



REFERÊNCIA  
GESTÃO E RISCO



MAIO DE 2025

## 1 - Conjuntura Internacional

### a) Estados Unidos:

O mercado de trabalho norte americano desacelerou em maio, sendo criadas 139 mil vagas fora do setor agrícola, segundo informou o Departamento de Trabalho dos EUA em seu relatório mensal de emprego (Payroll). Apesar do recuo frente a abril, quando haviam sido criadas 147 mil vagas (dado já revisado), a geração de novos empregos em maio superou as expectativas do mercado, que indicavam uma criação não superior a 125 mil vagas no mês. Além disso, o total de vagas criadas em maio supera as 100 mil estimadas como suficientes para acompanhar o crescimento da população em idade ativa. Em maio, os setores que mais contribuíram para geração de empregos foram saúde e cuidados pessoais (62 mil), lazer e hospitalidade (48 mil) e assistência social (16 mil). Por sua vez, a taxa de desemprego novamente se manteve estável no período, permanecendo em 4,2% pelo terceiro mês consecutivo. Já os salários voltaram a subir, avançando 0,4% na comparação mensal e 3,9% no agregado dos últimos 12 meses. A continuidade de um mercado de trabalho aquecido corrobora a ideia do FED em manter estável a taxa de juros a curto e médio prazo, com a retomada do ciclo de queda do indicador sendo prevista apenas para setembro do corrente ano. Nesse sentido, a reunião do Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) realizada em maio deliberou pela manutenção dos juros norte americano no intervalo entre 4,25% a 4,5% ao ano, confirmando as previsões majoritárias do mercado. No geral, as incertezas acerca das políticas comerciais e de imigração do governo Trump têm dificultado o planejamento das empresas, repercutindo no aumento das contrações e respectiva retenção de mão de obra. Para além do mercado de trabalho, o mês de maio também marcou a divulgação do PIB dos EUA no primeiro trimestre de 2025, que em comparação aos três meses imediatamente anteriores recuou -0,2%. O desempenho negativo do período foi puxado tanto pelo aumento das importações como pela redução nos gastos dos consumidores e do governo, cujos efeitos foram parcialmente compensados por aumentos nos investimentos e nas exportações. A frustração em relação ao PIB tem motivado o governo Trump a pressionar o FED quanto a uma possível antecipação no ciclo de queda dos juros do país.

### b) Zona do Euro e China:

Em maio, a inflação na Zona do Euro desacelerou frente a abril, fechando o período em 1,9%, segundo informou a agencia de estatística europeia (EUROSTAT). Além de ficar abaixo das expectativas do mercado, o resultado também ficou aquém da meta inflacionária de 2% ao ano estipulada pelo Banco Central Europeu (BCE). O recuo da inflação em maio foi puxado diretamente pela nova queda dos preços da energia e, sobretudo, pelo acentuado declínio da inflação no setor de serviços, que desacelerou de 4% para 3,2% no intervalo dos últimos dois meses. Não obstante, a chamada inflação subjacente, que exclui a volatilidade dos preços dos combustíveis e dos alimentos, retraiu de 2,7% para 2,3% no mesmo intervalo de tempo. O resultado corroborou a continuidade da política de redução dos juros, com o BCE cortando o indicador pela oitava vez consecutiva em maio. A redução foi de 0,25 ponto percentual, conduzindo a taxa média de juros do bloco para 2% ao ano, ou seja, correspondendo a metade do pico de 4% alcançado em meados de 2023. A expectativa é que o BCE passe a adotar um tom mais conservador para as próximas reuniões, mantendo inalterados os juros em face das incertezas quanto à política comercial norte americana e seus respectivos desdobramentos sobre a inflação mundial.



O PMI oficial da indústria chinesa subiu em maio, passando de 29 para 49,5 pontos na comparação com o mês anterior, contudo, permanecendo abaixo da linha que indica expansão da atividade econômica. O acordo comercial com os EUA, que suspendeu temporariamente o aumento de tarifas por 90 dias, favoreceu os novos pedidos de exportação, com os compradores norte americanos antecipando suas aquisições. Do ponto de vista doméstico, os incentivos governamentais também ajudaram a incrementar a demanda interna, impulsionando o consumo e a produção. De outra banda, o setor de serviços, que registrou leve queda frente a abril, recuando de 50,4 para 50,3 pontos, se manteve no campo do crescimento econômico pelo segundo mês consecutivo. Apesar da oscilação apresentada até o momento, a economia da China cresceu acima do esperado no primeiro trimestre do ano, reforçando a expectativa de uma expansão próxima a 5% em 2025.

