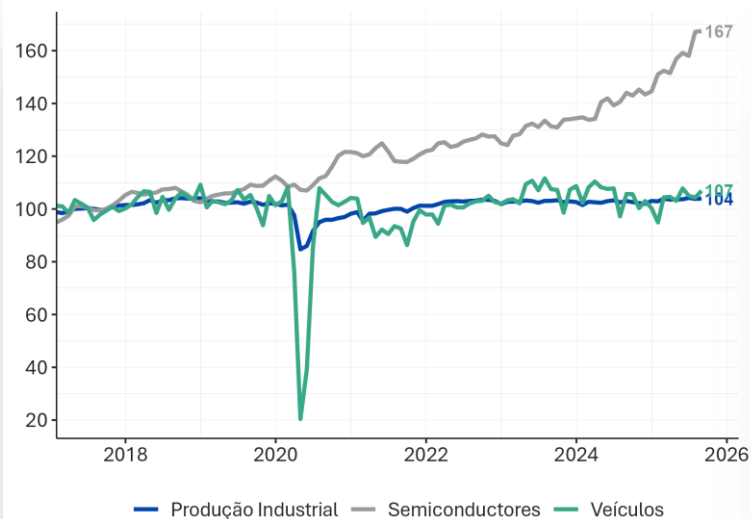


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Produção de semicondutores é destaque de alta no período pós-pandemia.

EUA Produção Industrial: Total, Semicondutores e Veículos

Atualizado em: ago 2025

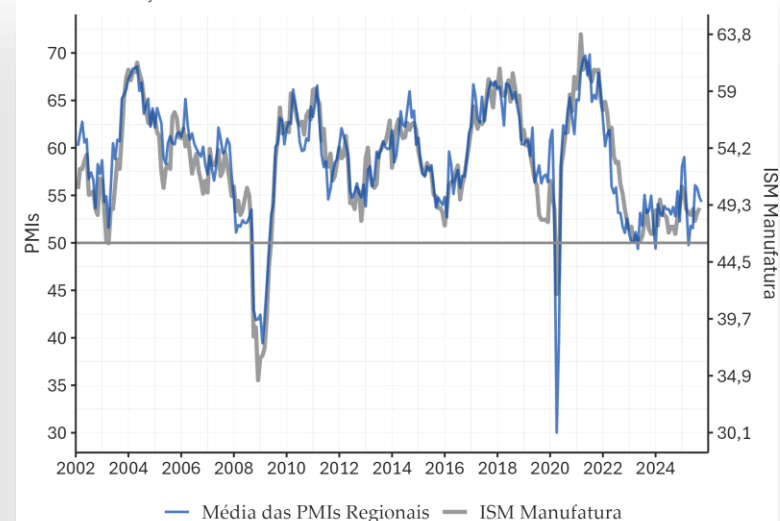


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

PMIs de manufatura mostraram alguma recuperação nos últimos meses, mas voltaram a cair recentemente

EUA: ISM Manufatura x PMIs regionais

Média de Philly Fed, Richmond Fed, Empire Manufacturing e Chicago PMI
Última Atualização: out-25



Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

Qual será o impacto do choque de tarifas sobre o investimento?

Redução de imposto corporativo, desregulamentação e tarifas vão estimular o investimento no governo Trump?

Gastos com Construção: Indústrias (% PIB)

Atualizado em: jul 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Investimento em Software (% Inv Privado Total Não Residencial)

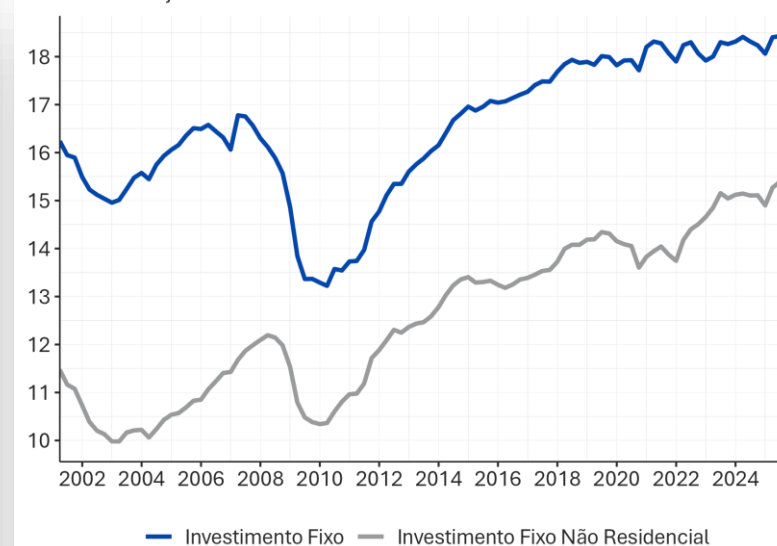
Atualizado em: abr 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Investimento - Composição (% PIB)

Atualizado em: jun 2025



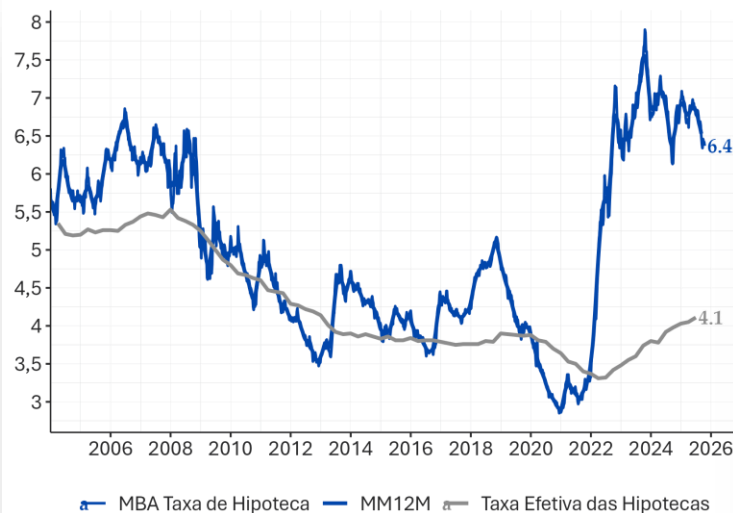
Fonte: Vinci Partners, BEA

Taxa das hipotecas segue elevada. Diferença de custo entre a hipoteca antiga e uma eventual nova hipoteca desencoraja a troca de casas

Com a alta de juros a hipoteca típica de 30 anos saltou de 2,80% para acima de 6% (novas hipotecas). Mas a taxa efetivamente paga (todas as hipotecas) ainda está em torno de 4%

EUA: Taxa de Hipoteca (MBA 30 Anos x Efetiva)

Atualizado em: 17-out-25

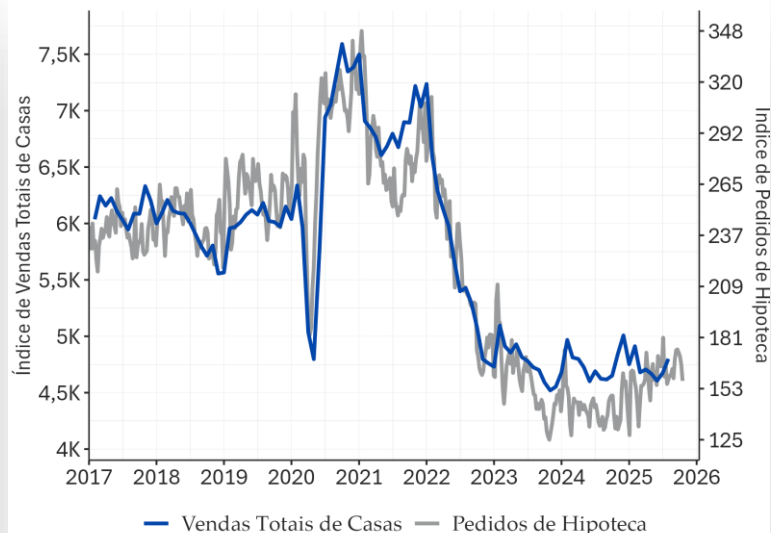


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Com juros mais altos, a demanda por hipotecas caiu e portanto também a venda de casas. A maior parte das vendas são de casas “usadas”, não impactam o PIB de maneira relevante

EUA: Vendas Totais de Casas x Pedidos de Hipoteca

Atualizado em: 01 set 25 (Esq.), 17 out 25 (Dir.)

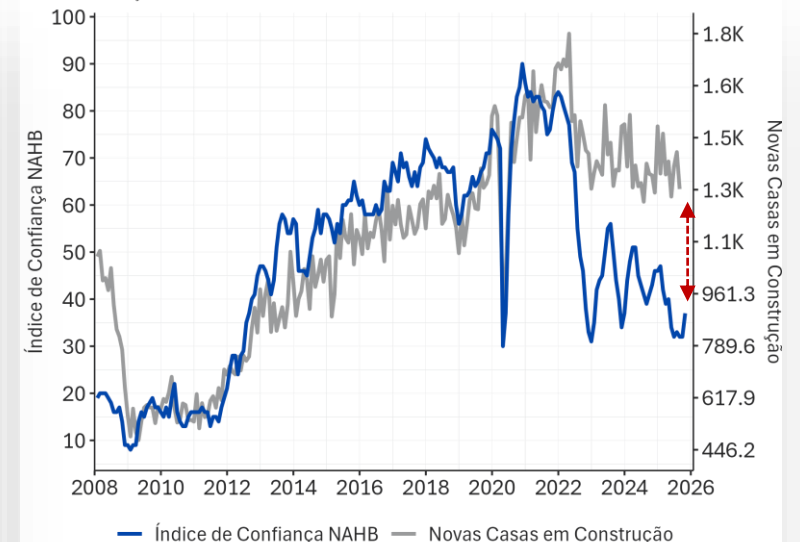


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Num primeiro momento a queda na construção de novas casas foi pequeno (estoques estavam baixos). Agora a construção de novas casas começa a mostrar uma queda mais acentuada

EUA: Índice de Confiança NAHB x Novas Casas em Construção

Última Atualização: out 2025



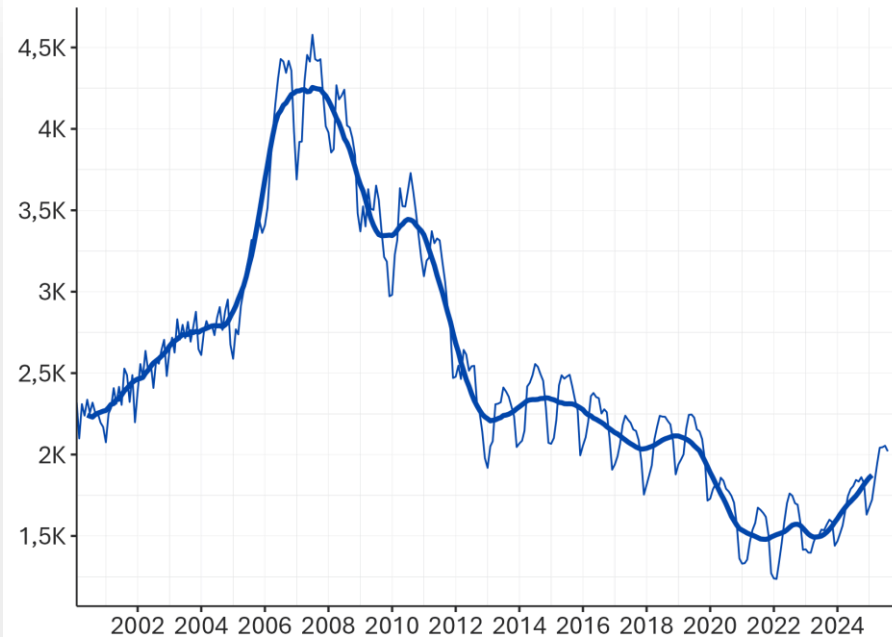
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Estoques de casas para venda segue baixo (efeito da hipoteca alta que inibe a troca de moradias)

Estoque de casas a venda (*new + existing*) está num nível historicamente baixo. Queda na taxa da hipoteca deve aumentar a oferta de “*existing homes*”

EUA: Estoque Total de Casas (MM 12 meses)

Atualizado em: ago 2025

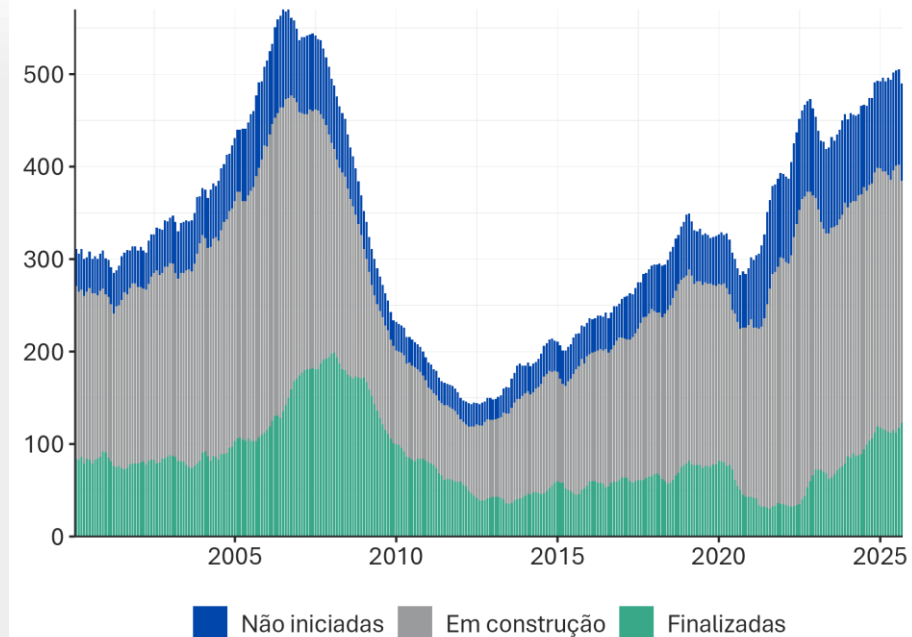


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

O estoque de casas novas inclui casas que estão em construção e casas que ainda não começaram a ser construídas. Aumento da oferta vai chegar num momento ruim?

EUA: Estoques de Novas Casas - Por Estágio de Construção (milhares sa)

Última Atualização: ago-25



Fonte: Vinci Compass, US Census

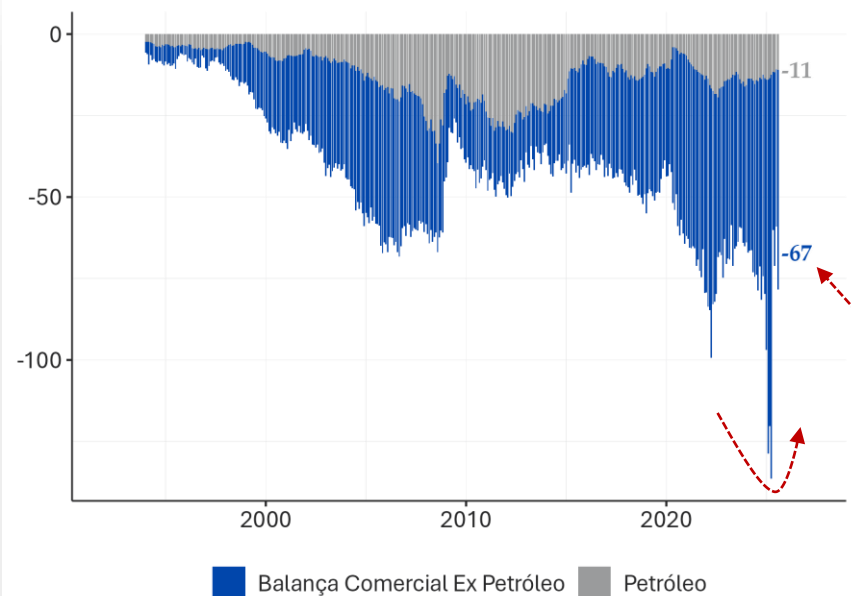
Balança Comercial foi responsável por fortes variações no PIB em 2025

Balança comercial teve piora temporária antecipando a elevação de tarifas

Medo da elevação de tarifas levou a uma aceleração nas importações. Quanto virou consumo, quanto virou estoque?

EUA: Balança Comercial - Composição

Last Update: jul-25



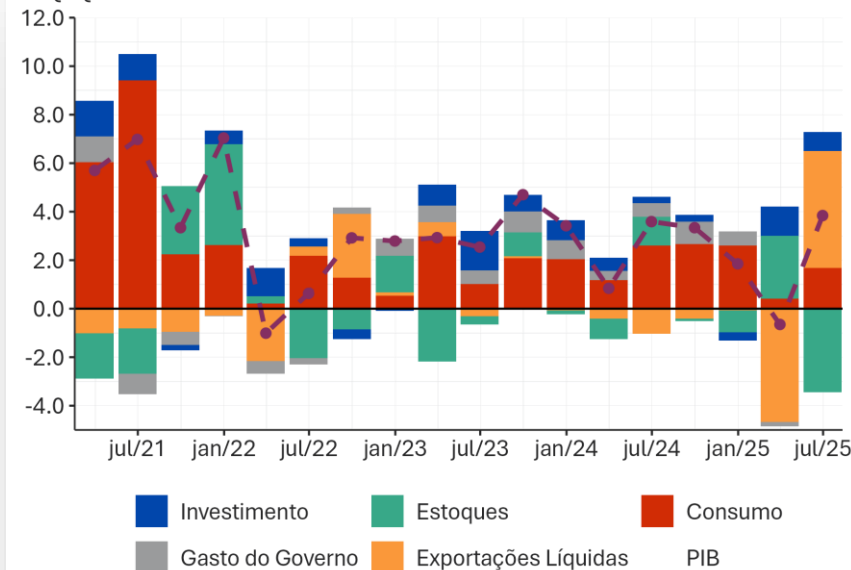
Fonte: Vinci Compass & US Census Bureau

Importações caíram 30% no segundo trimestre de 2025, sendo o principal fator que explicou o crescimento do PIB do segundo trimestre. Consumo (barras vermelhas) desacelerou na primeira metade do ano

EUA: PIB Real - Composição

Atualizado em: jun-25

%QoQ SAAR

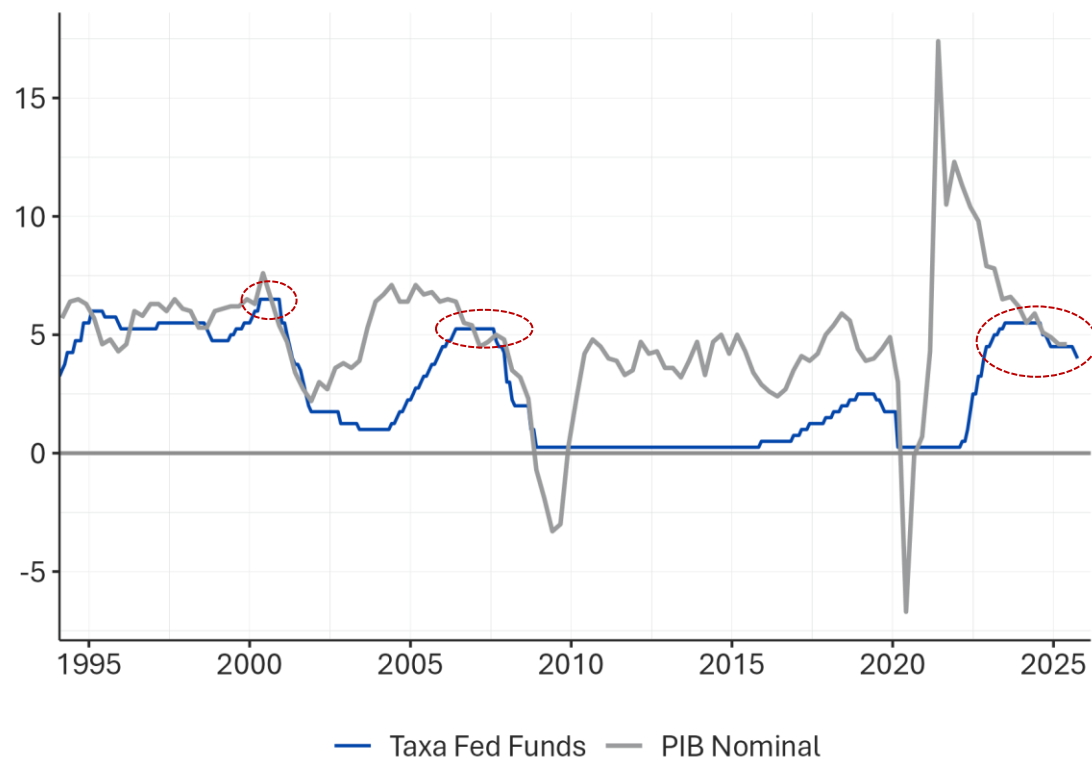


Fonte: Vinci Partnes, BEA

Crescimento nominal do PIB americano esta muito próximo das taxas de juros nominais.

EUA: PIB Nominal x Taxa Fed Funds

Atualizado em: out 2025



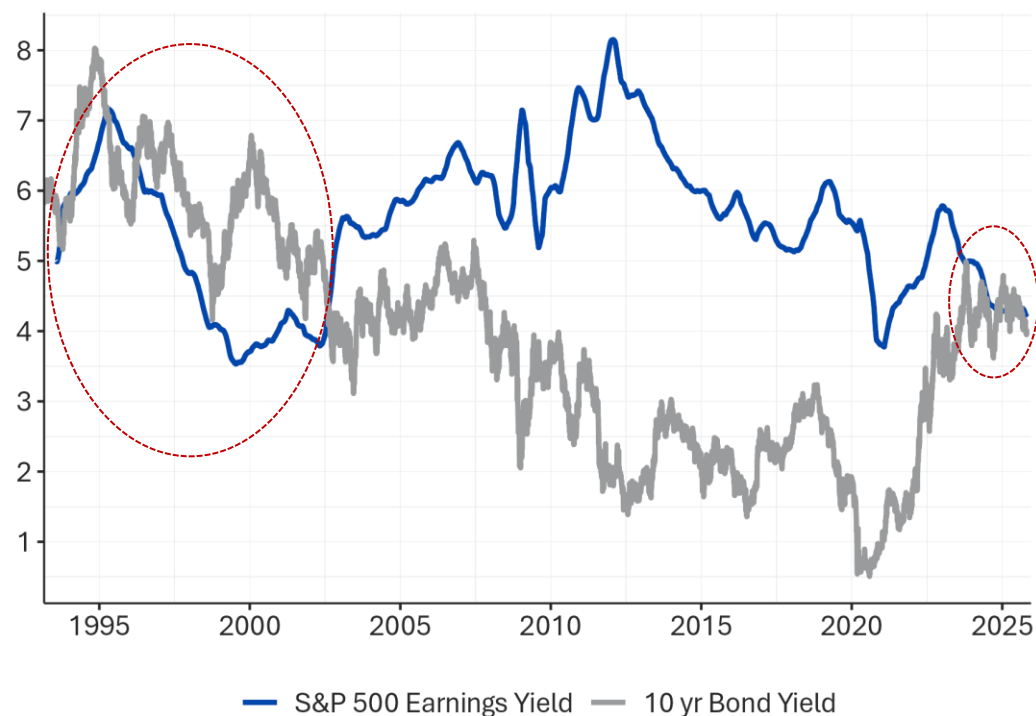
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Na média, o cashflow da economia cresce próximo ao PIB nominal. Quando a taxa de juros está muito abaixo desse cashflow nominal, criam-se bolhas (o valor presente do cashflow esperado futuro sobe muito). Quando a taxa de juros nominal fica acima do crescimento nominal do PIB, há mais risco da “bolha” furar.

Bolsa americana tem pouco “prêmio”

S&P 500 Earnings Yield & 10-Year Bond Yield

Last update: Oct 2025



Source: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Dólar (Principais Parceiros Comerciais)

Atualizado em: out 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUROPA & CHINA

- **Europa** vai manter quedas de juros? Rearmamento e déficits fiscais são uma nova fonte de “crescimento” para a Europa?
- **China** está resolvendo a origem do problema, excesso de oferta? Soluções discutidas parecem sempre sugerir aumento de oferta adicional e não aumento da demanda doméstica

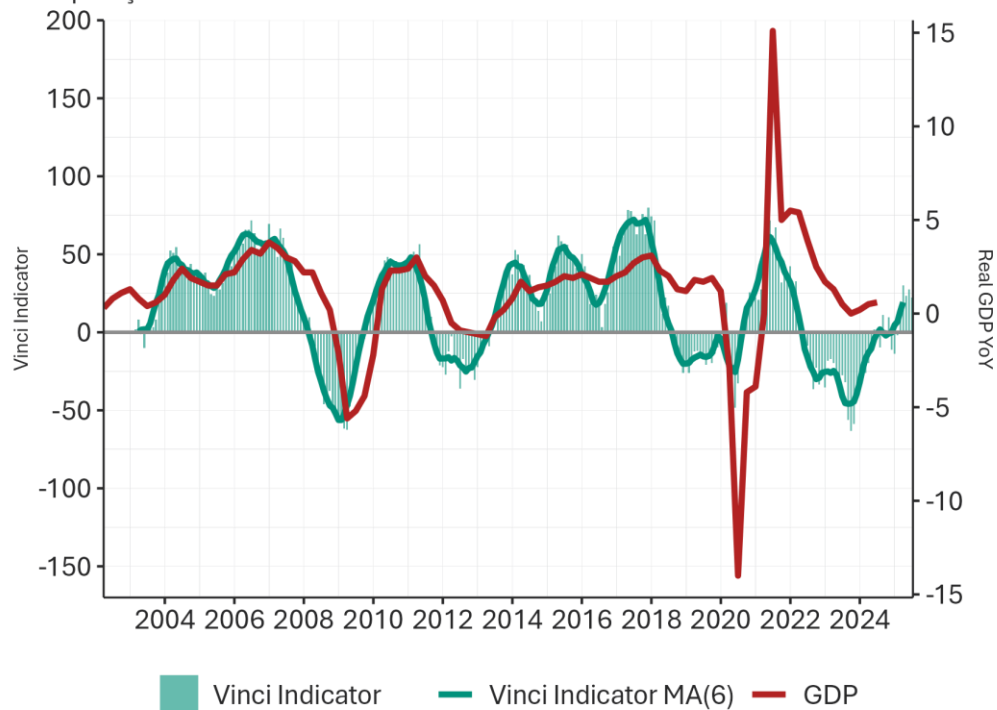
Crescimento na Europa continua baixo, mas começa a dar sinais de recuperação



Indicador Antecedente Mensal

EU: Vinci Leading Indicator

Comparação entre o Indicador e o PIB YoY



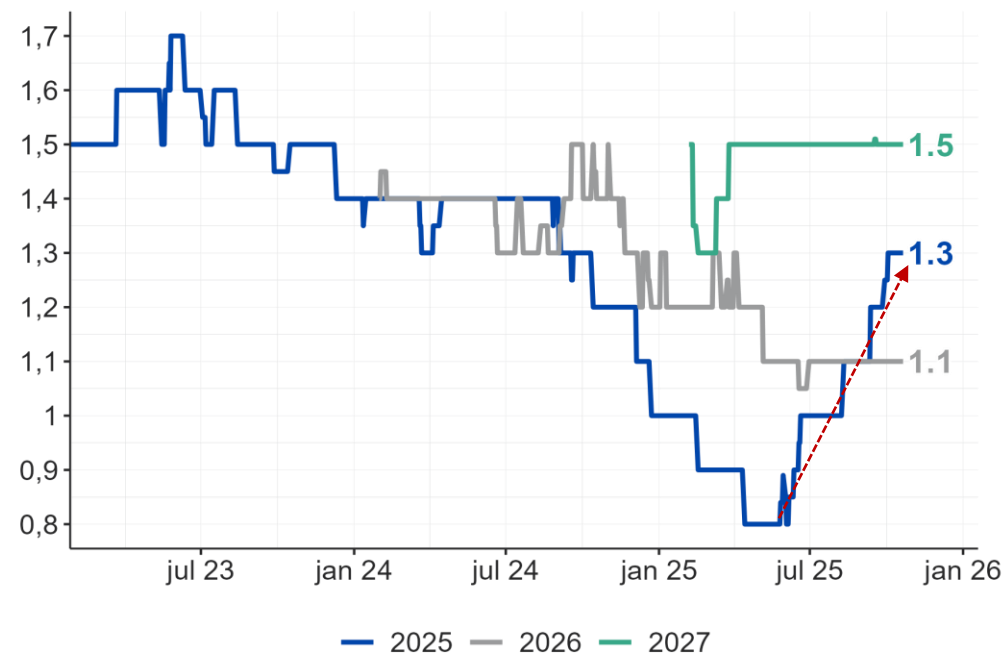
Fonte: Eurostat & Formulação Vinci Partners



Expectativa de Crescimento

Europa: Expectativas do PIB (Anual)

Atualizado em: out 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Crescimento morno e inflação em queda. Novo impulso fiscal vai mudar esse quadro?

Rearmamento europeu e maior disposição de utilizar a política fiscal pode impulsionar uma nova tendência para os mercados europeus?

Inflação total e núcleo estão em
tendência de queda

Europa: Inflação e Núcleo (12 meses)

Atualizado em: set 2025

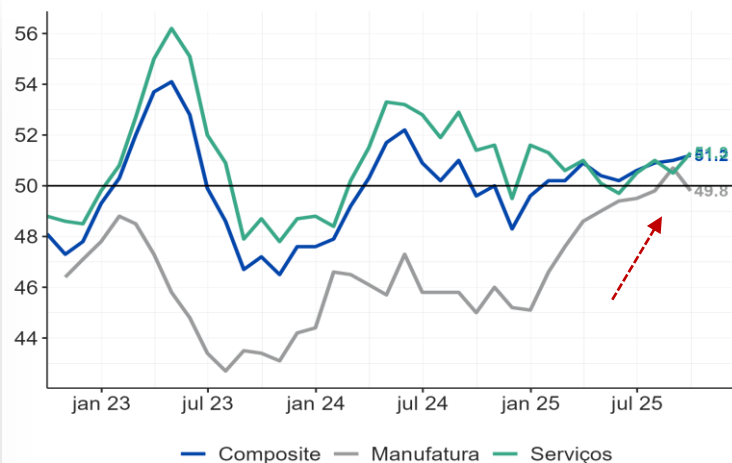


Fonte: Vinci Compass, Eurostat, Bloomberg

Manufatura voltando a acelerar.
Crescimento do PIB vai voltar a acelerar?

Europa: PMI

Atualizado em: set 2025

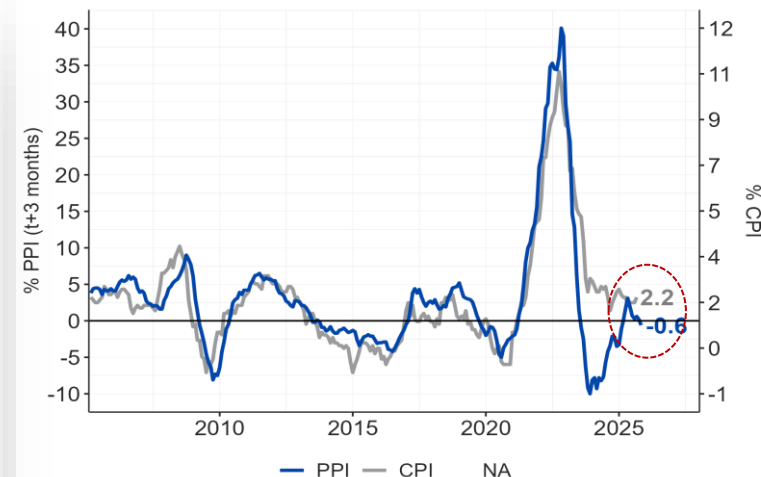


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg, Markit

ECB vai prolongar a queda de juros? CPI perto
da meta de 2% e crescimento econômico
desacelerando

Europa: Inflação ao Consumidor e ao Produtor (12 meses)

Atualizado em: nov 2025 (Esq.), set 2025 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

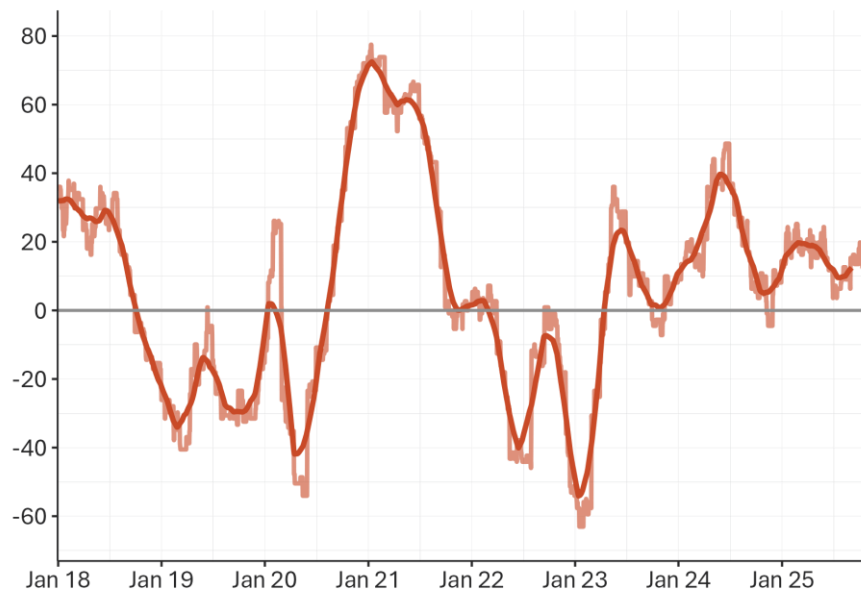
Crescimento na China segue morno, com muitos sinais de excesso de produção e pouca demanda doméstica

Medidas sendo discutidas não enfatizam um aumento da demanda doméstica. Houve excesso de investimento?

Crescimento estagnado

China: Vinci Leading Indicator - Diário

Atualizado em: 16-out-25
Indicador Diário & Média Móvel de 90 Dias

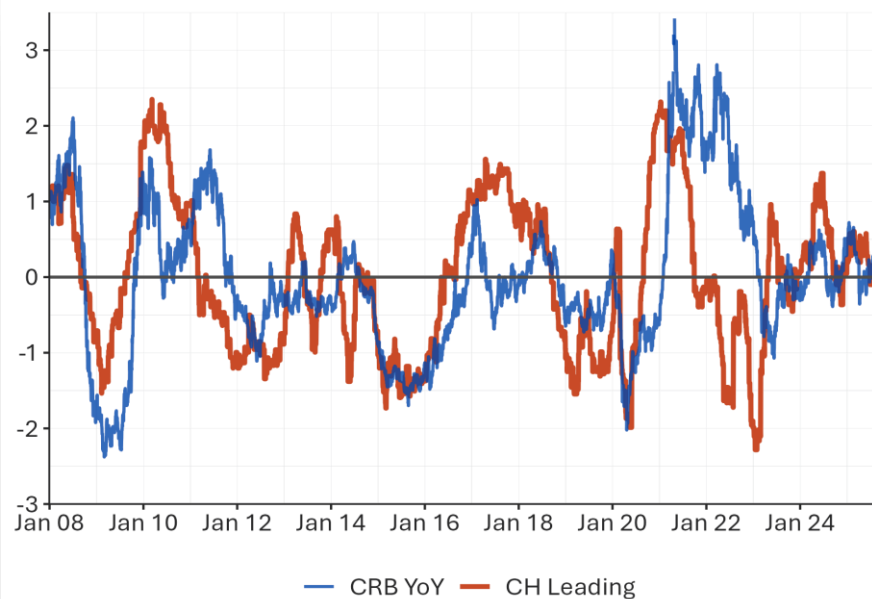


Fonte: Formulação Vinci Partners

Variações no crescimento na China tendem a se traduzir em flutuações nos preços de commodities

China Vinci Leading Indicator x CRB YoY

Z scores



Fonte: Vinci Compass

China tem duas economias distintas: Uma voltada para exportação e outra voltada para a Economia doméstica

PIB da China está progressivamente reduzindo a taxa de crescimento. Mas a produção industrial e a balança comercial estão melhor do que a tendência pré-Covid. E a economia doméstica está pior do que a tendência pré-Covid. Até quando o mundo vai absorver o excesso de produção da China?

Desaceleração do crescimento da China deve prosseguir. A médio prazo, modelo de crescimento via exportações acabará inviabilizado

CH: PIB Expectativas - YoY%

Last update: Sep 2025

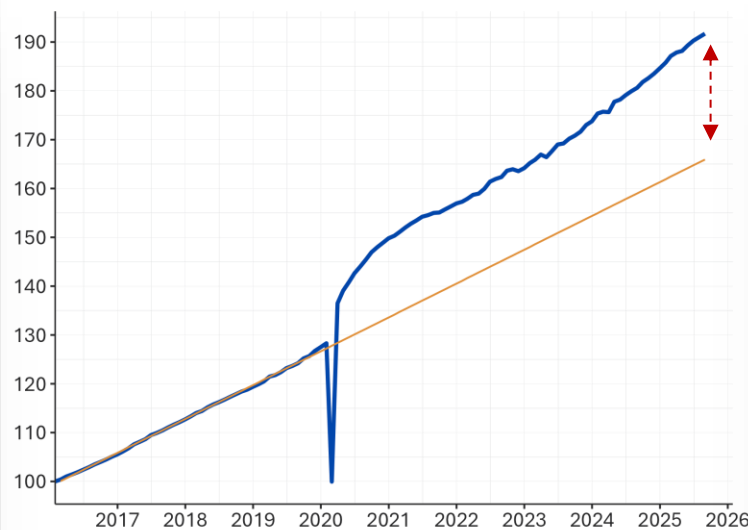


Source: Vinci Compass, Bloomberg

Indústria segue crescendo acima da tendência pré-Covid. Esse crescimento baseado em exportações tem limite?

China: Produção Industrial & Linha de tendência de crescimento (\$)

Last update: Aug 2025

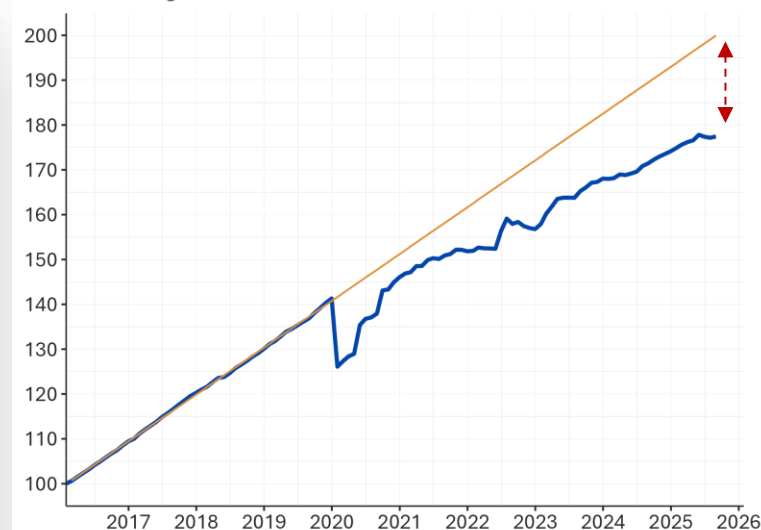


Source: Vinci Compass, Bloomberg

Setores relacionados à economia doméstica como vendas no varejo e construção civil estão mais fracos do que no pré-Covid

China: Vendas no Varejo & Linha de tendência de crescimento

Atualizado em: ago 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

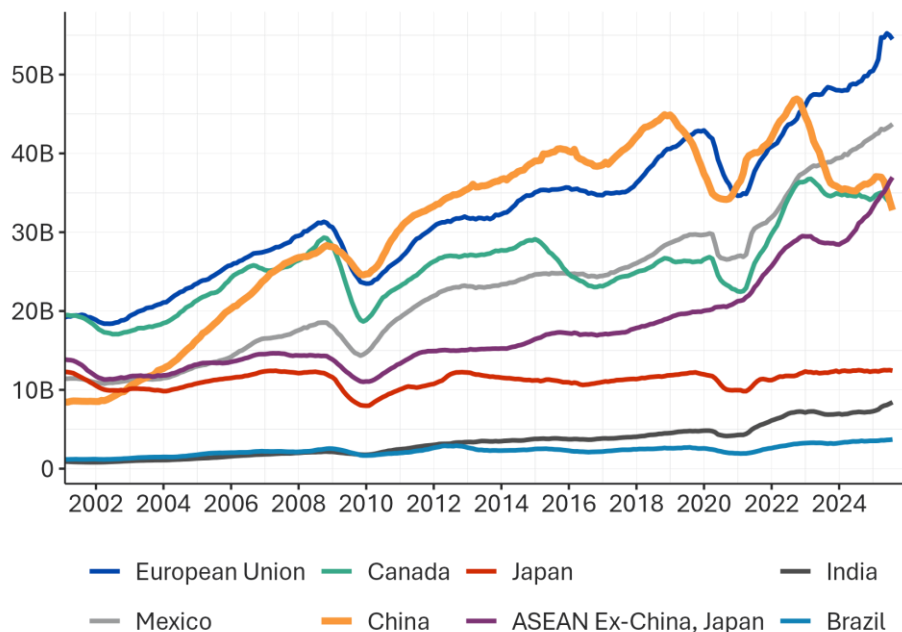
Motor de crescimento da China via exportações (indústria) vai perder progressivamente a relevância?

No caso americano, a China já é apenas a quinta origem de importações (embora haja redirecionamento de exportações via outros países asiáticos).

Deflação na China vai afetar inflação nos EUA na mesma intensidade que afetava no passado?

EUA: Importações por País (US\$ MM12M)

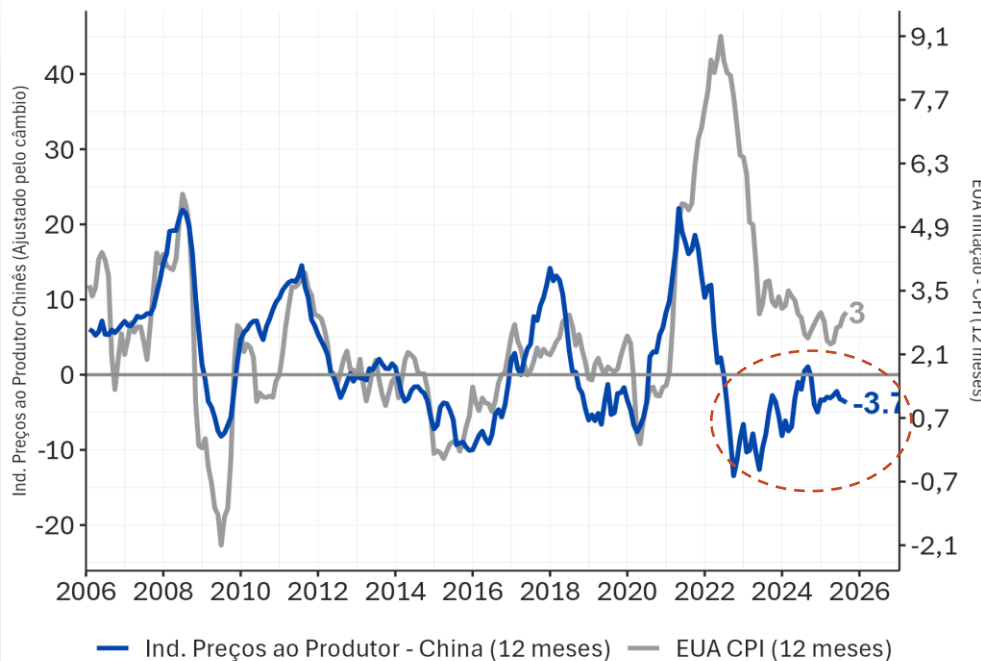
Atualizado em: jul 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Inflação x Ind. Preços ao Produtor da China (Ajust. pelo câmbio)

Atualizado em: set 2025 (Esq.), set 2025 (Dir.)



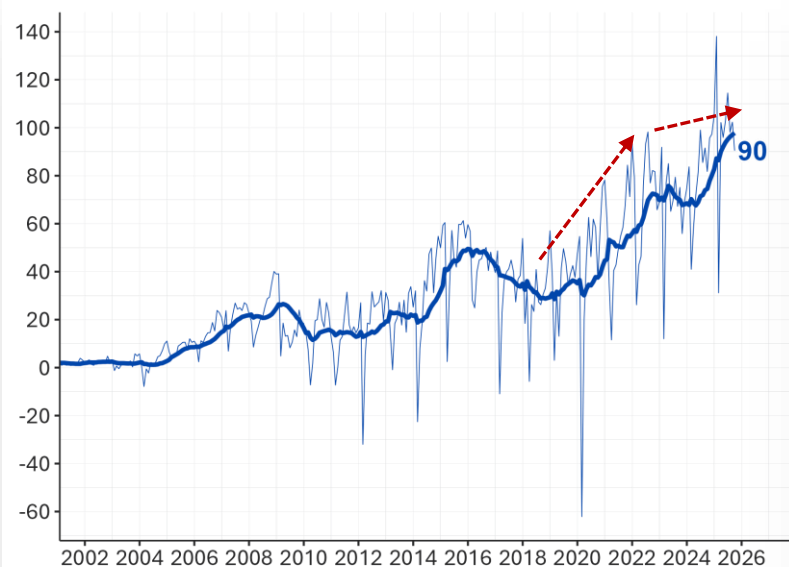
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Desde 2023 o superávit comercial da China sobe com queda de importações

Vendas de carros estão subindo exponencialmente, mas as exportações totais, em valor, tem crescimento modesto desde 2022. Qual o limite de substituição do mercado americano por outros mercados?

CH: Balança Comercial (USD Bi)

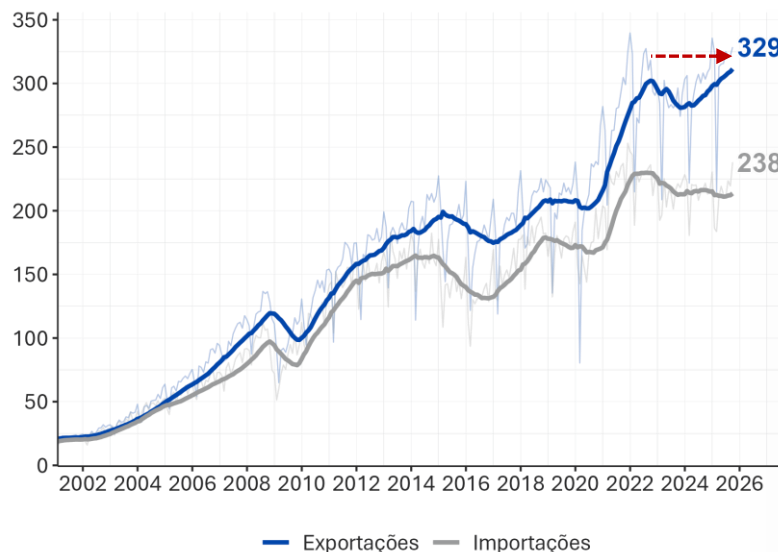
Atualizado em: set 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

CH: Exportações e Importações (USD Bi)

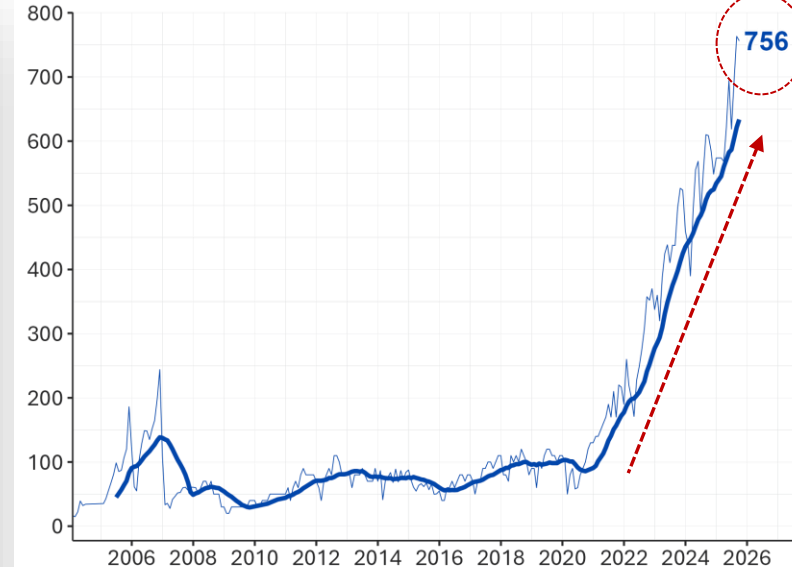
Atualizado em: set 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

CH: Exports - Vehicles (Thousands units)

Last update: Sep 2025



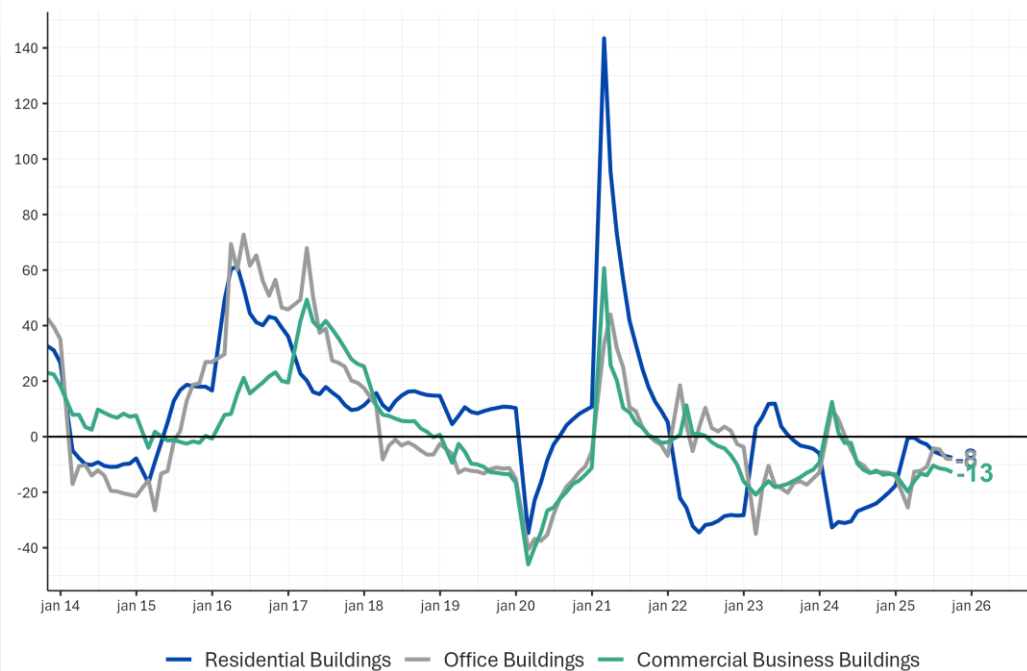
Source: Vinci Compass, Bloomberg

Furo da bolha de construção civil também deve continuar reduzindo o crescimento futuro da China

Mais do que demanda por residências, a compra de ativos imobiliários era uma forma de poupar num ambiente de juros reais negativos. Parte da demanda era especulativa, o que gerou um excesso de oferta a ser digerido nos próximos anos.