## 2 - Cenário Doméstico

### c) PIB e Crescimento Econômico:

Em maio, o Banco Central divulgou o IBC-Br referente a março, que cresceu 0,8% na série dessazonalizada frente a fevereiro, atingindo 109,9 pontos e superando o teto das expectativas de mercado, que ia até 0,81%. O resultado reafirma a trajetória ascendente iniciada em janeiro e fevereiro, ambos alvos de revisões positivas — fevereiro passou de 0,43% para 0,52% e janeiro de 0,92% para 1,01%. Na comparação anual, o indicador teve alta de 3,5%, enquanto, no acumulado dos últimos 12 meses, avançou 4,2%, demonstrando vigor contínuo na atividade econômica. Já na base trimestral (janeiro a março frente o período compreendido entre os meses de outubro a dezembro de 2024), houve crescimento de 1,3%, impulsionado por todos os setores. O desempenho setorial de março foi robusto. A agropecuária avançou 1,05% no mês e 6,1% no trimestre, sustentada por safras recordes. A indústria teve crescimento de 2,15% em março e 1,6% no trimestre. Já os serviços evoluíram 0,30% no mês e 0,7% no trimestre. Por fim, os impostos sobre a produção registraram alta de 0,17% em março. Esses dados evidenciam que, mesmo sob uma política monetária restritiva (Selic em 14,75% ao ano), a economia mostrou resiliência no início de 2025, com destaque para o agro, seguido por indústria e serviços. Conforme a Pesquisa Focus, a expectativa de crescimento do PIB para 2025 permanece em cerca de 2,0%, com leve tendência de alta em cenários de instituições que estimaram revisão para 2,2%, enquanto a previsão para 2026 se mantém em torno de 1,7%.

### d) Inflação:

Após avançar 0,43% em abril, o IPCA apresentou nova desaceleração em maio, com alta de apenas 0,26%, segundo dados do IBGE. No acumulado do ano, o índice registra aumento de 2,75%, enquanto nos últimos 12 meses totalizou 5,32%, abaixo dos 5,53% registrados até abril. Dos nove grupos pesquisados, Habitação foi o que mais pressionou a inflação, com variação de 1,19% e impacto de 0,18 p.p., refletindo reajustes na conta de energia residencial. Já os grupos Transportes (-0,37%) e Artigos de Residência (-0,27%) registraram deflação, ajudando a conter a alta geral. Os demais grupos tiveram variação positiva, com Saúde e Cuidados Pessoais subindo 0,54% e Alimentação e Bebidas 0,17%, mas sem acelerar o ritmo inflacionário dos meses anteriores. A desaceleração consecutiva em abril e maio confirma um arrefecimento do ritmo inflacionário no curto prazo, alinhado às expectativas de mercado. Além disso, segundo a pesquisa Focus divulgada pelo Banco Central em 9 de junho, a mediana das projeções para o IPCA de 2025 recuou de 5,46% para 5,44%, refletindo a tendência de moderação nos preços ao longo do ano. Essa revisão indica que, embora a inflação continue acima do centro da meta (3%), há sinais de que o aperto monetário e as condições de demanda mais controladas estão colaborando para trazer o índice para baixo.



#### **e) Taxa Selic:**

Após o novo ajuste promovido na reunião de maio, o mercado volta suas atenções para a próxima deliberação do Comitê de Política Monetária (COPOM), agendada para os dias 17 e 18 de junho. De acordo com as últimas sinalizações do colegiado e com o consenso atual entre os analistas, a expectativa predominante é de que a Selic seja mantida no atual patamar de 14,75% ao ano. Embora ainda haja uma parcela minoritária de analistas que considere possível um novo aumento de 0,25 ponto percentual, a maioria aposta em estabilidade, entendendo que o ciclo de alta já se encontra próximo do fim. Essa percepção é sustentada pelos sinais emitidos na ata da última reunião, que indicou uma postura mais cautelosa e fortemente condicionada à evolução dos próximos dados econômicos. Os indicadores de inflação vêm apresentando tom moderado, com as últimas três semanas indicando sucessivas quedas nas previsões da Pesquisa Focus. Tal comportamento reforça a possibilidade de manutenção da taxa básica de juros, uma vez que o arrefecimento inflacionário reduz a necessidade de novos ajustes. Além disso, sinais de leve desaceleração da atividade econômica reforçam a visão de que as condições monetárias já são suficientemente restritivas para conter pressões inflacionárias adicionais. Não por acaso, o mercado projeta estabilidade da taxa Selic não apenas no curto prazo, mas também no horizonte de médio prazo. A expectativa mais recente da Pesquisa Focus aponta para uma Selic encerrando 2025 em 15% ao ano, indicando que, caso ocorra novo aumento, este seria limitado a 0,25 ponto percentual, consolidando o atual ciclo. Assim, a decisão do COPOM em junho deverá refletir um cuidadoso equilíbrio entre a necessidade de assegurar a convergência da inflação para as metas e a preservação do dinamismo da atividade econômica, com viés crescente para a manutenção da Selic no nível atual.