China: Venda de Imóveis (Var. 12 meses Acum. no Ano %)

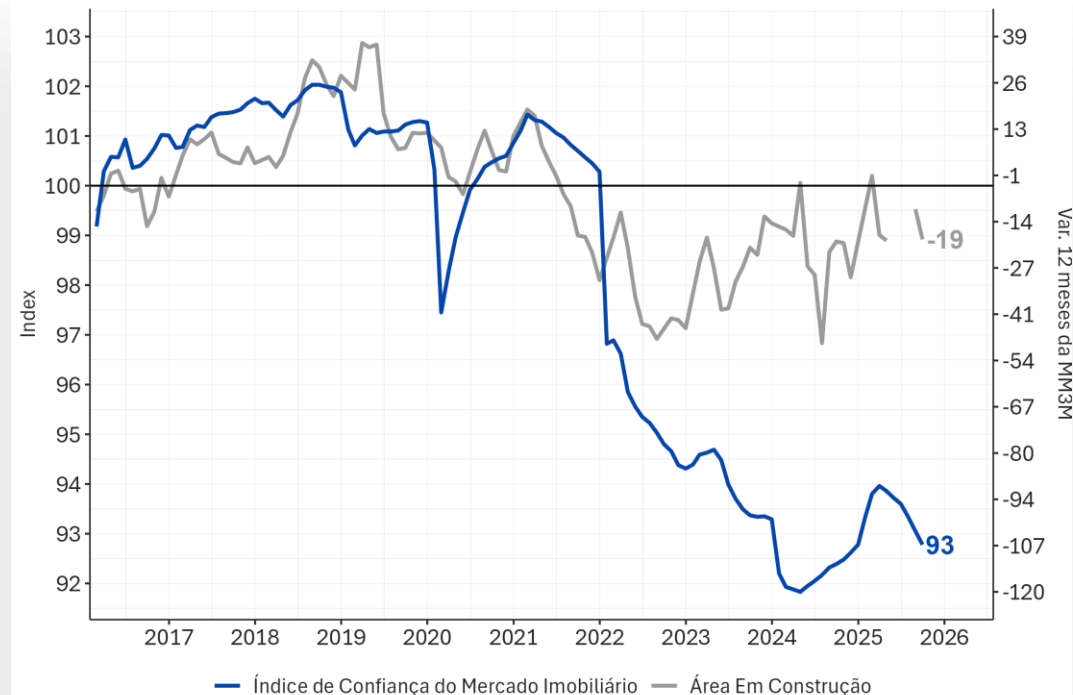
Atualizado em: set 2025



Fonte: Vinci Partners, NBS

China: Índice de Confiança do Mercado Imobiliário

Atualizado em: set 2025 (Esq.), set 2025 (Dir.)

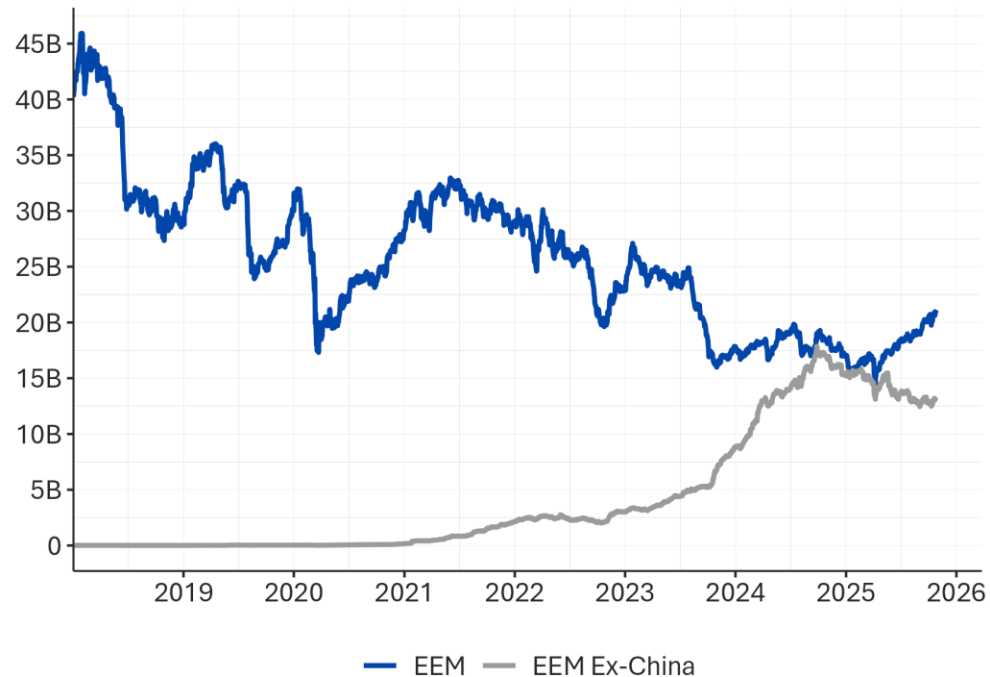


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Investimento Estrangeiro Direto (FDI) tem sido negativo nos últimos anos

ETF: EEM & EEM Ex-China (Mkt Cap, USD Bn)

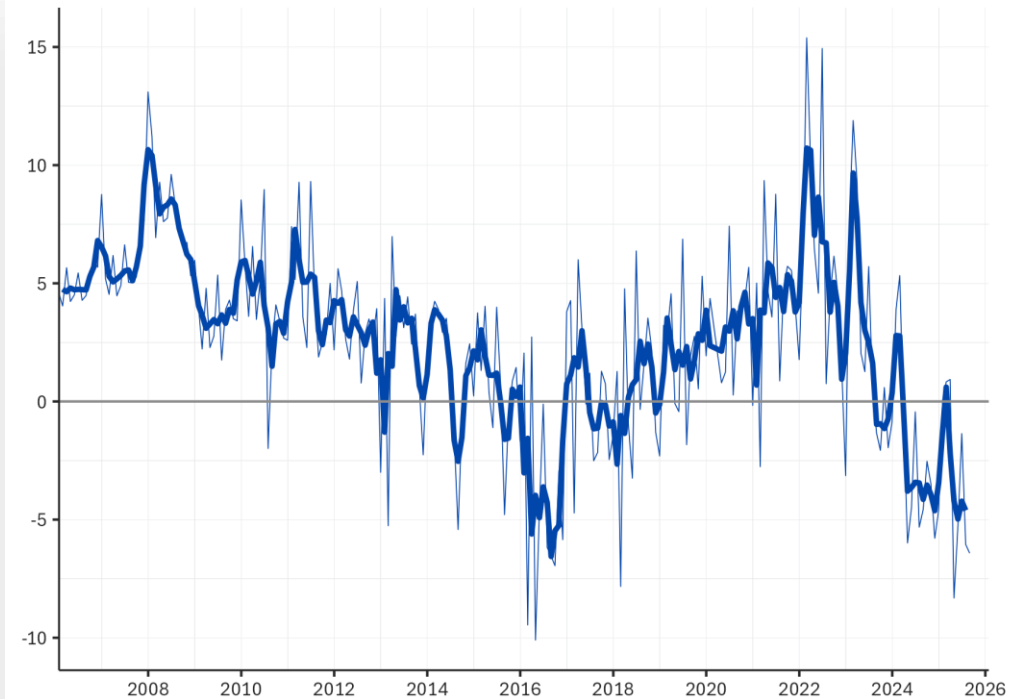
Last update: Oct 2025



Source: Vinci Compass, Bloomberg

China: Net FDI (USD Bn)

Last update: Aug 2025



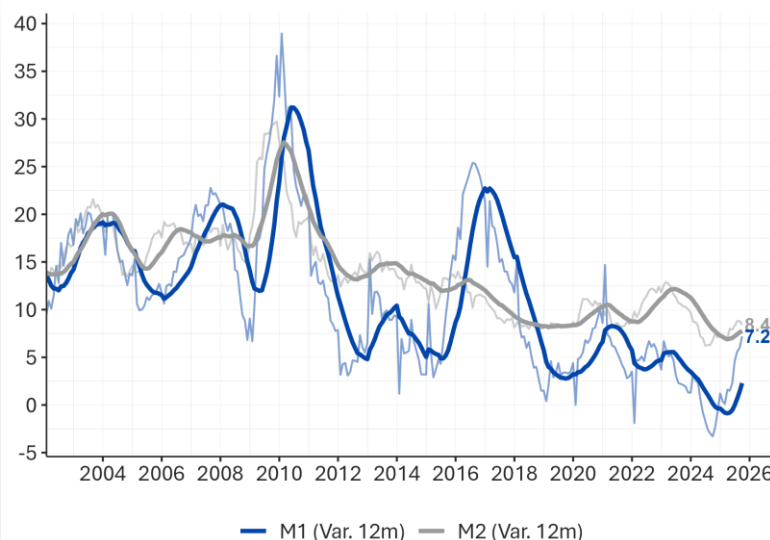
Source: Vinci Compass, Bloomberg

Empréstimos bancários seguem em forte desaceleração.

Empréstimos bancários estão com a pior taxa de crescimento dos últimos 20 anos. Colapso da taxa de juros de 10 anos sugere demanda fraca por capital.

China: M1 & M2 (% Var. 12m)

Atualizado em: set 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

CH: Empréstimos Bancários (12 meses) - Aug: -1 / Sep: 1

Atualizado em: set 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

CH: 10y Government Bond - Aug: 1 / Sep: 1

Atualizado em: out 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

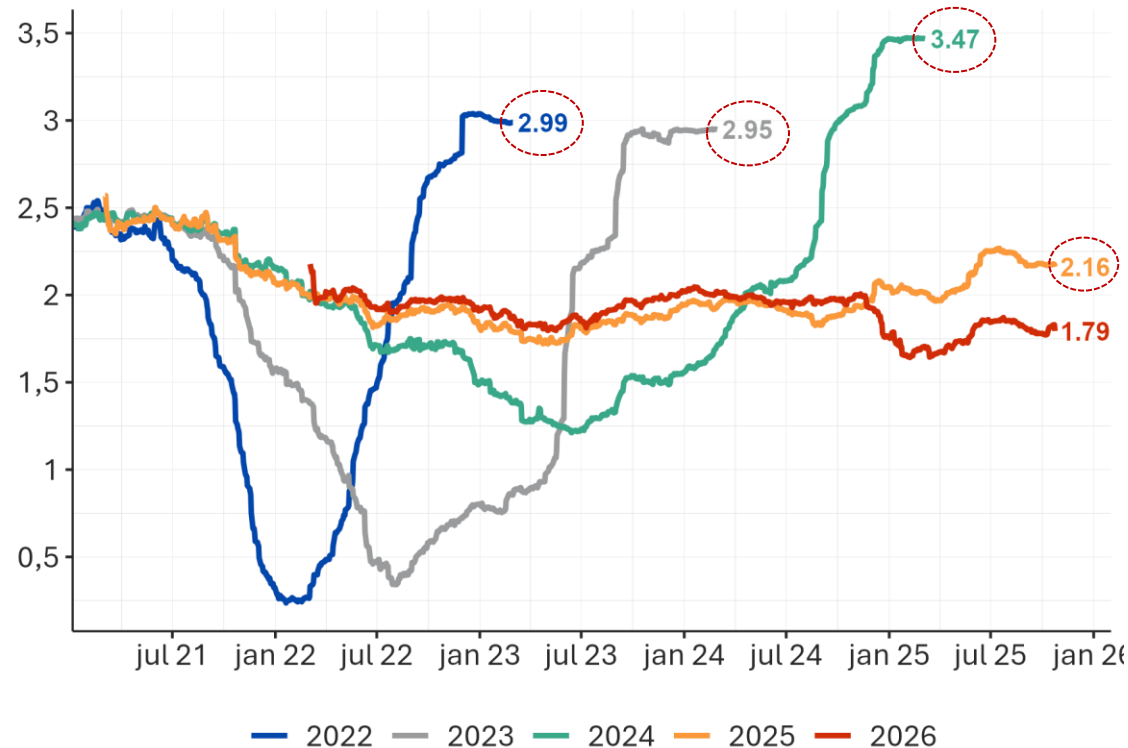
BRASIL

- As taxas reais no Brasil atingiram patamares históricos, próximas de 11% ao ano, resultado de um forte desajuste entre a política monetária contracionista e a forte expansão fiscal ocorrida em 2023 e parte de 2024. Esse quadro começou a se reverter a partir da segunda metade de 2024: o déficit fiscal primário passou de -2,5% do PIB para próximo de zero em meados de 2025
- Com política monetária e fiscal agora atuando na mesma direção contracionista, já se observam projeções de crescimento mais fracas e uma queda expressiva nas expectativas de inflação. A inflação implícita de 1 ano, que estava em 7,8% no início de 2025, recuou para cerca de 4% recentemente
- A redução da taxa SELIC deve começar lentamente por razões técnicas ligadas ao atual forte aperto monetário, mas pode acelerar caso ao longo de 2026 caso se confirme nas eleições presidenciais o compromisso, com credibilidade, com a estabilidade fiscal. A expectativa de um ciclo de corte já fez com que a taxa de juros de 10 anos em Reais já caiu de mais de 15% para abaixo de 14% recentemente, o que vem animando os ativos no Brasil

Economia cresceu acima do potencial nos últimos anos. O excesso de crescimento pressionou a inflação. Mais um “vôo da galinha” no crescimento

PIB Total: Expectativa Anual - Média

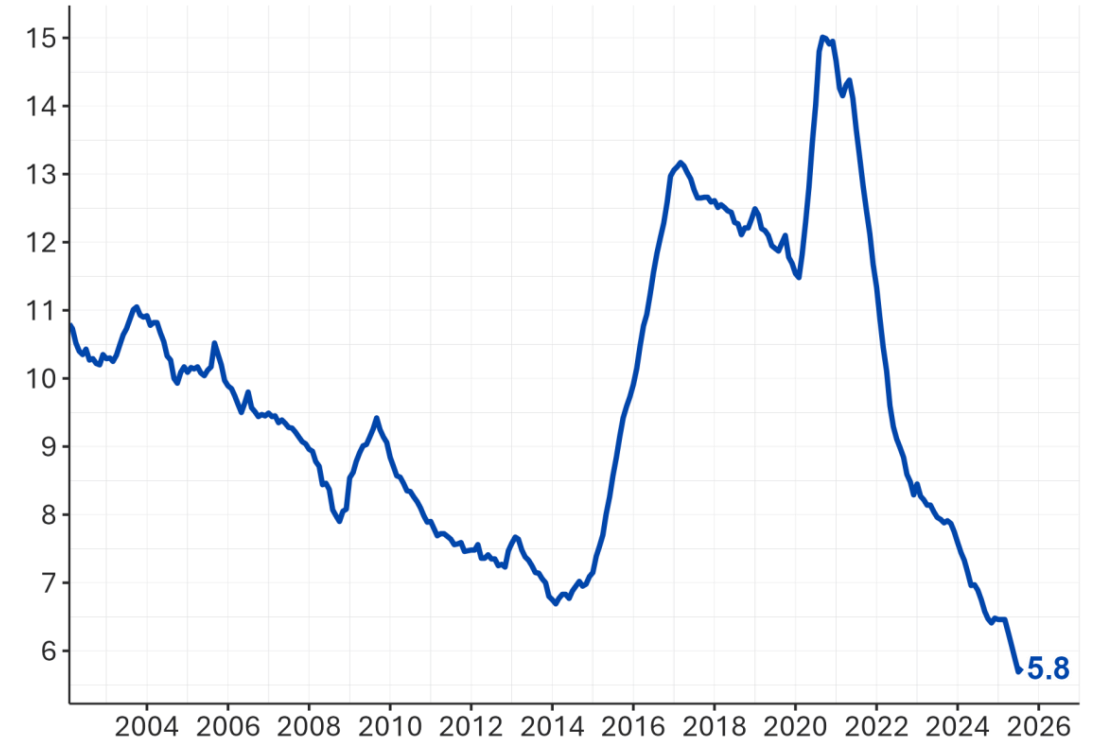
Atualizado em: 24-out-2025



Fonte: Vinci Compass, BCB

PNAD: Taxa de Desemprego Sintética (SA)

Last update: Aug-2025



Source: Vinci Compass, IBGE

Se a política fiscal não estava ajudando, o peso do ajuste ficou com a política monetária

O Banco Central estima que a taxa de juros real neutra seja em torno de 5%.

A taxa de juros real de 1 ano está acima de 10%, mais do que qualquer medida de juro neutro.

A política monetária está muito contracionista. Por que demorou tanto para afetar o crescimento?

Taxa de Juros Real

Atualizado em: out/25



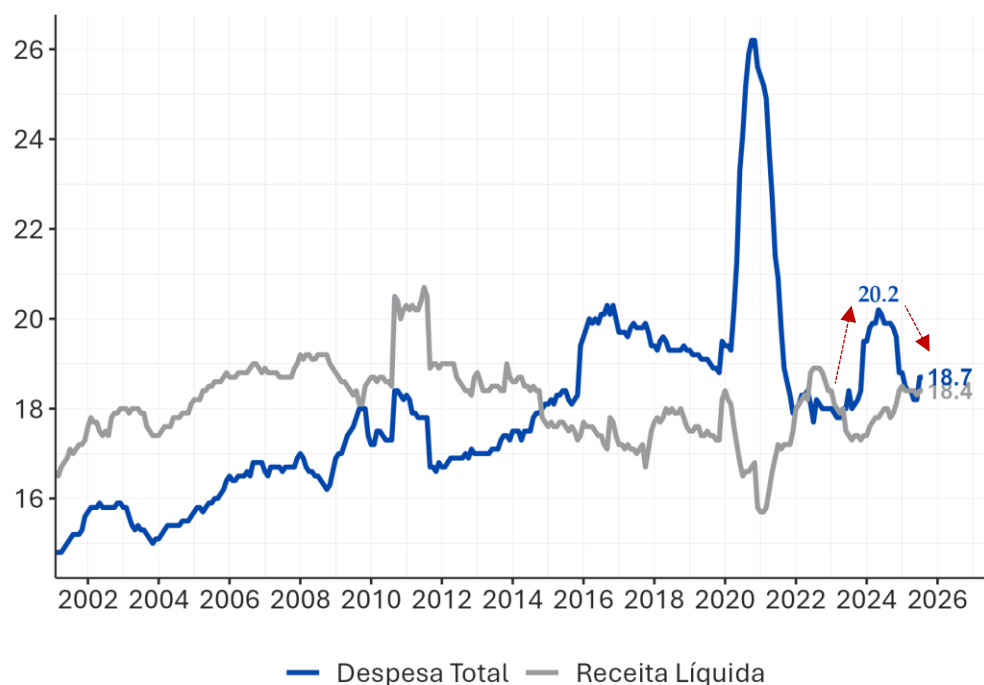
Fonte: Vinci Compass & Bloomberg

Redução do impulso fiscal só chegou no final de 2024

Ainda assim o mercado tem dificuldade de acreditar que os gastos vão continuar em queda considerando as restrições políticas e de popularidade

Despesa & Receita Líquida (%PIB)

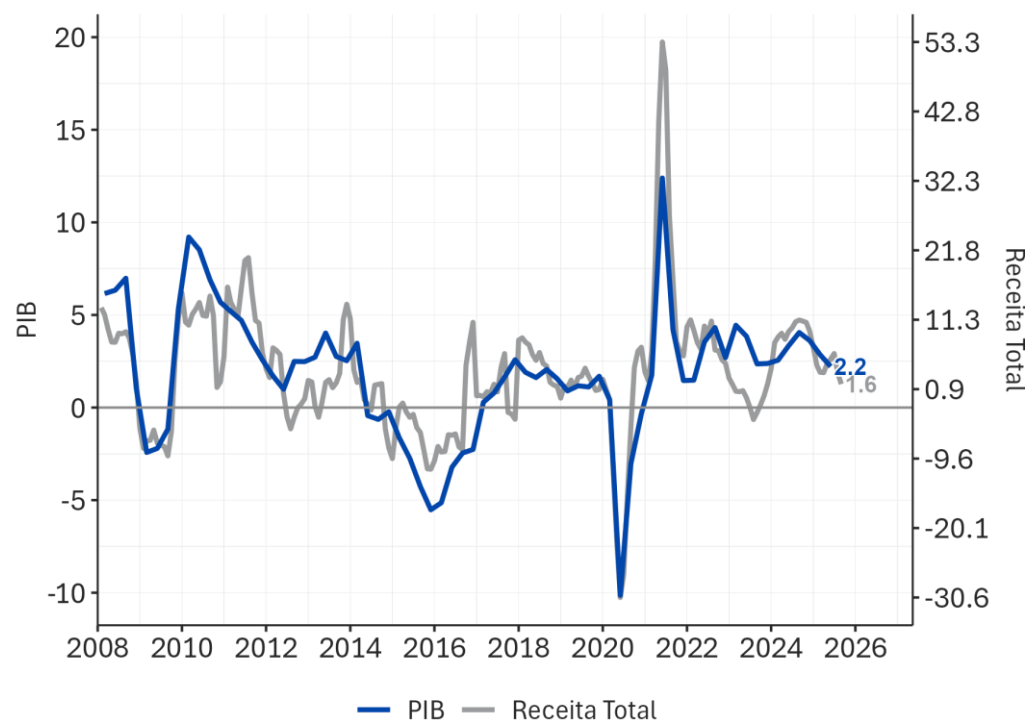
Last update: Aug 2025



Source: Vinci Compass, TN

PIB & Receita Total (Real) (MM3M, %YoY)

Last update: Jun 2025 (LHS), Sep 2025 (RHS)

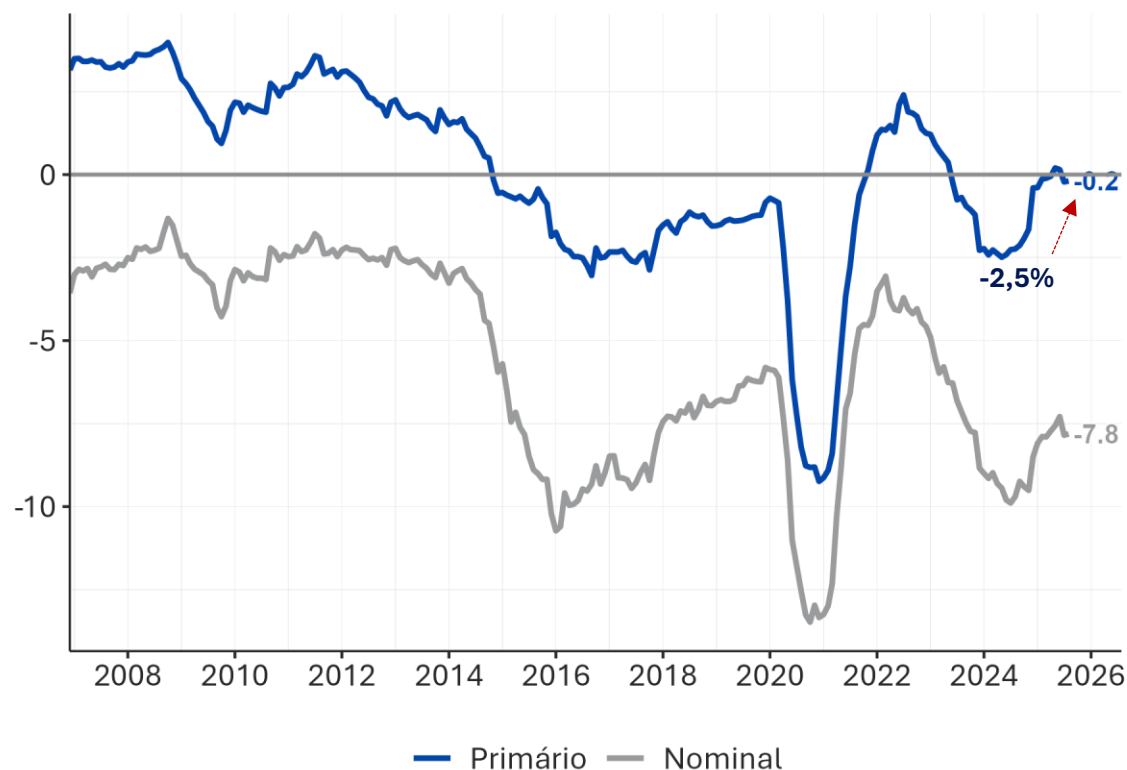


Source: Vinci Compass, IBGE, RFB

Déficit primário saiu de -2,5% do PIB em meados de 2024 para -0.2% em agosto de 25. Deve voltar a piorar para -0.5% do PIB (piso da meta) até o final de 25

Resultado Nominal e Primário em % do PIB

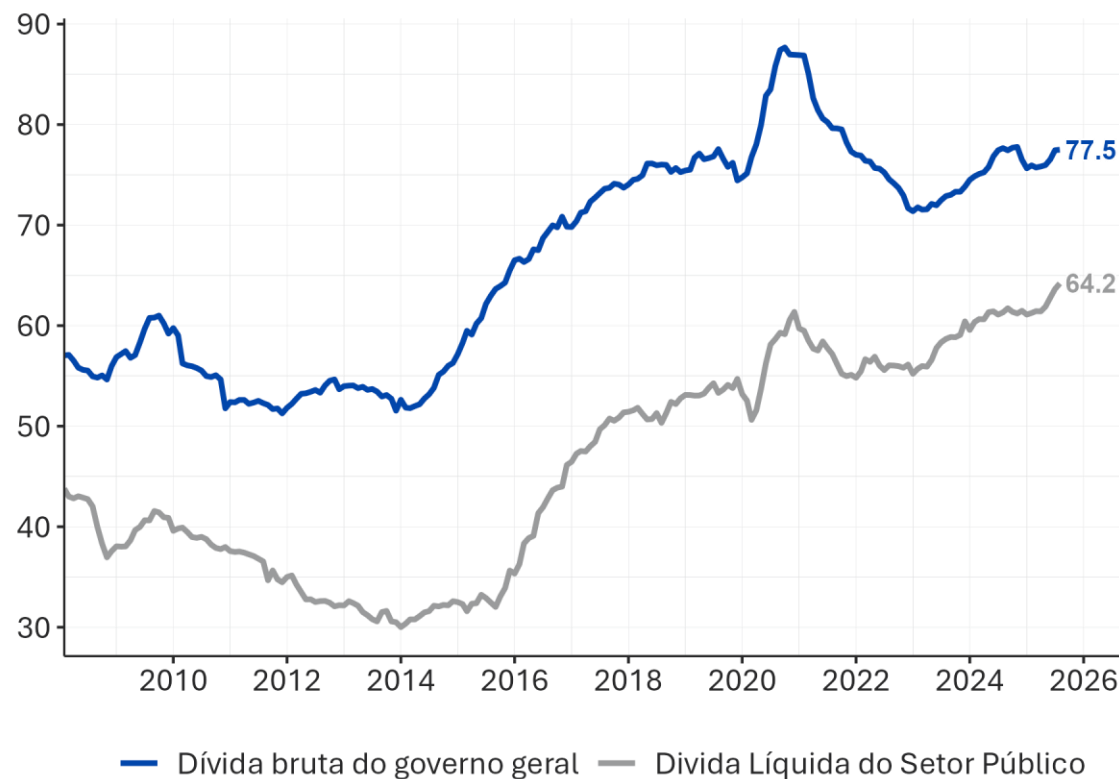
Last update: Aug 2025



Source: Vinci Compass, TN

Dívida Pública em % PIB

Atualizado em: ago 2025

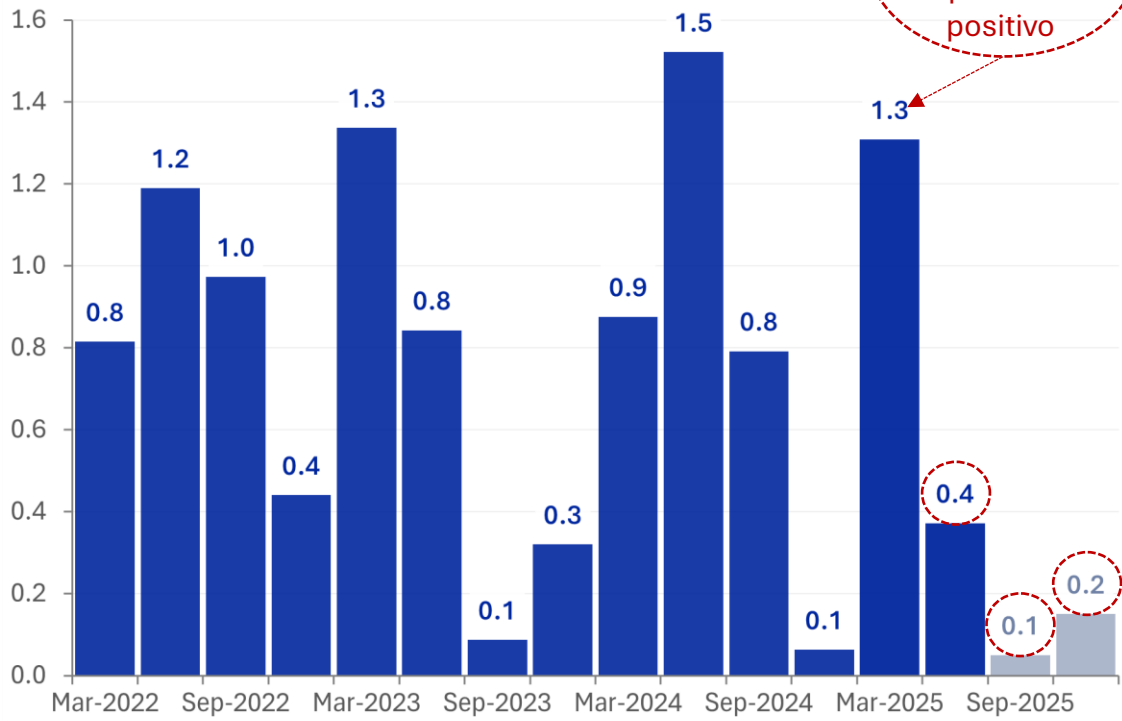


Fonte: Vinci Compass, BCB

Com política fiscal mais neutra e política monetária muito restritiva, crescimento na segunda metade de 2025 será próximo de zero.

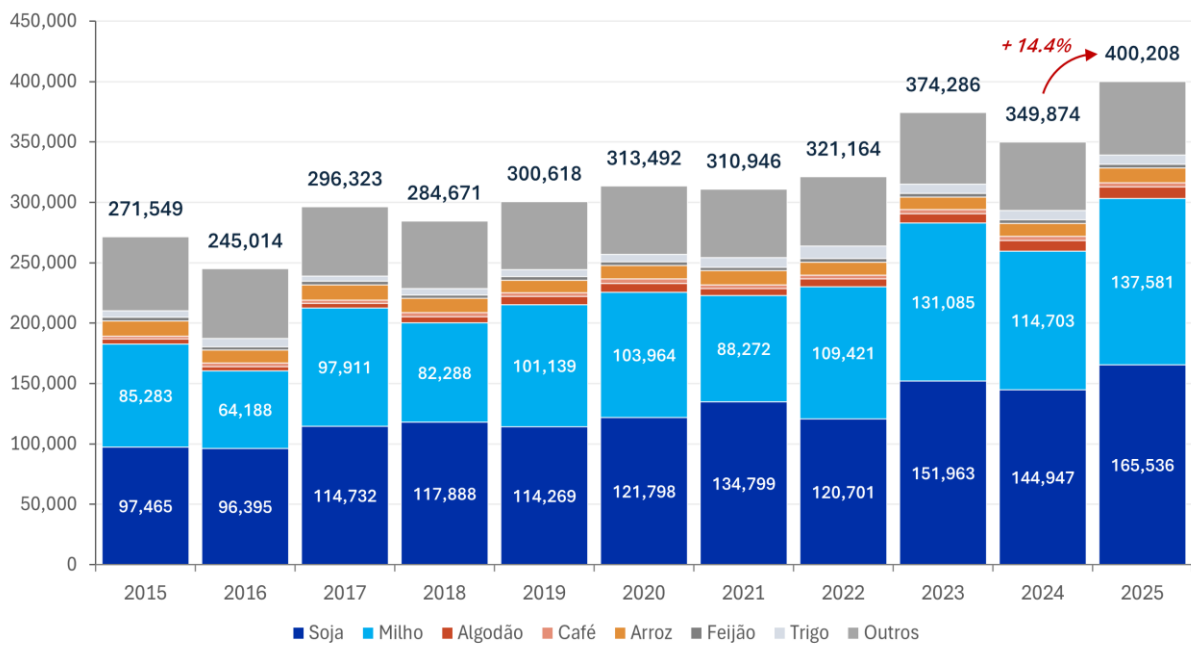
PIB Trimestral - %QoQ SA

Dados realizados (1Q22 - 2Q25) e projetados (3Q25 - 4Q25)



Evolução da Safra de Grãos

Principais lavouras em Milhões de Toneladas (Realizado e Projeção 2025)



Crédito Consignado tem força para estimular a economia?

Concessão mensal de crédito estagnou, apesar da expectativa de forte expansão via crédito consignado. Muitas linhas de crédito antigas sem colateral têm sido convertidas em consignado, sem afetar a concessão de crédito total

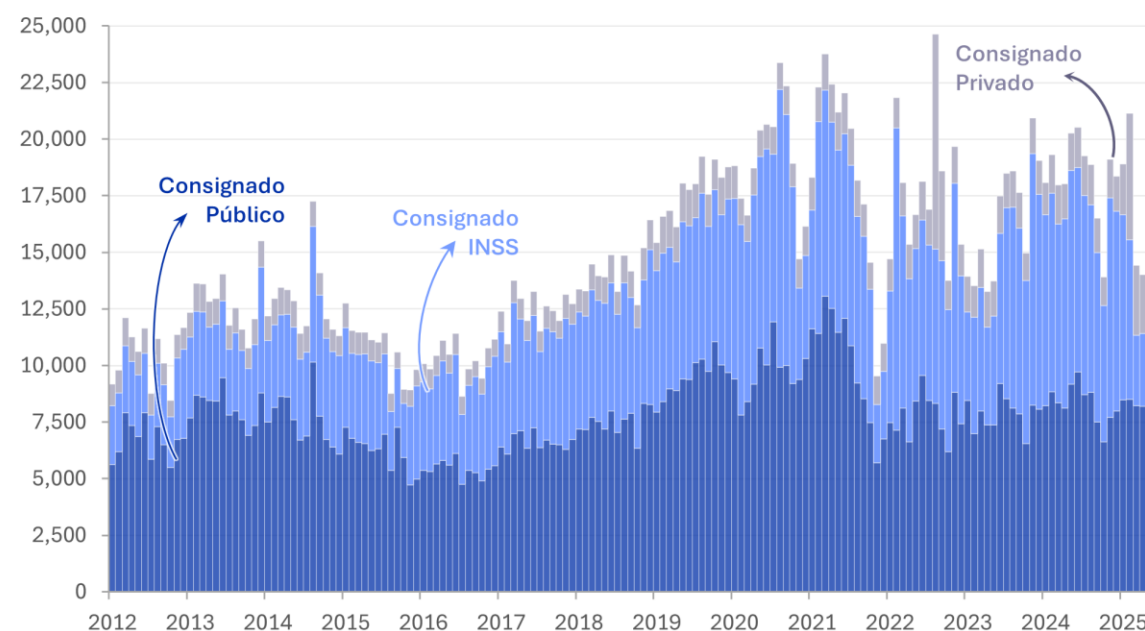
Concessões Reais SA (Bilhões)

Last update: Sep-2025



Source: Vinci Compass, BCB

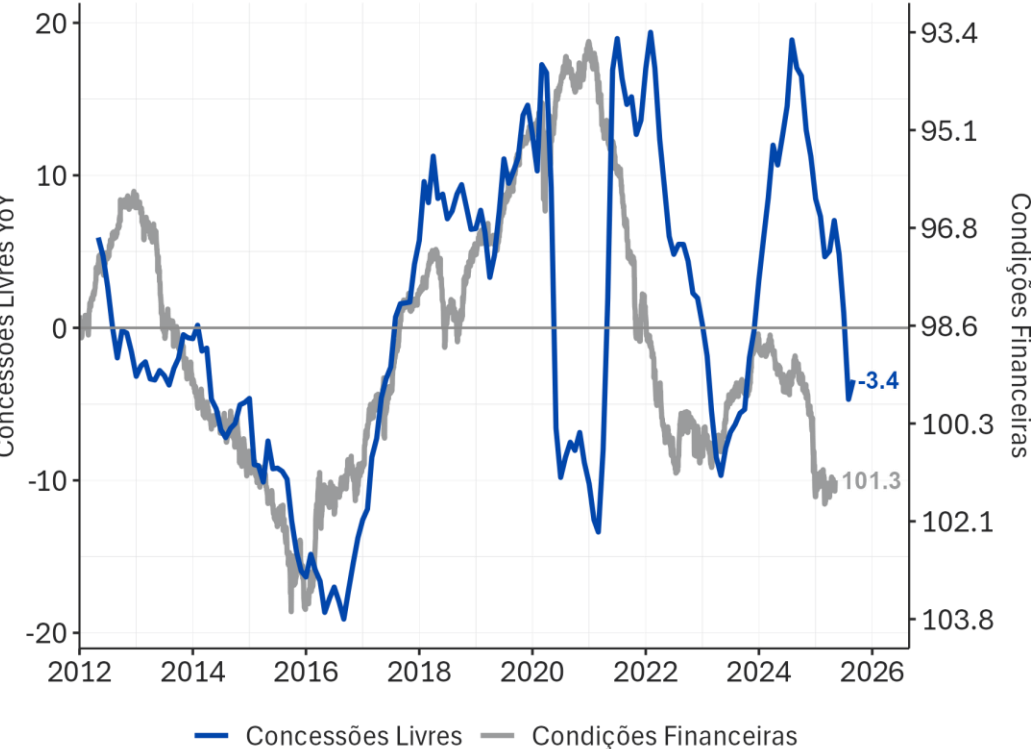
Concessões: Crédito Consignado (Nominal, R\$Mi)



Inadimplência de Pessoas Físicas em recorde de alta desde 2013

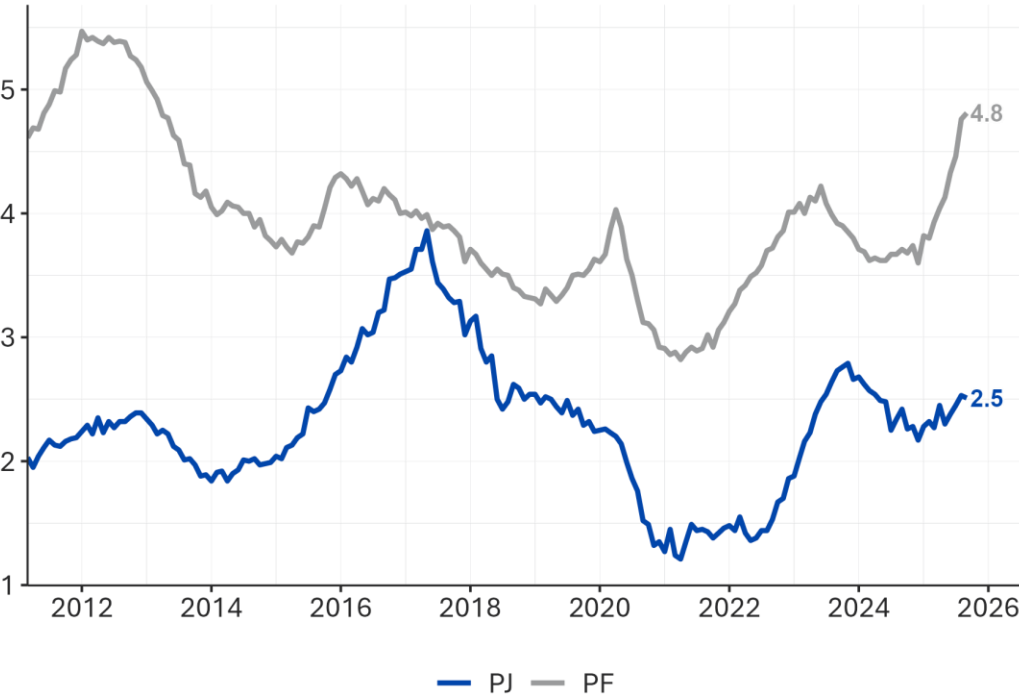
Condições Financeiras & Concessões Livres ex-Cartão

Last update: 01-09-2025 (LHS), 07-05-2025 (RHS)



Inadimplência com Ajuste Sazonal (%)

Atualizado em: set-2025



Fonte: Vinci Compass, BCB

Consumo depende de massa salarial e crédito

Crédito já iniciou uma desaceleração. Se a tendência do Caged se mantiver e os salários nominais permanecerem no patamar atual, Massa Salarial também vai desacelerar ao longo de 2025.

Consumo das Famílias e Massa Salarial Real YoY

Atualizado em: ago-2025



Fonte: Vinci Compass, IBGE

Concessões Reais e PIB Consumo (YoY)

Last update: Sep 2025 (LHS), Jun 2025 (RHS)



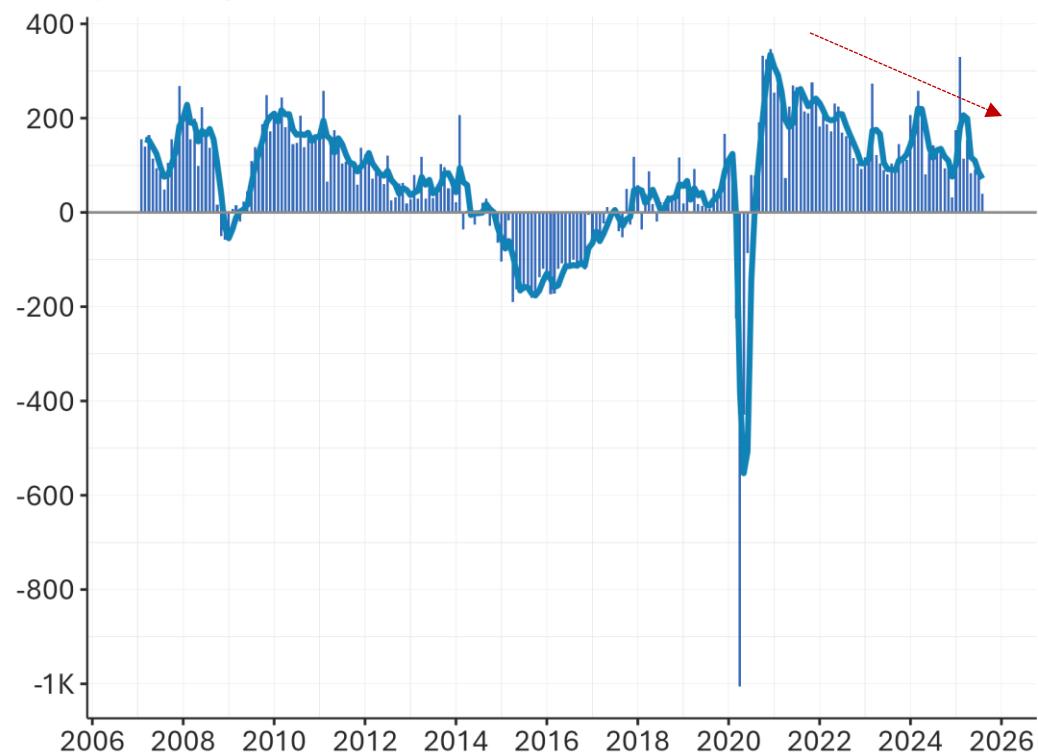
Source: Vinci Compass, IBGE, BCB

Mercado de trabalho está desaquecendo: “*Gradually then suddenly (EH)*”?

Escassez de mão-de-obra leva a “labor hoarding”. Mercado de trabalho menos apertado acaba por reduzir a demanda precaucional excessiva de trabalhadores. Mercado americano pode ter sido um exemplo.

Caged: Saldo em milhares de pessoas, SA

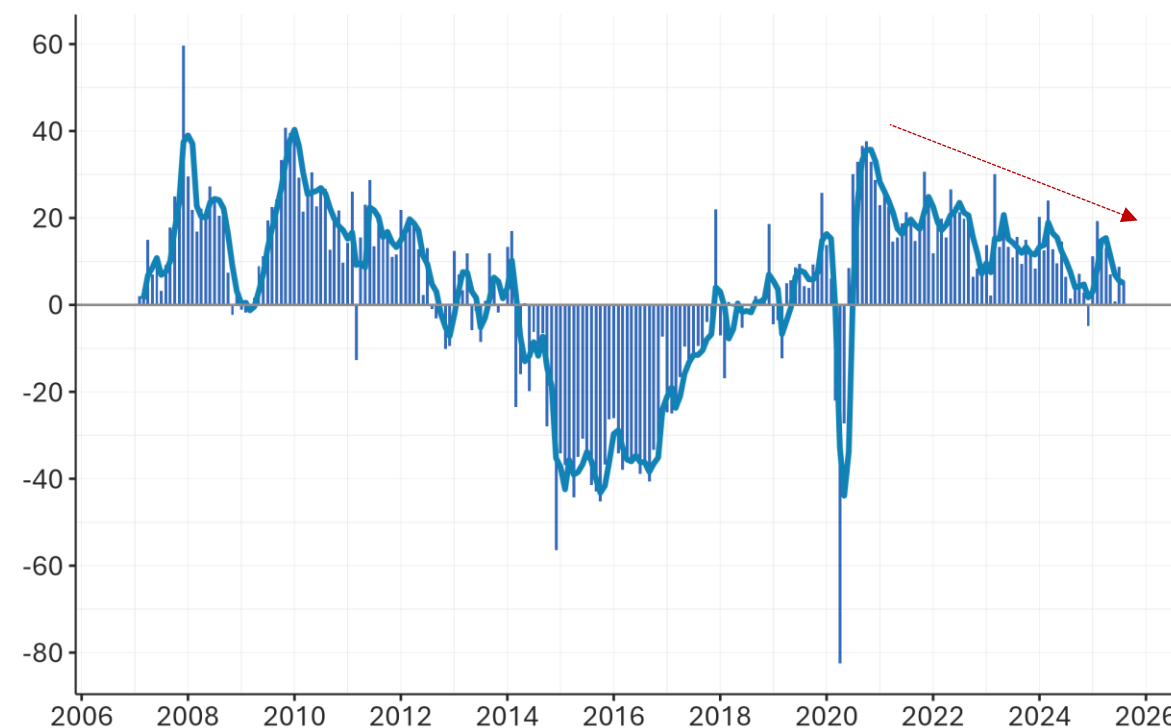
Last update: Aug 2025



Source: Vinci Compass, MTE

Saldo Caged: Construção (Mil Pessoas, SA)

Last update: Aug 2025



Source: Vinci Compass, MTE

Taxa de desemprego segue perto dos valores mínimos

A média das inflações de salário estabilizou em torno de 5,5%

PNAD: Taxa de Desemprego Sintética (SA)

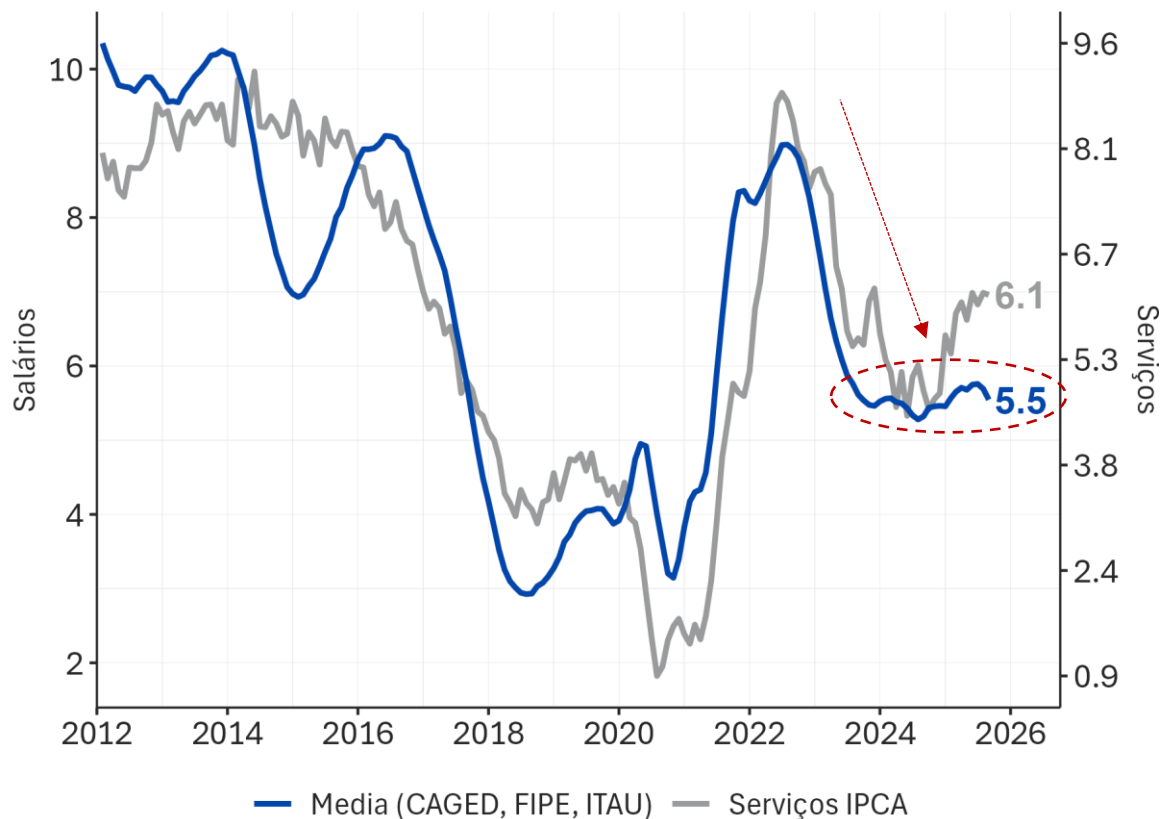
Last update: Aug-2025



Source: Vinci Compass, IBGE

IPCA Serviços e Média da Inflação de Salários (%YoY)

Last update: Sep 2025 (LHS), Sep 2025 (RHS)



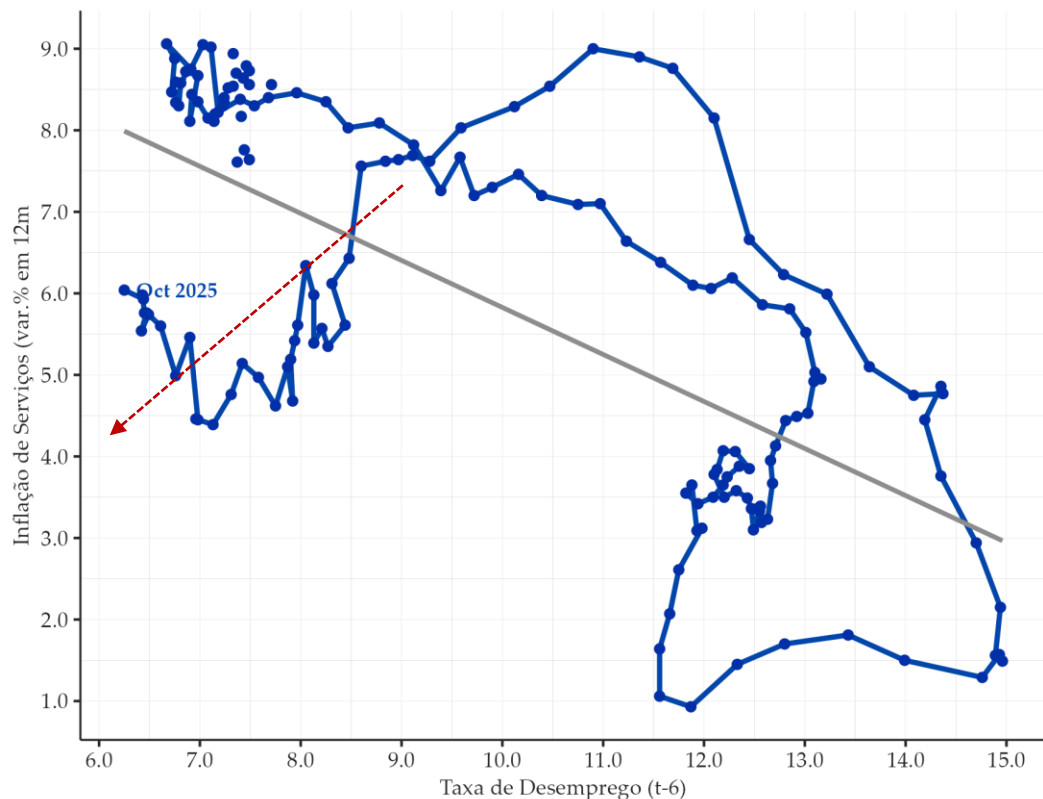
Source: Vinci Compass, FIPE, MTE, Itau

Desemprego caiu, mas inflação de serviços não acelerou

Próximos números da inflação de serviços devem indicar novas quedas

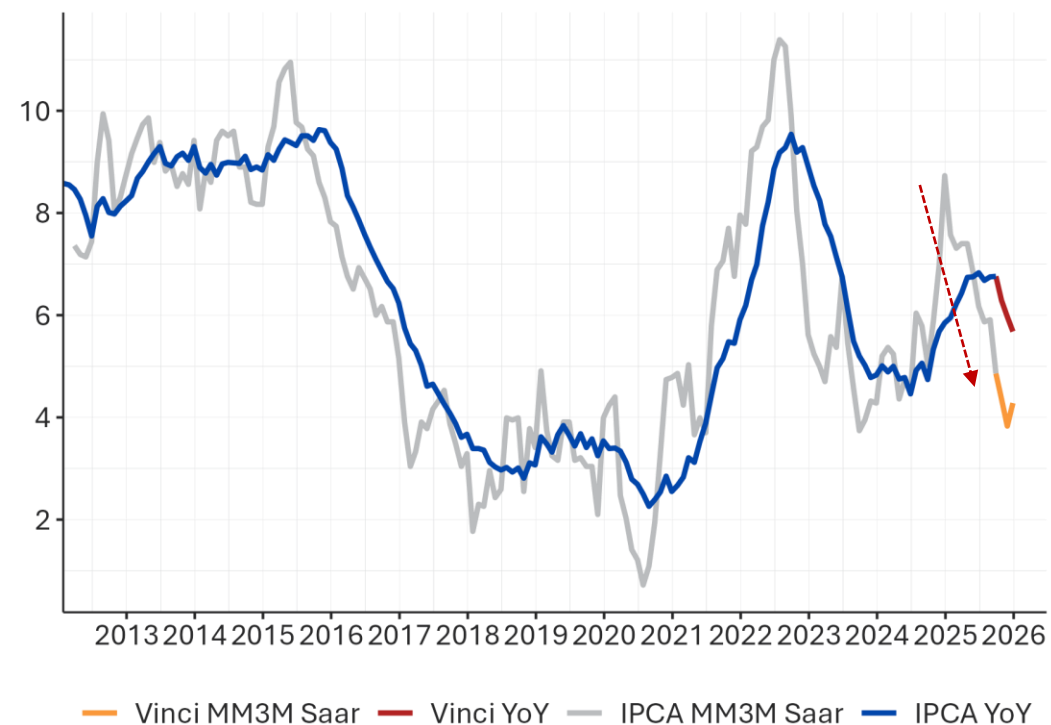
IPCA-15: Desemprego x Inflação de Serviços

Comparação de Serviços YoY e Desemprego t-6



IPCA Encadeado - Serviços Subjacentes (YoY & MM3M)

Last update: Dec 2025



Source: Vinci Compass, IBGE

BRASIL

- Cambio, juros e inflação

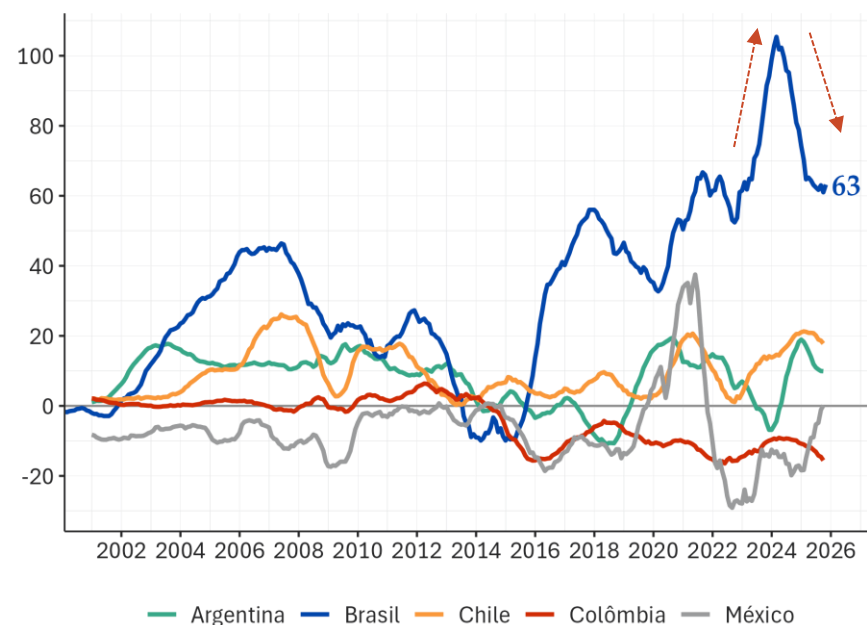
Balança comercial segue com superávit acima de 4% do PIB

Com menos crescimento importações devem desacelerar. Soja e petróleo devem ajudar nas exportações

Brasil segue mantendo superávits constantes na balança comercial, muito acima dos demais pares da América Latina

Balança Comercial - Brasil x Latam (US\$ Bi - 12M)

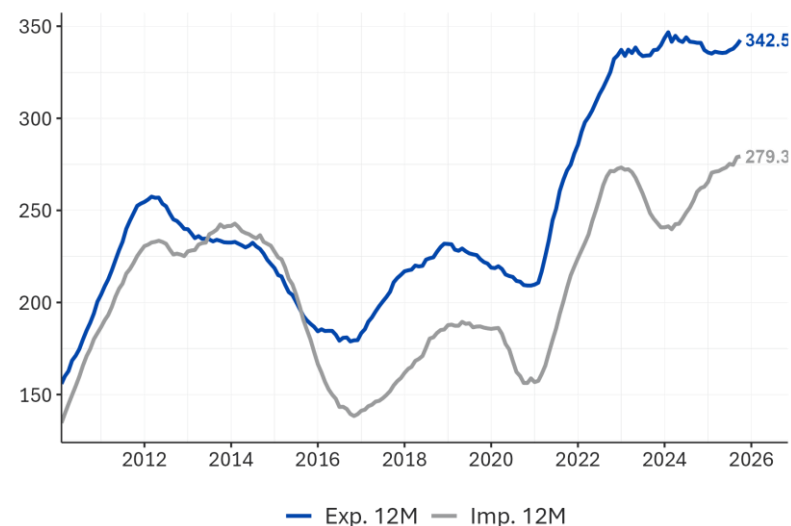
Atualizado em: 2025 Oct



Exportações seguem num patamar elevado. Piora na balança comercial foi explicada por um aumento nas importações: máquinas e equipamentos e automóveis (chineses, em grande parte)

Exportações & Importações 12M (US\$ Bilhões)

Atualizado em: out-2025

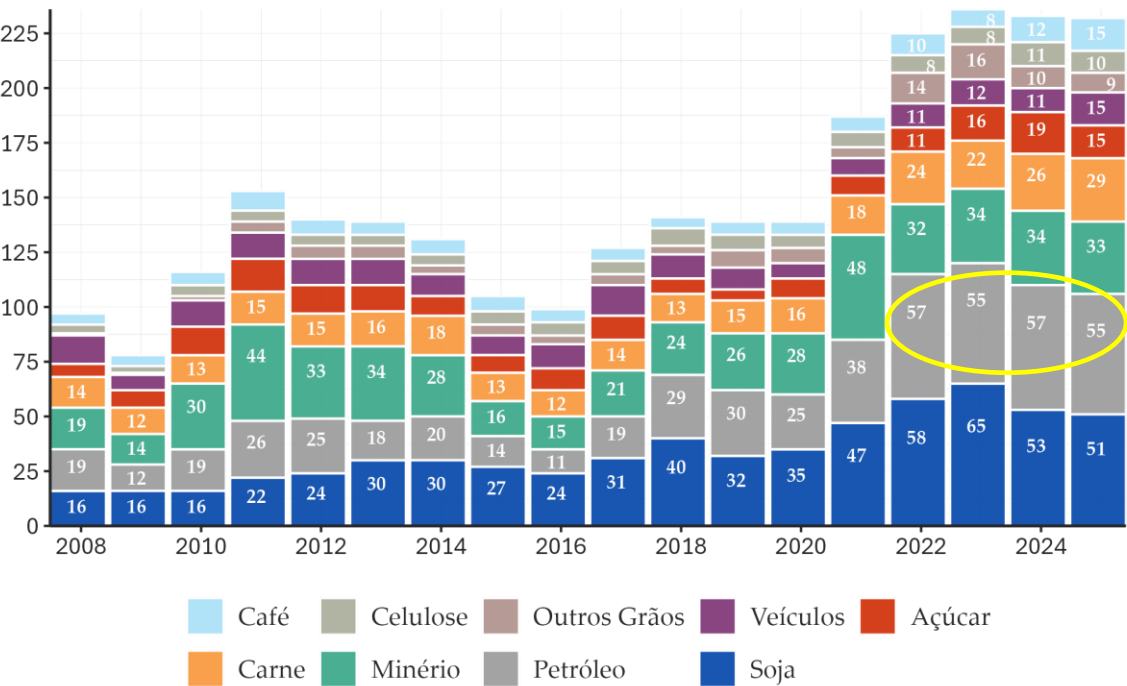


Fonte: Vinci Compass, MDIC

Pauta de exportações segue primordialmente composta por commodities. Petróleo já é o principal item de exportação e deve ganhar ainda mais importância no futuro

Exportações - Destaques (12M, USD Bi)

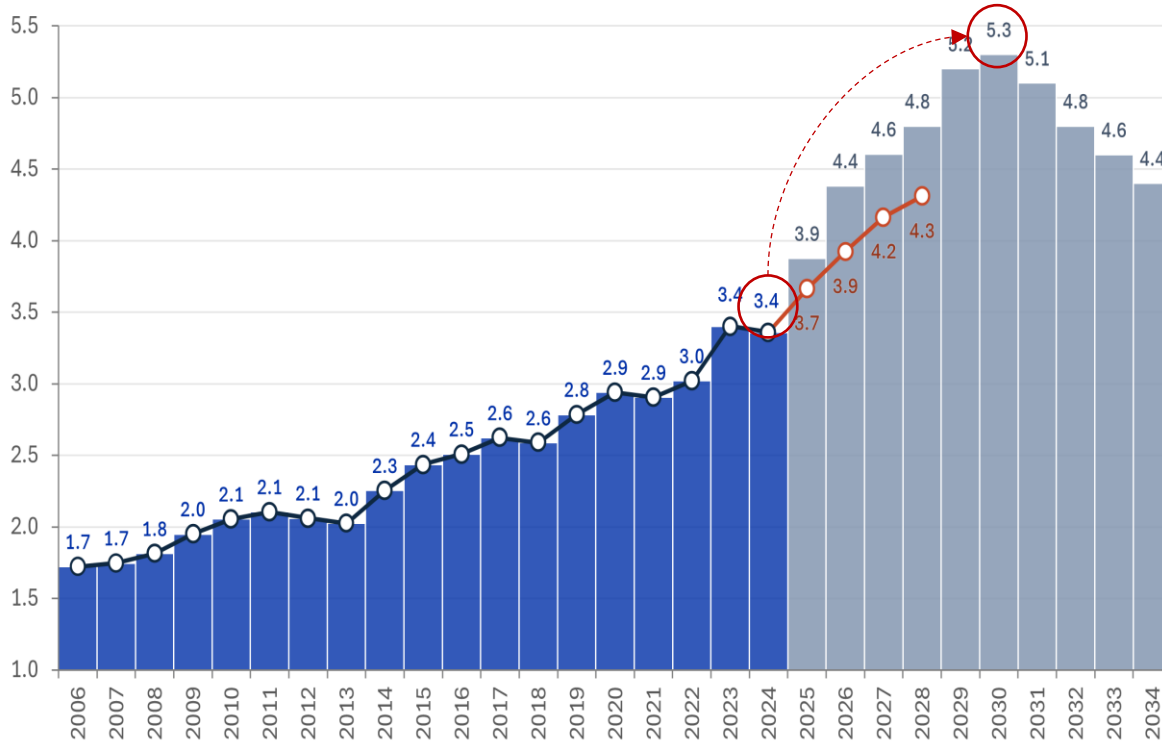
Last update: 2025 out



Fonte: Vinci Compass, MDIC

Produção Anual de Petróleo (Mbbl/d)

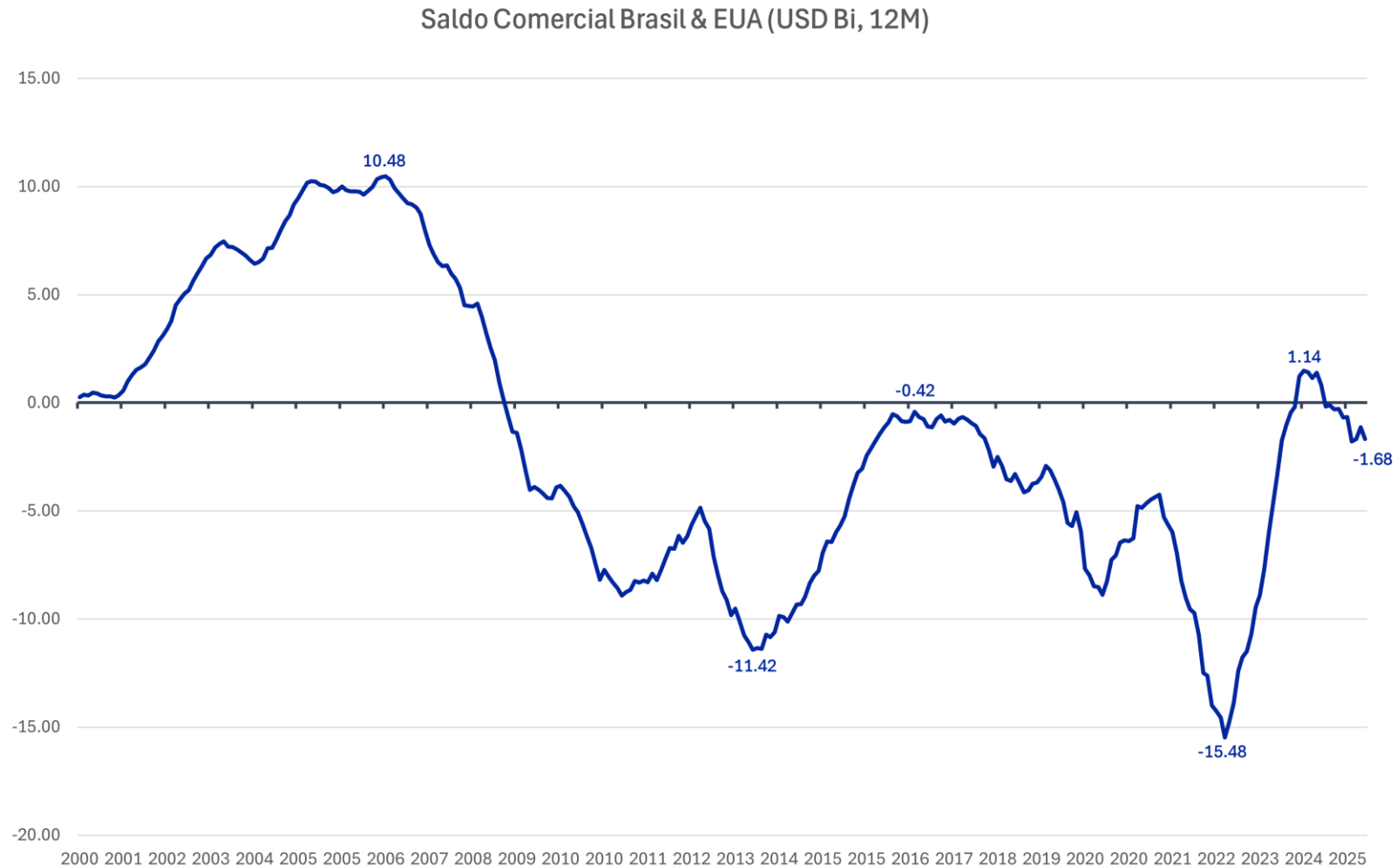
Dados Realizados e Projetados (ANP/EPE e Vinci)



Fonte: ANP e EPE

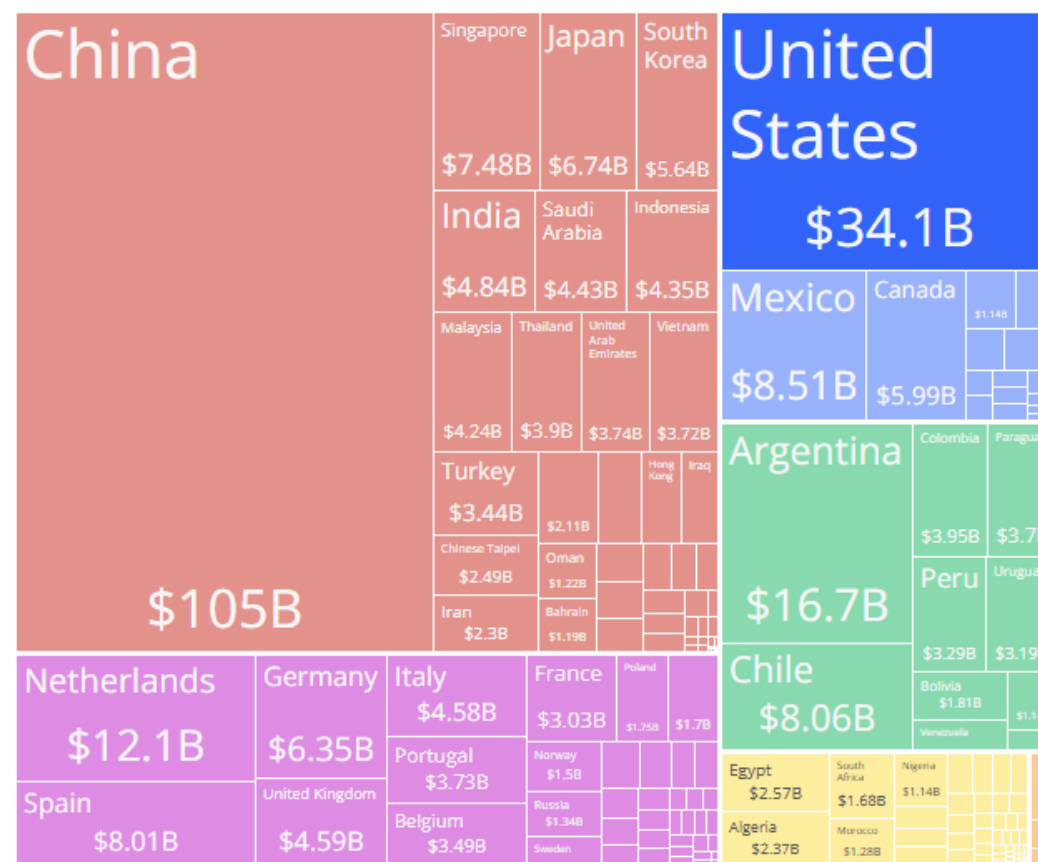
Tarifas do Trump vão afetar o crescimento no Brasil?

Brasil tem um pequeno déficit comercial com os Estados Unidos



E a maior parte das exportações são commodities, que podem ser direcionadas para outros mercados. O impacto sobre a atividade econômica deve ser pequeno, menos de 0,2% do PIB

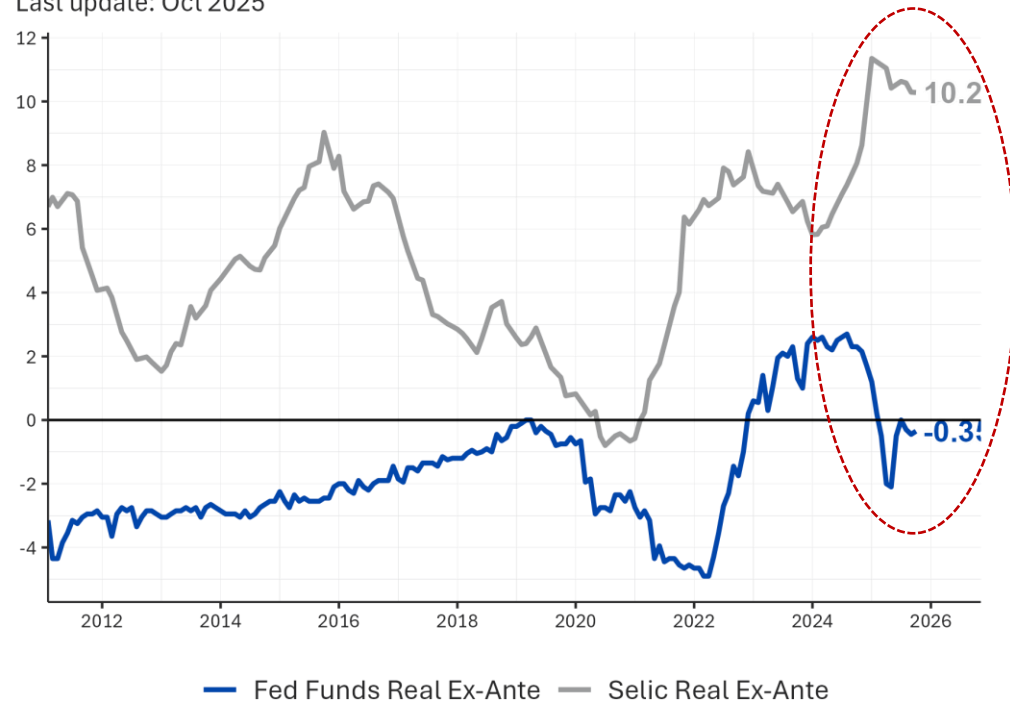
DESTINO DAS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS



Em algum momento a taxa de juros no Brasil esteve muito baixa para motivar saída de capitais? Aparentemente não...

Juro Real Ex-Ante: EUA x Brasil

Last update: Oct 2025



Source: Vinci Compass, Bloomberg

Selic Efetiva e Piso de Juros Doméstico e Externo

Doméstico: Juro Real Neuto + Focus12M/ Externo: FF + CDS + Exp(Deval.12)

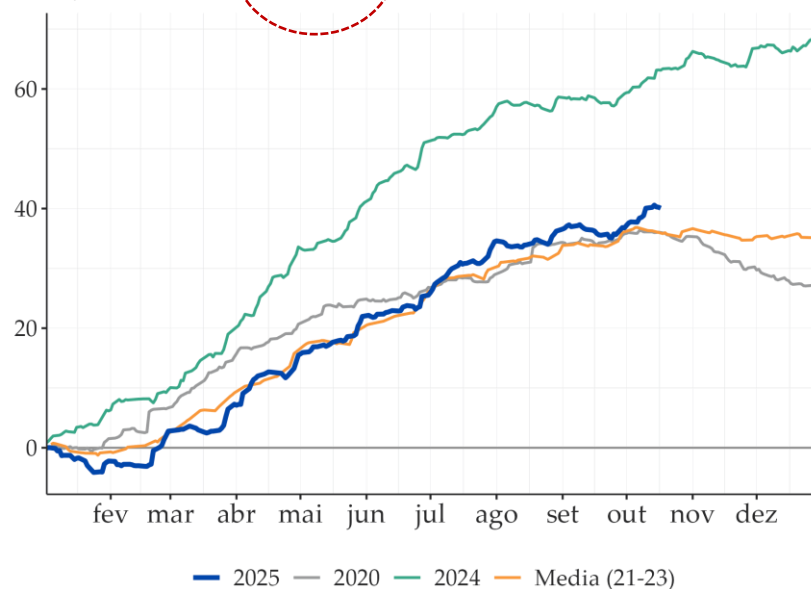


Source: Vinci Compass, BBG

Movimentos da taxa de câmbio tem sido mais afetados pela movimentação do mercado futuro de câmbio do que pelo mercado a vista.

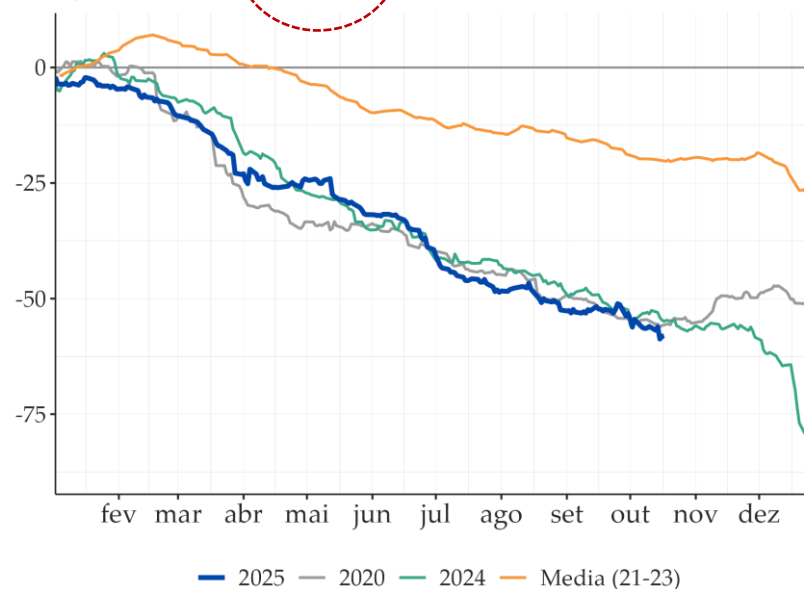
Fluxo Cambial Comercial no Ano (USD Bi)

Last Update: 17-Oct-25



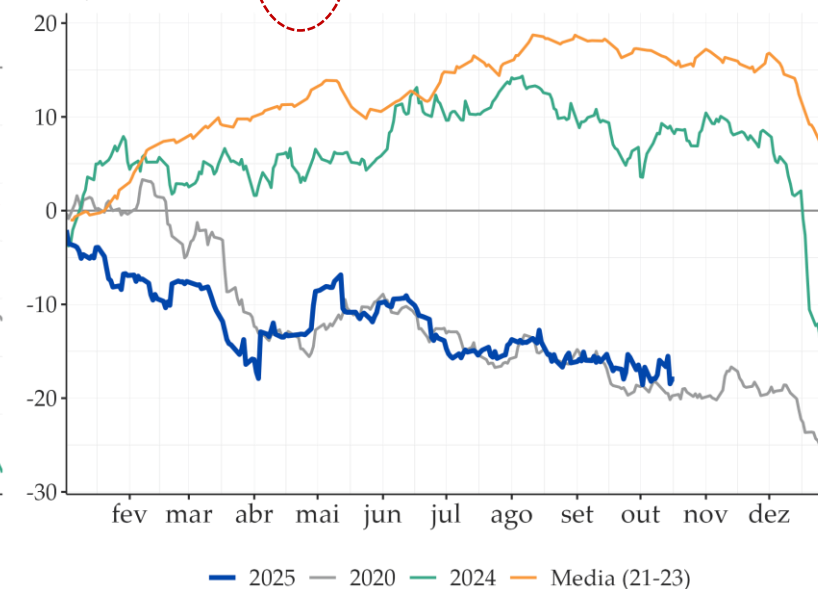
Fluxo Cambial Financeiro no Ano (USD Bi)

Last Update: 17-Oct-25



Fluxo Cambial: Saldo Acumulado no Ano (USD Bi)

Last Update: 17-Oct-25

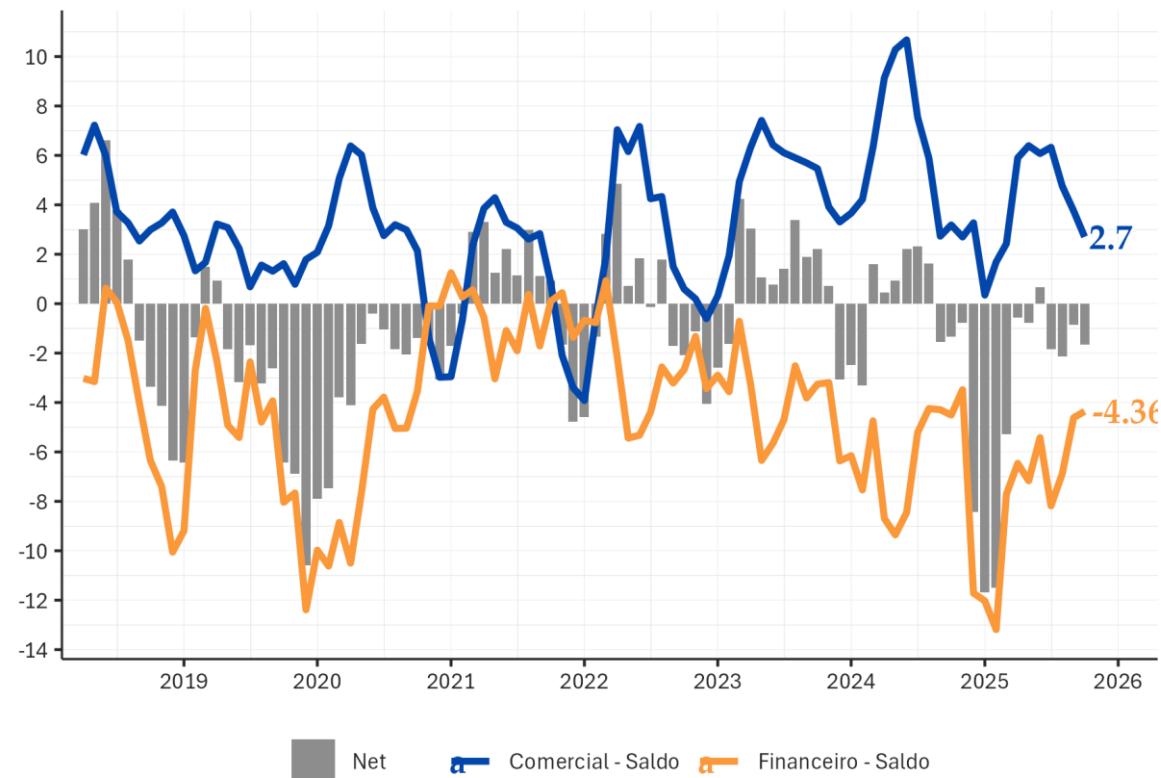


Percepção sobre a força do dólar americano também tem sido um importante determinante da taxa de câmbio



Fluxo Cambial (MM3M) (US\$ Bilhões)

Last Update: 17-Oct-25

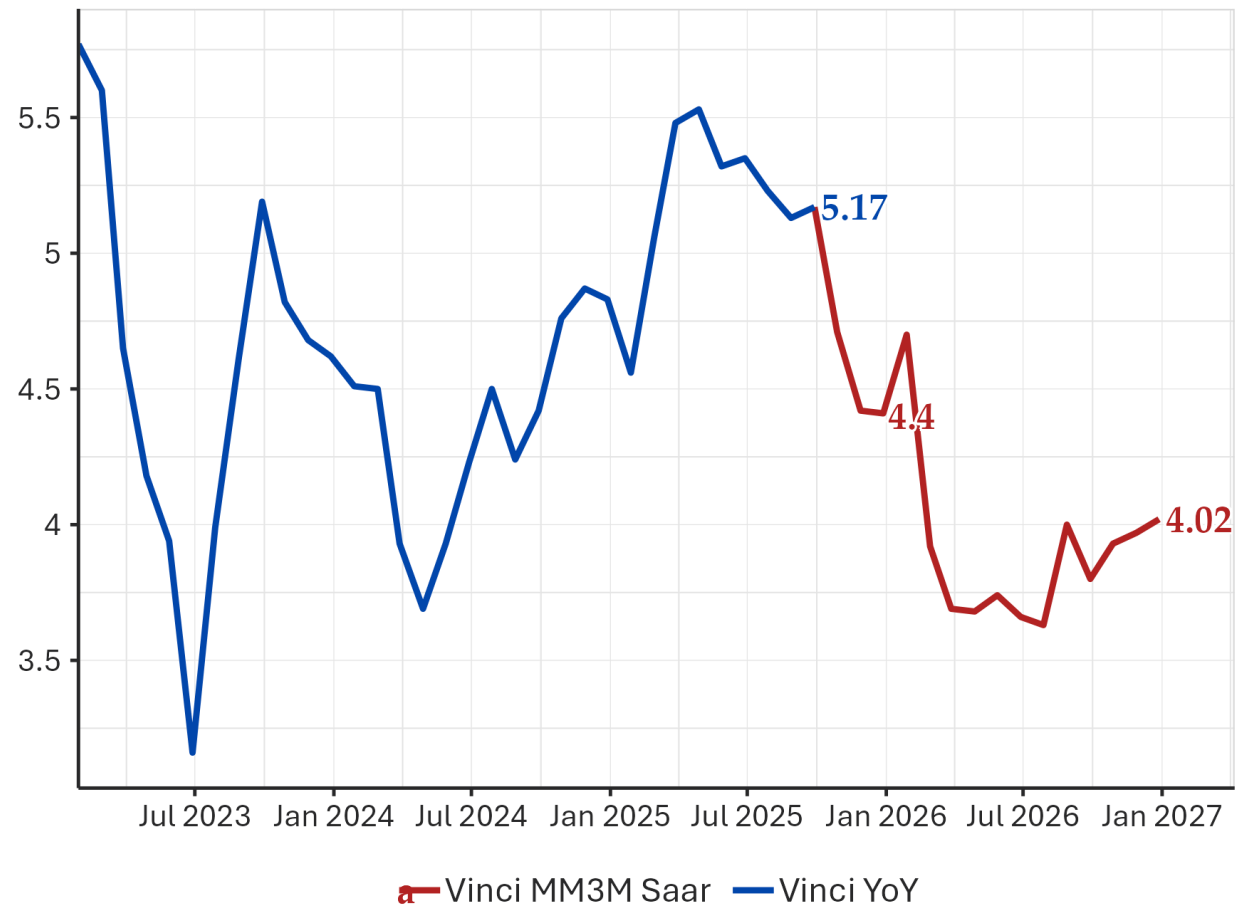


Fonte: Vinci Partners & BCB

IPCA fez o pico no segundo trimestre de 2025

IPCA Encadeado - Índice Geral (YoY)

Last update: Dec 2026



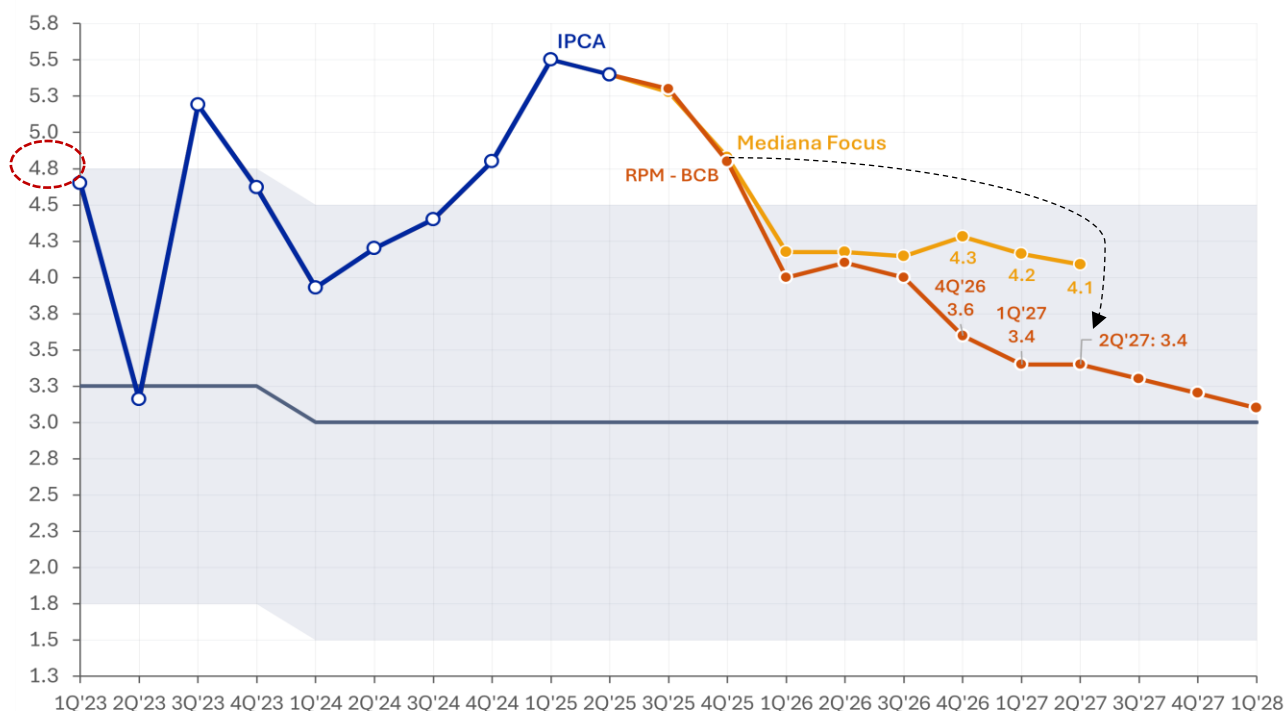
O que vai fazer o IPCA cair?

1. estabilidade do câmbio em 2025
2. choque de oferta positivo da produção agrícola
3. redução do crescimento do PIB para abaixo do potencial
4. juros reais elevados, acima da taxa de juro real neutra

Banco Central decide a taxa de juros Selic com base na projeção de inflação para os próximos 18 meses (o “horizonte relevante” para o BC)

IPCA no Cenário de Referência (Selic Focus e Câmbio PPP)

Comparação entre Projeções BCB e Focus



BC pode cair Selic em dezembro?

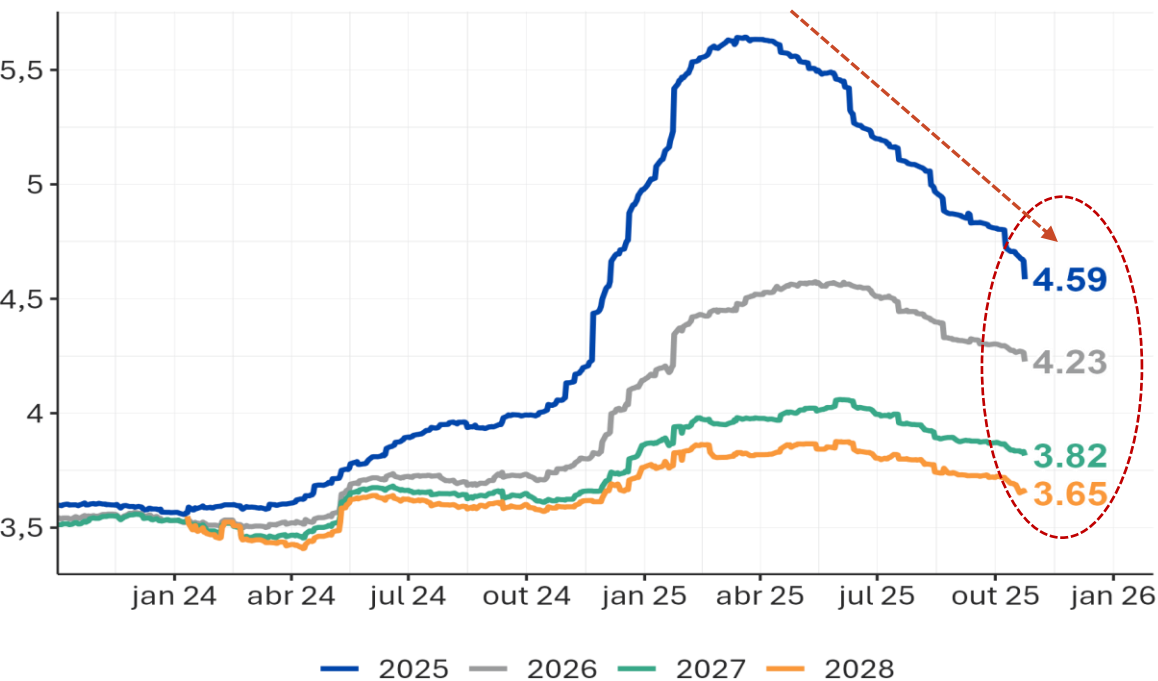
1. inflação corrente vai cair para 4.4 até dezembro
2. Em 4 de dezembro o IBGE deve divulgar que o PIB do 3o. Tri cesceu próximo de zero, o que não é novidade para o BC mas pode afetar o “mood” do mercado
3. taxa de juros vai continuar muito acima da neutra até dezembro
4. em dezembro de 25 modelo macro do BC deve mostrar uma inflação muito próxima da meta em junho de 27 (o horizonte relevante em dez ' 25)

Expectativas de inflação (Focus) começam a acelerar a queda

Câmbio estável, choque de oferta positivo da safra agrícola, juros reais acima de 10% e queda no crescimento devem levar a inflação a manter uma trajetória de queda nos próximos meses

Expectativa de Inflação Anual - Média

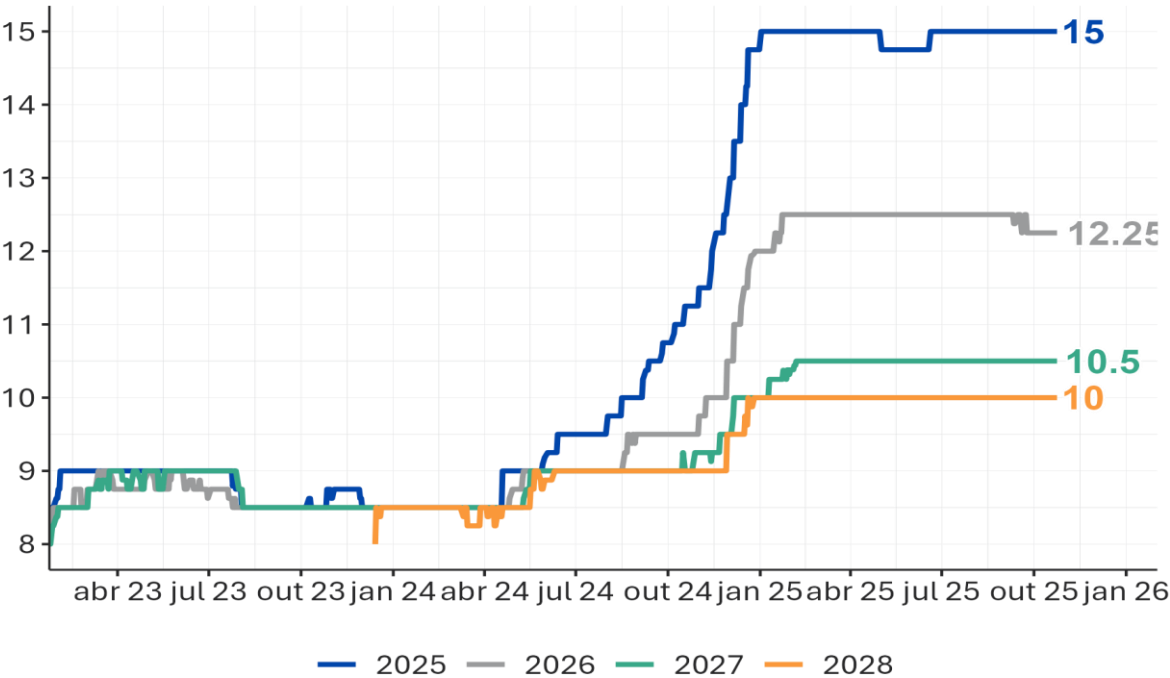
Atualizado em: 24-out-2025



Fonte: Vinci Compass, BCB

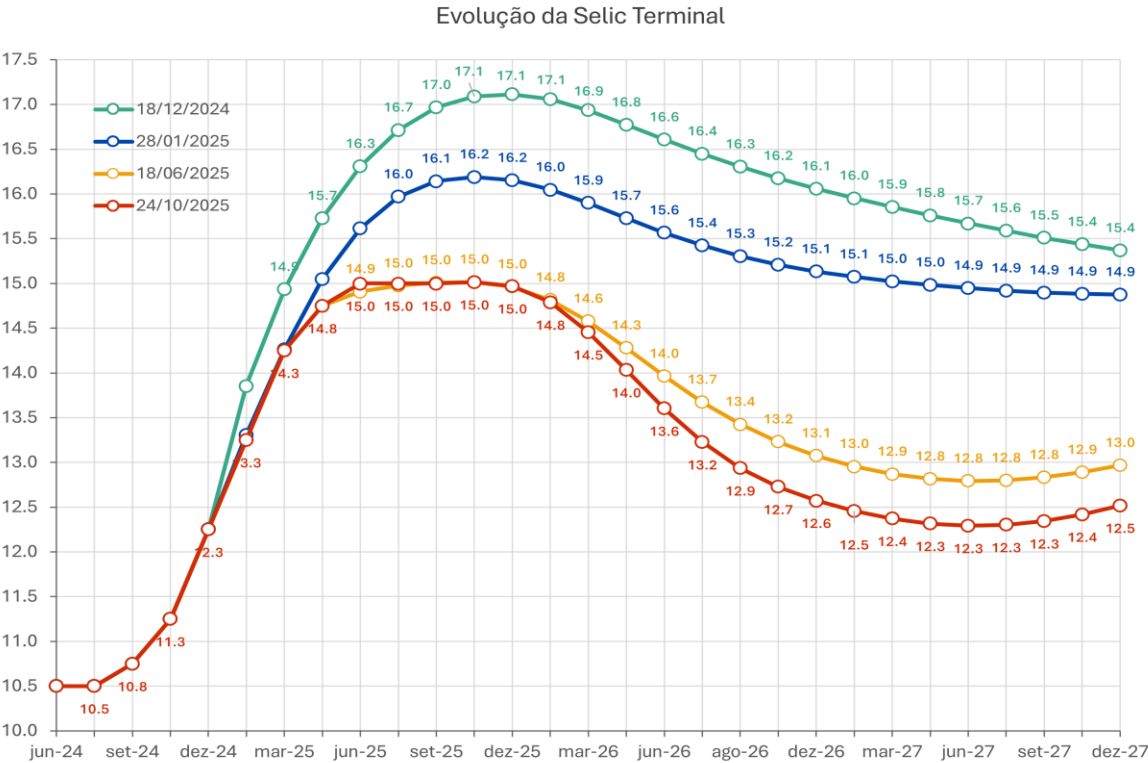
Selic: Expectativa Anual - Mediana

Atualizado em: 24-out-2025



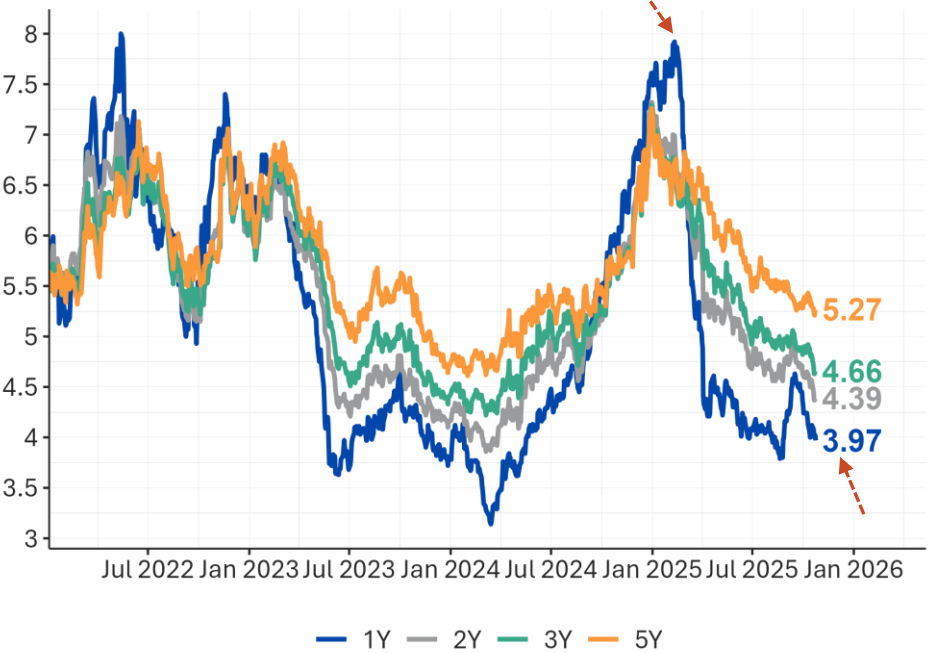
Fonte: Vinci Compass, BCB

Selic ainda está parada em 15%, mas curva de juros está caindo, junto com queda das inflações implícitas



Implícitas - ANBIMA

Last update: 24-Oct-2025

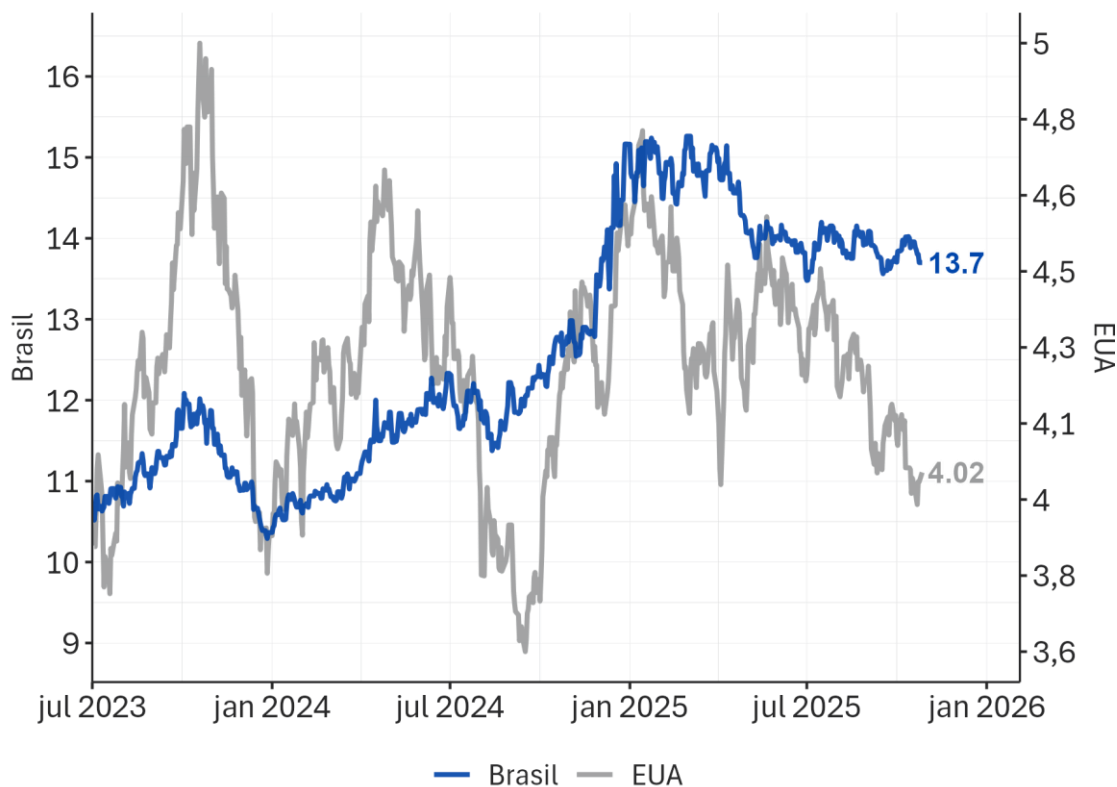


Source: Vinci Compass, ANBIMA

Até mesmo a taxa de juros de 10 anos em Reais está em queda

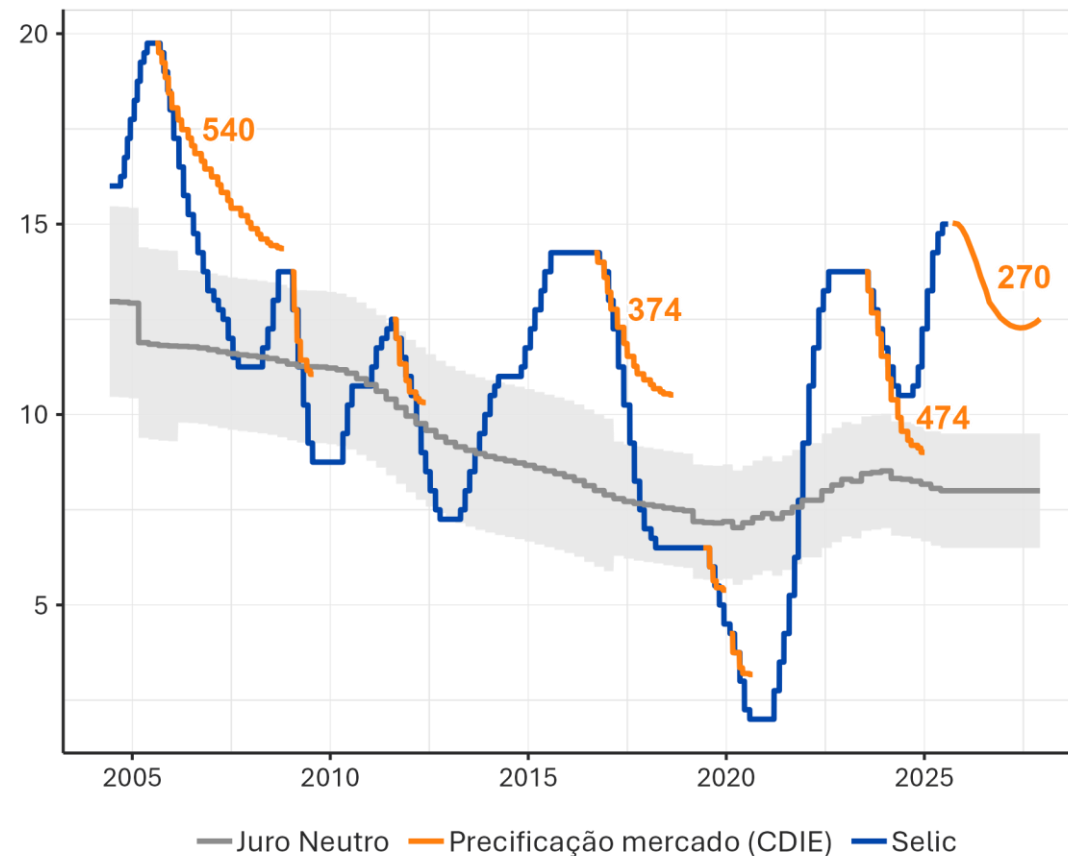
Juros 10 anos Brasil e EUA

Atualizado em: out 2025 (Esq.), out 2025 (Dir.)



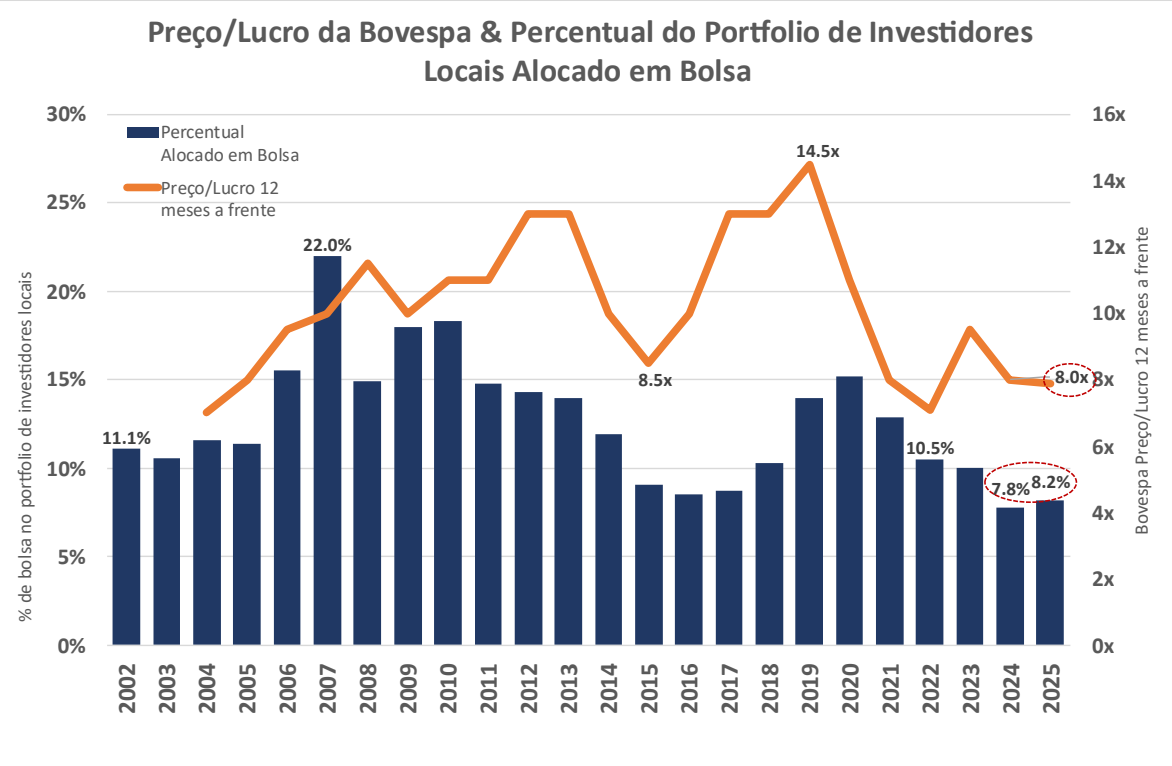
Fonte: Vinci Compass, BBG

Taxa Selic: precificação após o início do ciclo de corte de juros



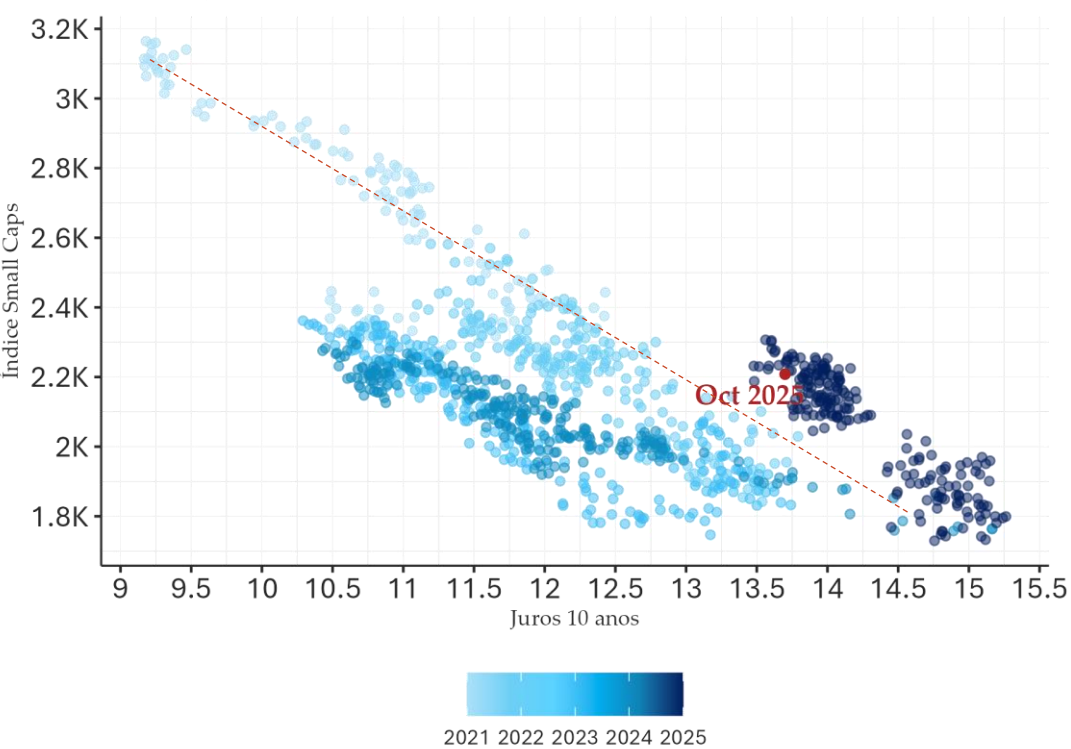
Com taxas de juros muito elevadas por muito tempo, alocações em bolsa estão em recorde de baixa

O Bovespa está negociando a 8x os lucros esperados para os próximos 12 meses



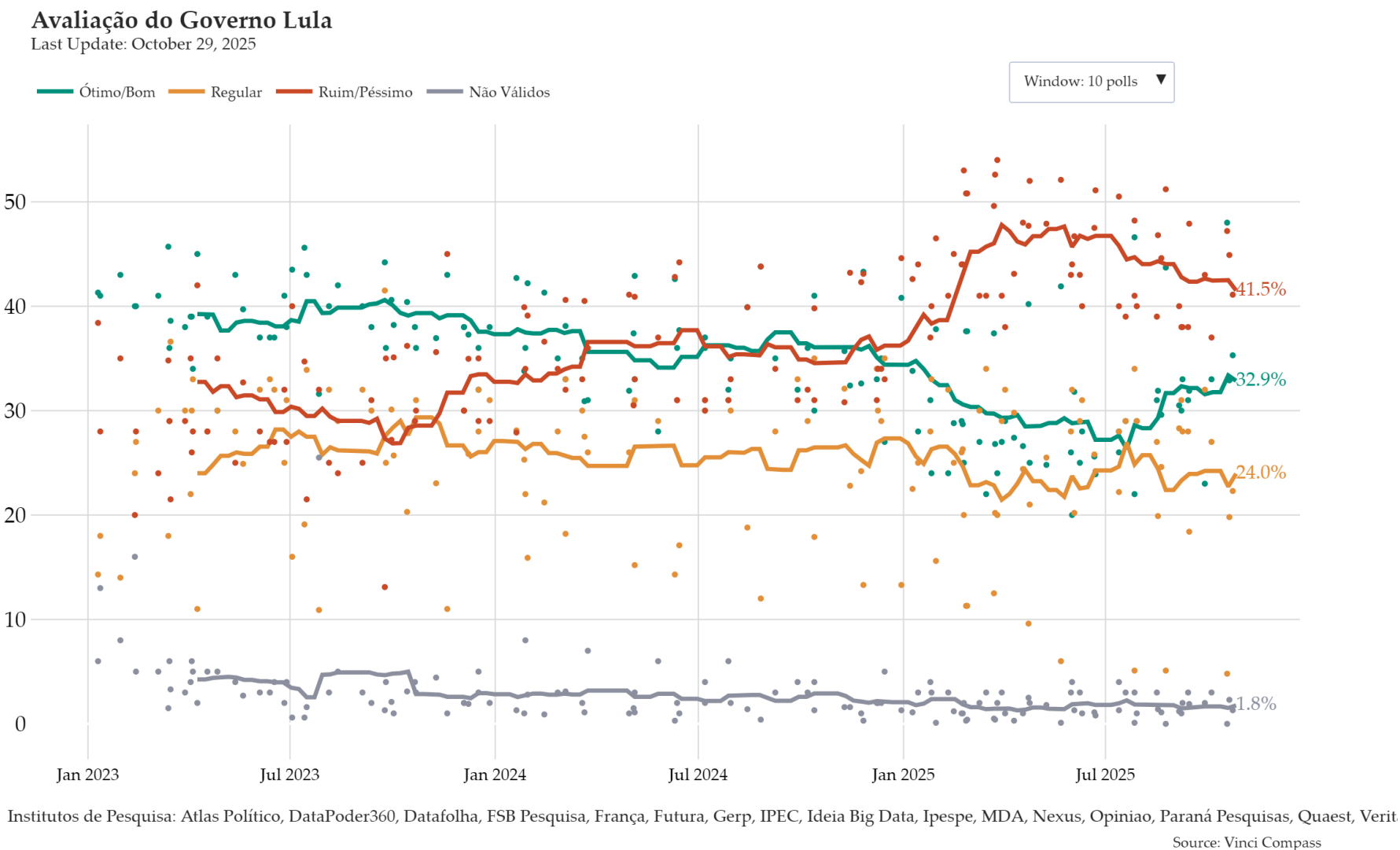
Brasil: Juros de 10 anos & Bolsa (Small Caps)

Última atualização: 2025-10-24



Fonte: Bloomberg & Vinci Compass

Qual será o tamanho do ciclo de queda de juros? Em parte a resposta a essa pergunta dependerá do ciclo eleitoral. Compromisso com estabilidade fiscal?



Avaliação do governo pode ser um melhor indicador de performance eleitoral do que pesquisa sobre o confronto direto.

Com muita antecedencia pesquisa sobre voto entre dois candidatos reflete mais o recall. 100% de quem responde as pesquisas conhece o Lula. 70% conhecem o Tarcísio de Freitas. 50% aproximadamente conhecem o Ratinho Jr.

Eleição de 2022 (Tentativa de Reeleição de Bolsonaro)

	Avaliação	Votará no presidente atual	Votos esperados	Votos esperados ajustados para votos inválidos (5,65%)	Votos válidos observados
Bom/Ótimo	37%	88%	33%		
Regular	26%	41%	11%		
Ruim/Péssimo	35%	2%	1%		
			43.9%	46.6%	49.0%

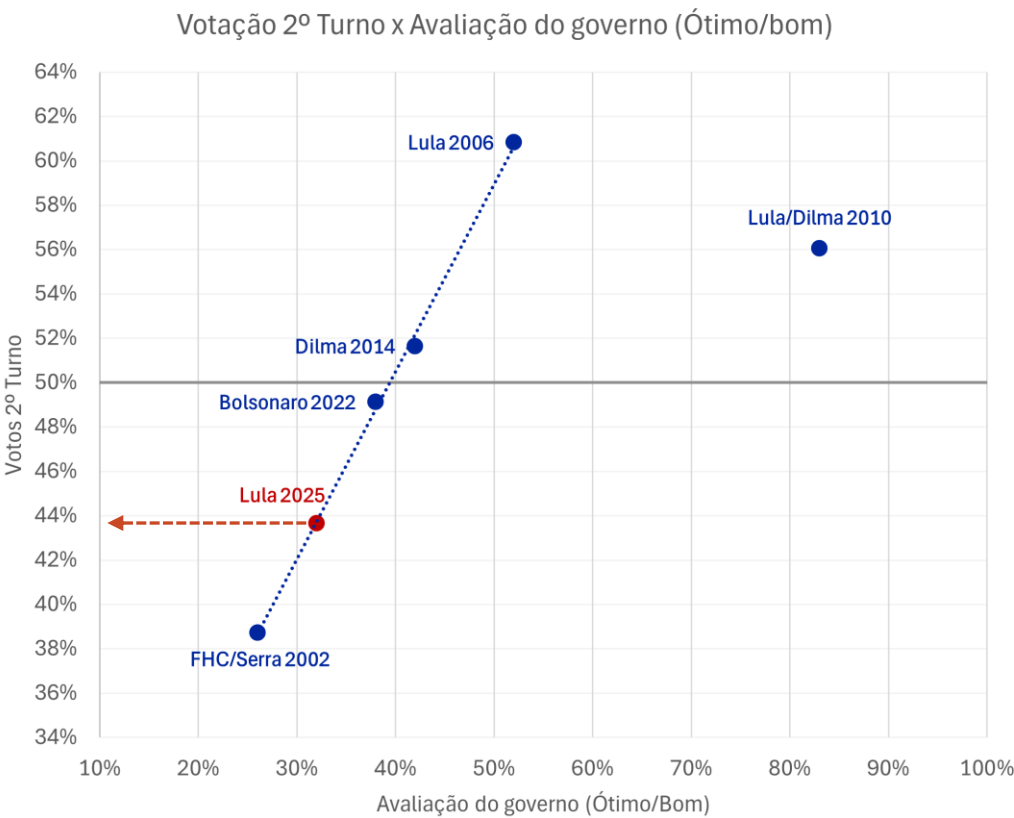
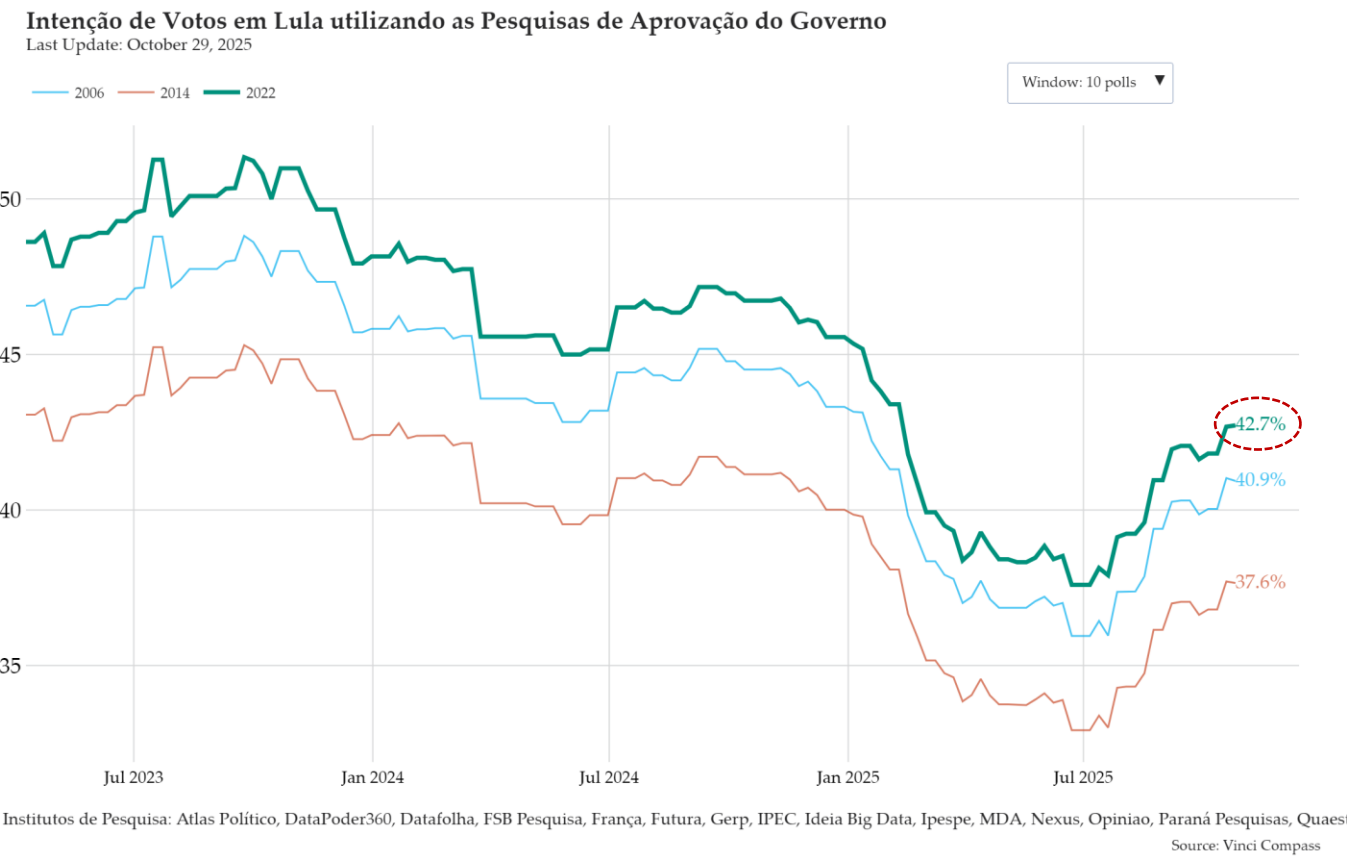
Eleição de 2014 (Reeleição de Dilma)

	Avaliação	Votará no presidente atual	Votos esperados	Votos esperados ajustados para votos inválidos (9,64%)	Votos válidos observados
Bom/Ótimo	44%	81%	36%		
Regular	36%	31%	11%		
Ruim/Péssimo	19%	2%	0%		
			47.2%	52.2%	53.0%

Eleição de 2006 (Reeleição de Lula)

	Avaliação	Votará no presidente atual	Votos esperados	Votos esperados ajustados para votos inválidos (6,82%)	Votos válidos observados
Bom/Ótimo	52%	87%	45%		
Regular	34%	32%	11%		
Ruim/Péssimo	14%	4%	1%		
			56.7%	60.8%	61.0%

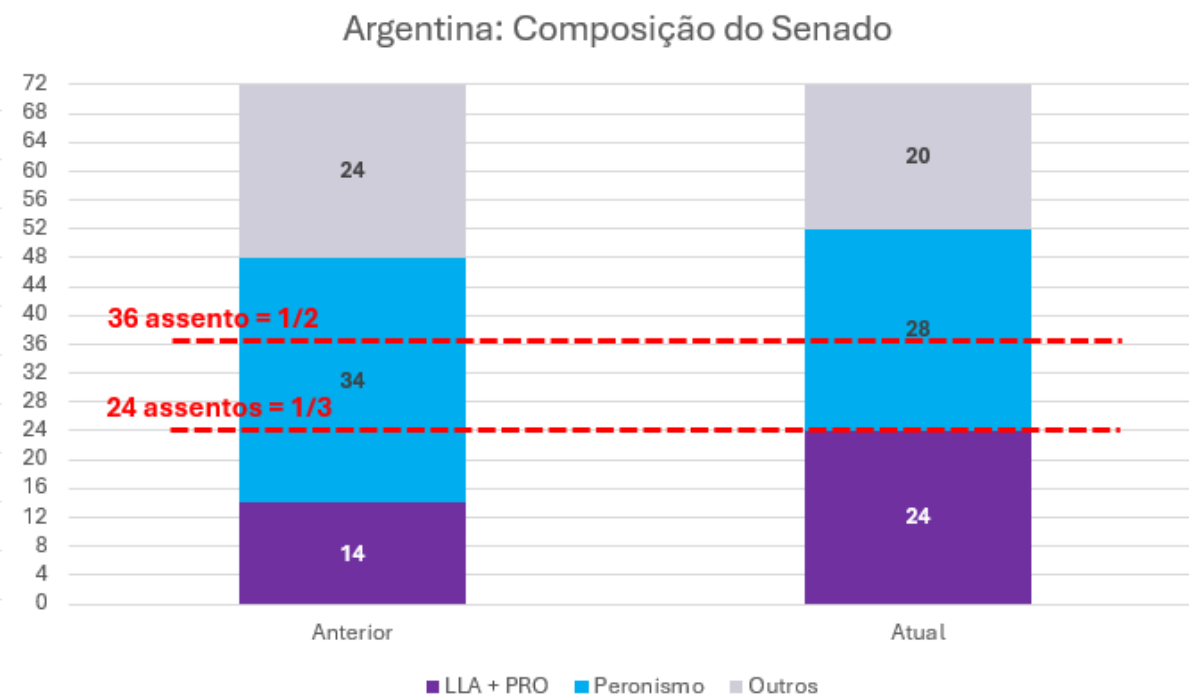
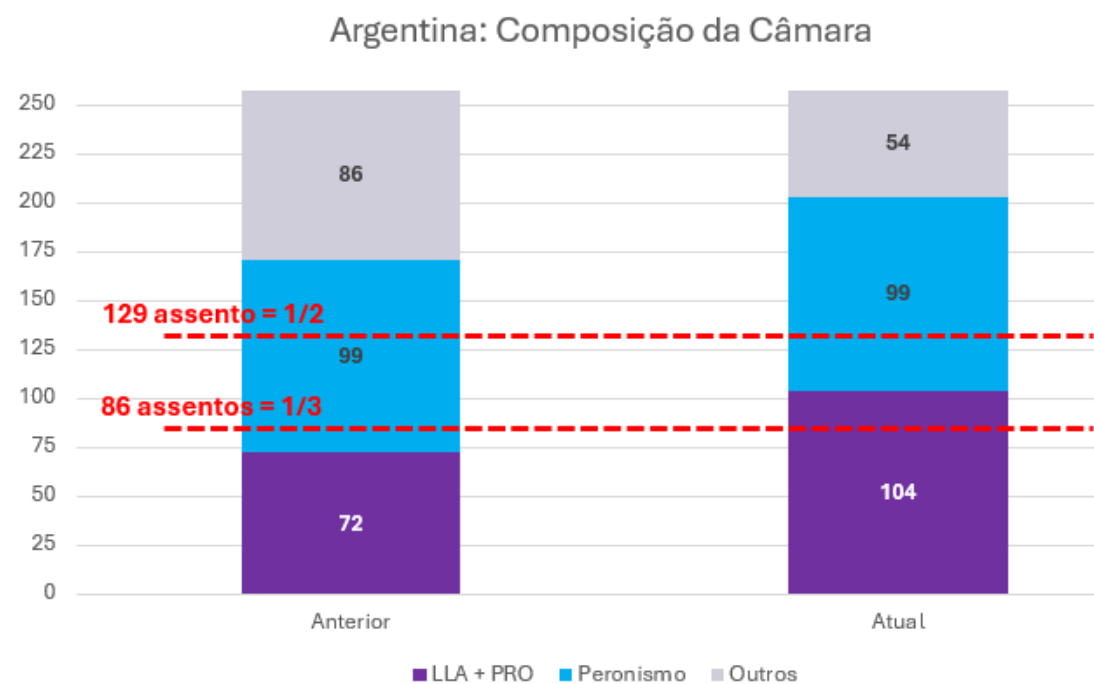
Considerando a avaliação do governo e as intenções de voto de cada grupo, podemos inferir qual seria a votação do governo se a eleição fosse hoje



ARGENTINA

- Queda na inflação pós-Milei dependeu muito da apreciação cambial
- Para evitar que a desvalorização cambial afetasse a inflação, governo não comprou reservas, conforme combinado no acordo do FMI
- Como sustentar a apreciação cambial sem reservas? Acordo com o FMI tem seis meses e já está obsoleto. Quanto dura a sobrevivência do acordo com o US Treasury?
- Um país que tem dívida superior a 80% do PIB e paga taxas de juros acima de 30% não tem superávit fiscal “financeiro”. Há “criatividade” na contabilização de juros já que novas emissões são bonds que capitalizam os juros (Lecaps...) ou bullets com zero coupon.
- Desvalorização pós-eleição ou ajuste no estilo Grécia? Não desvalorizar e crescer não parece ser uma opção

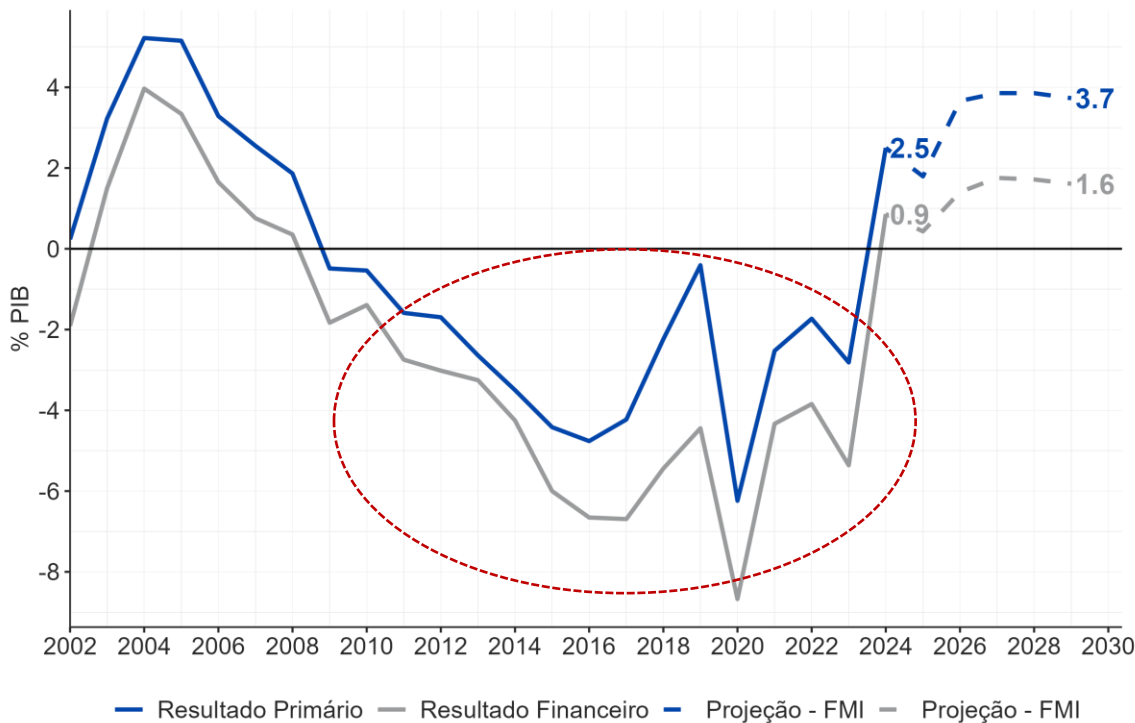
Milei ganhou as eleições. Qual o próximo passo? Insistir na apreciação cambial ou caminhar para o câmbio flexível? (*Acá es distinto economics*)



Argentina voltou a apresentar superávit fiscal primário e “financeiro”. Ou não? Dívida/PIB de 80% e taxas de juros nominais acima de 30%. Juros vs. Coupon

Argentina: Resultado Fiscal Anual

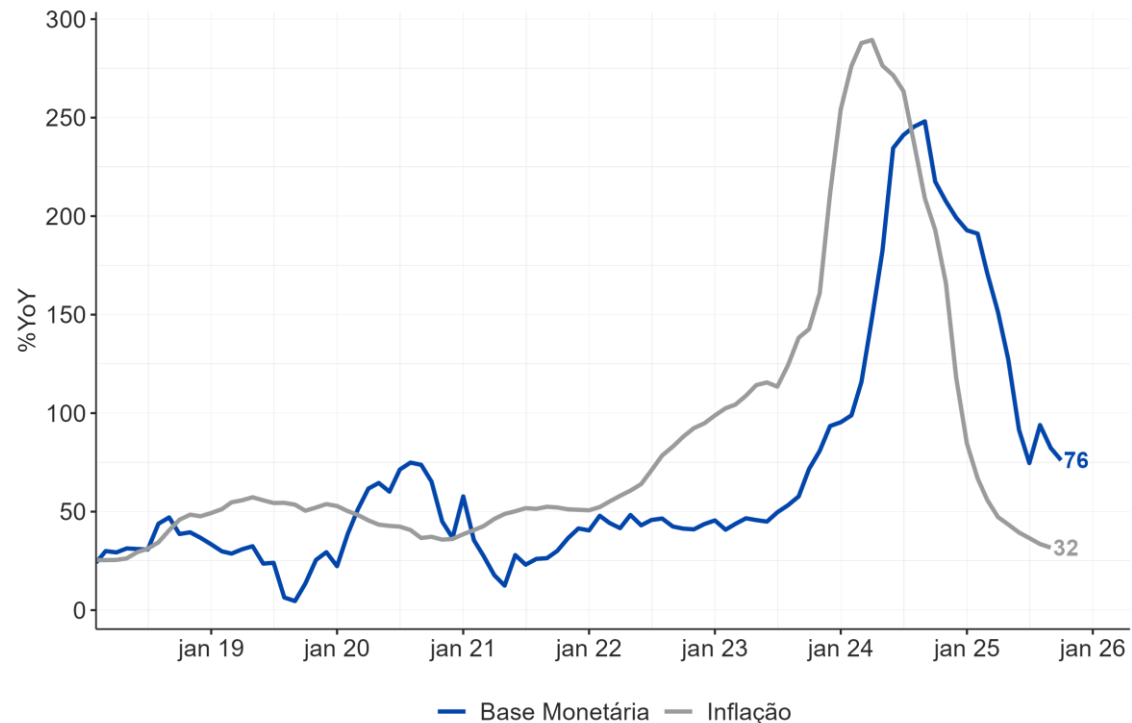
Atualizado em: 2024. Projeção até: 2029.



Fonte: Vinci Compass, Ministerio de Economía, FMI - Monitor Fiscal

Argentina: Crescimento Base Monetária e Inflação

Atualizado em: out 2025

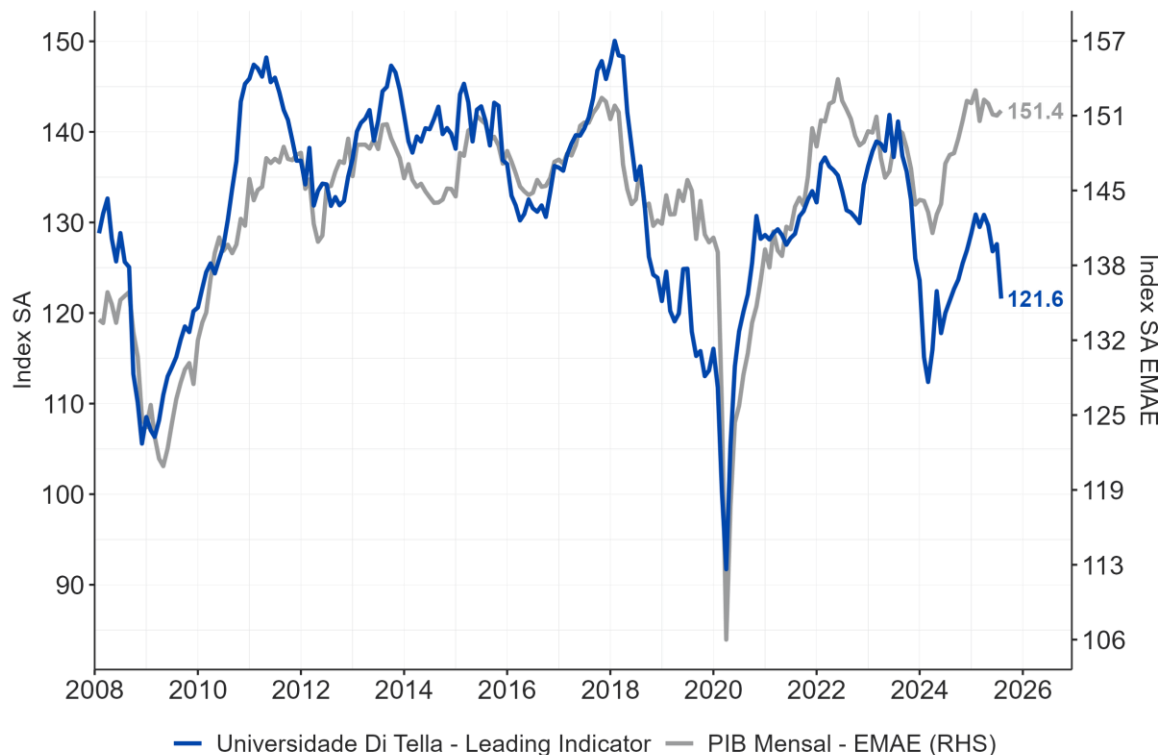


Fonte: Vinci Compass, BCRA

Esforço para evitar a desvalorização cambial (juros altos) deve causar um impacto significativo nos dados de atividade nos próximos meses

Argentina: PIB mensal e indicador antecedente

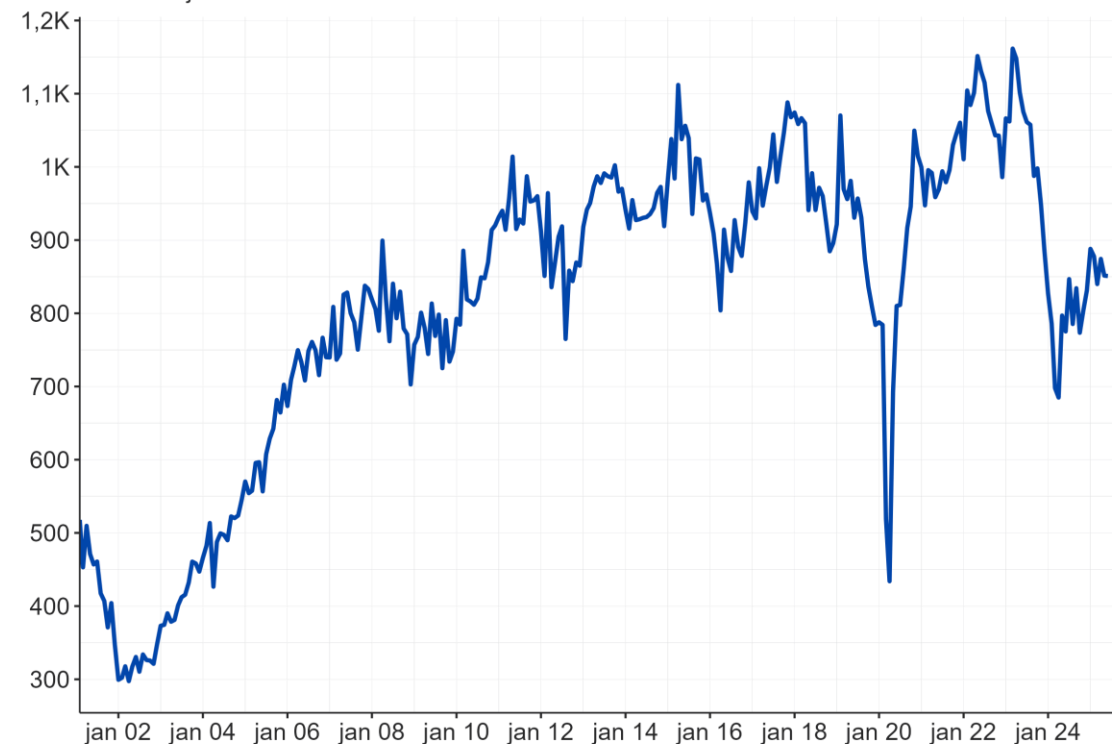
Atualizado em: ago 2025 (Esq.), ago 2025 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg, INDEC, Universidade Di Tella

Argentina: Consumo de Cimento

Atualizado em: jun 2025

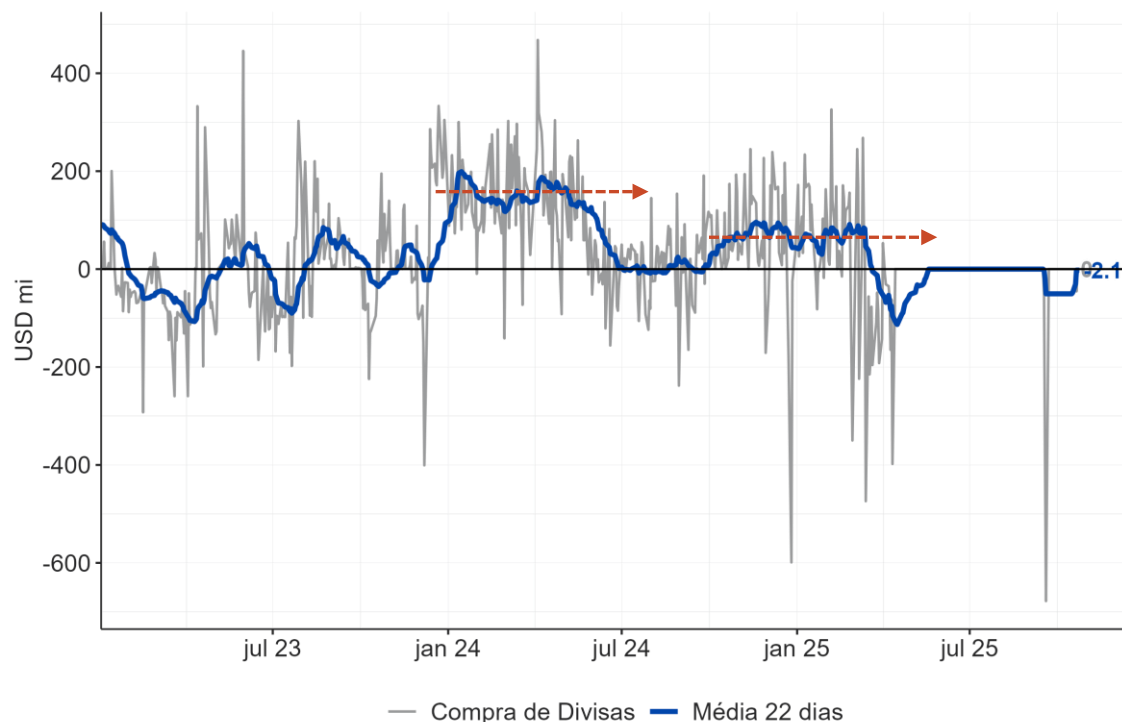


Fonte: Vinci Compass, INDEC

Reservas cambiárias líquidas voltaram para positivo com o empréstimo do FMI. Banco Central não comprou reservas durante a exportação da safra 2025

Argentina: Compra de Divisas pelo BCRA - Média móvel 22 dias

Atualizado em: out 2025



Fonte: Vinci Compass, BCRA

Argentina: Reservas Internacionais

Atualizado em: out 2025



Fonte: Vinci Compass, BCRA

Muito da queda na inflação depende da apreciação do câmbio. Governo e US Treasury atuaram no mercado de Dólar/Peso para segurar a desvalorização

Argentina: Taxa de Câmbio Real Multilateral

Atualizado em: out 2025



Fonte: Vinci Compass, BCRA

Argentina: Câmbio Oficial e Blue Chip Swap

Última Atualização: 28-out-25

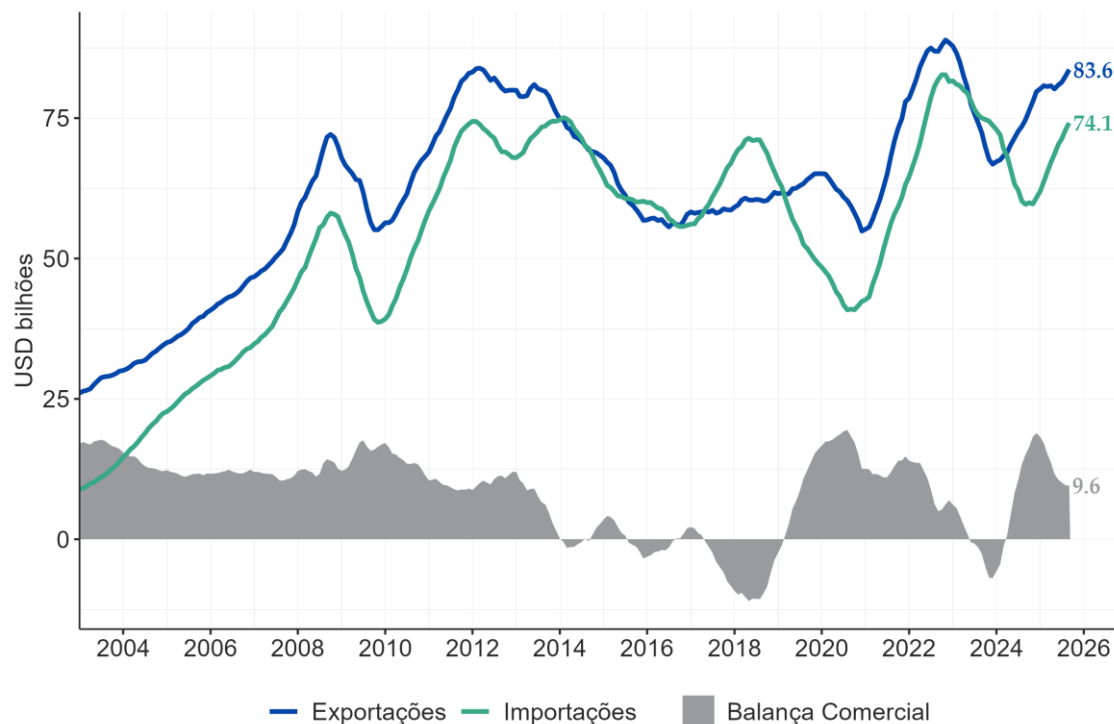


Fonte: Vinci Compass, BCRA, Bloomberg

Câmbio apreciado faz importações crescerem mais do que exportações (mesmo com ganhos em energia). FDI está negativo!

Argentina: Balança Comercial Acumulado 12 meses

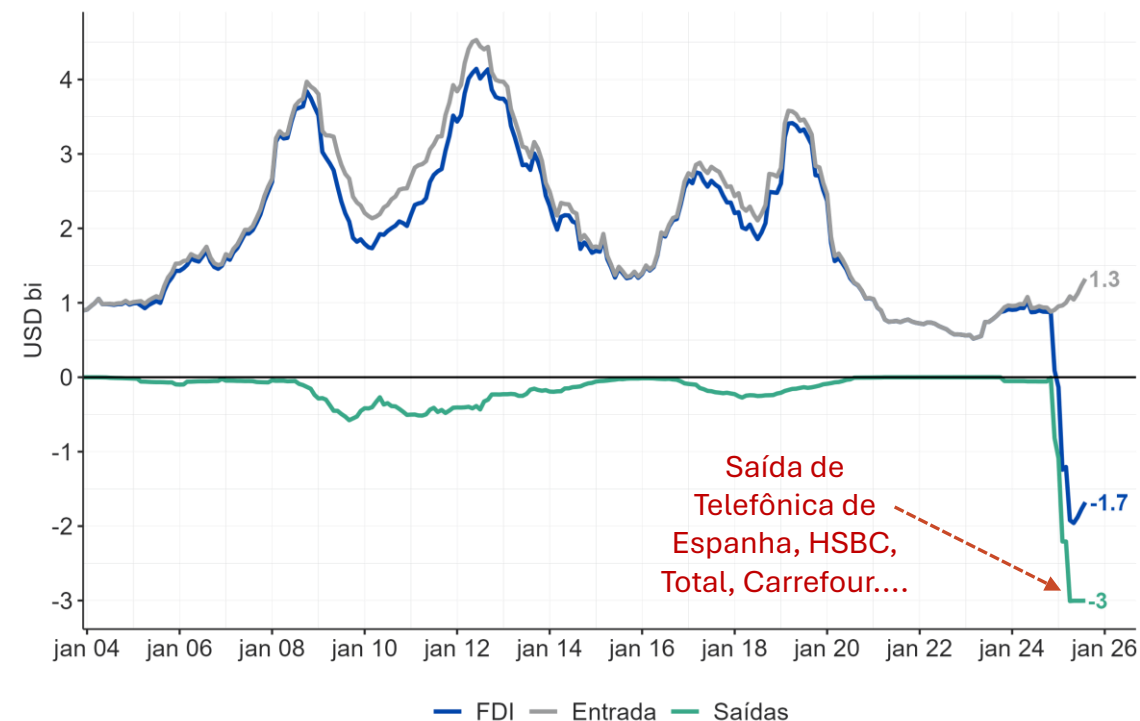
Última Atualização: set 25



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg, INDEC

Argentina: BP Cambial - FDI Últimos 12 Meses

Atualizado em: ago 2025

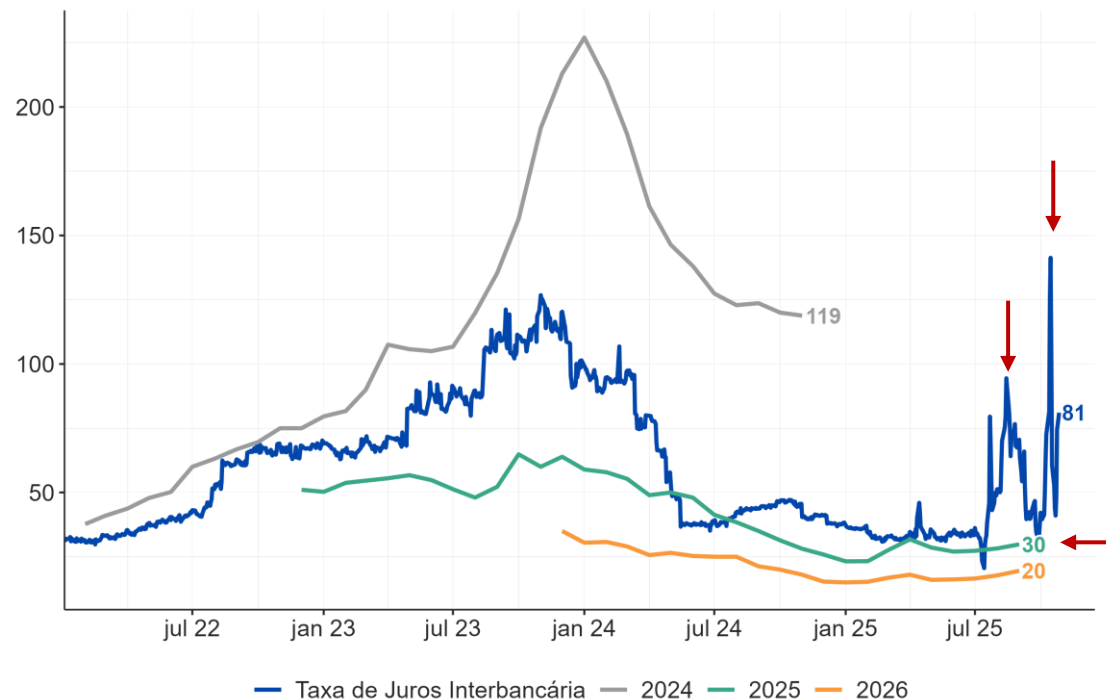


Fonte: Vinci Compass, BCRA

Depois de um período de juros reais negativos, juros subiram significativamente nas últimas semanas para conter a desvalorização do Peso

Argentina: Expectativa de Inflação e Taxa de Juros Básica

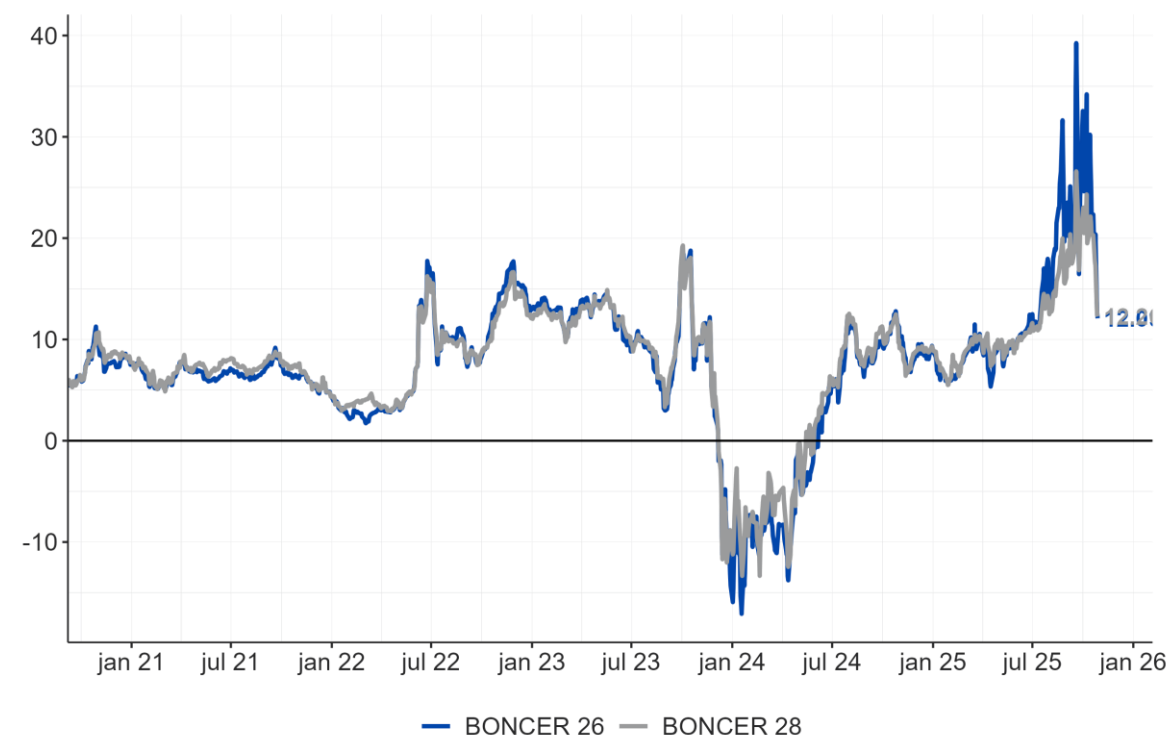
Atualizado em: out 2025



Fonte: Vinci Compass, BCRA - REM, Bloomberg

Argentina: Taxa de Juros Real

Atualizado em: out 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg, BCRA

VINCI
COMPASS