#### **f) Balança Comercial:**

A balança comercial brasileira apresentou novo superávit em maio, fechando com saldo positivo de US\$ 7,24 bilhões, conforme dados da Secretaria de Comércio Exterior do MDIC. O montante representou queda de 12,8% em relação a maio de 2024, quando o saldo havia sido de US\$ 8,3 bilhões. No critério da média diária, as exportações ficaram estáveis, totalizando US\$ 30,16 bilhões, uma ligeira retração de 0,1% frente ao mesmo mês do ano anterior. A moderação no desempenho se deveu, principalmente, à queda nos preços internacionais de commodities como soja, minério de ferro e petróleo, que neutralizaram os ganhos em volume. Por outro lado, as importações cresceram 4,7%, alcançando US\$ 22,92 bilhões, impulsionadas pela maior quantidade vendida, mesmo em patamar de preços mais baixos. Esse aumento foi intensificado pela demanda interna aquecida, em especial por bens de consumo e insumos industriais. A corrente de comércio (soma de exportações e importações) atingiu US\$ 53,07 bilhões, com expansão de 1,9% na comparação anual. No acumulado do ano (janeiro a maio), o superávit somou US\$ 24,43 bilhões, uma retração de 30,6% em relação ao mesmo período de 2024. No intervalo, as exportações registraram US\$ 136,93 bilhões (queda de -0,9%), enquanto as importações totalizaram US\$ 112,49 bilhões (crescimento de +9,2%). Por fim, no que se refere às previsões para o encerramento do ano, a última Pesquisa Focus indicou estabilidade nas expectativas, com o saldo positivo esperado novamente permanecendo em US\$ 75 bilhões.

#### **g) Fluxo Cambial:**

Em maio, o fluxo cambial do Brasil voltou ao terreno negativo, registrando um déficit de US\$ 1,256 bilhão, conforme dados preliminares do Banco Central. O resultado reflete a combinação entre um bom desempenho na conta comercial e forte saída de recursos pelo canal financeiro.



A conta comercial trouxe entrada líquida de US\$ 6,481 bilhões, derivada de exportações no valor de US\$ 25,426 bilhões (incluindo ACC, PA e outras operações), frente a importações de US\$ 18,946 bilhões. Por outro lado, o canal financeiro foi o principal vetor do desequilíbrio, com saída líquida de US\$ 7,737 bilhões, originada em operações de investimentos estrangeiros diretos e em carteira, além de remessas de lucros, juros e dividendos ao exterior. Apesar do saldo negativo em maio, na semana entre os dias 26 e 30 houve entrada líquida de US\$ 1,059 bilhão, sinalizando certa recuperação pontual do canal comercial (com US\$ 3,382 bi) frente à saída do canal financeiro (com -US\$ 2,323 bi). No acumulado de janeiro a maio de 2025, o fluxo cambial permaneceu deficitário em US\$ 10,164 bilhões, o segundo pior saldo para o período desde 1999. O canal financeiro soma saída de US\$ 32,158 bilhões, enquanto o comercial registra entrada de US\$ 21,994 bilhões. Esses números indicam que, embora a balança comercial continue a prover suporte ao fluxo cambial, o volume expressivo de saídas financeiras — motivadas por investimentos externos e remessas — segue pressionando o balanço total, num contexto de câmbio ainda sensível à política monetária doméstica e às flutuações das condições globais. Importante registrar que em maio houve forte ingresso de capital estrangeiro na Bolsa brasileira, com entrada líquida de R\$ 10,66 bilhões, o maior valor mensal desde dezembro de 2019, evidenciando que o déficit na conta financeira se deu em função de movimentações no mercado doméstico, com os investidores locais buscando maior proteção para seus ativos.

#### **h) Renda Variável:**

O Índice Ibovespa, principal termômetro das ações brasileiras, encerrou maio com valorização de 1,45%, fechando o mês em cerca de 137.026 pontos. Apesar de recuar 1,09% no último pregão, o índice acumulou ganhos ao longo do mês, renovando máximas históricas próximas de 140.381 pontos. No comparativo com abril, o Ibovespa acompanhou o mercado internacional, onde bolsas norte-americanas tiveram variação mista: o S&P 500 operou estável, enquanto o Nasdaq subiu cerca de 1,2%, impulsionado por papéis tecnológicos, e o Dow Jones avançou em torno de 1,05% num mês positivo. O real desvalorizou moderadamente frente ao dólar (chegou a R\$ 5,647), contribuindo para o bom desempenho das ações locais, sobretudo das com forte receita externa. O apetite por ativos brasileiros foi estimulando especialmente os papéis ligados ao consumo e setor financeiro, reforçados pelos balanços positivos do 1º trimestre e expectativa de cortes na taxa IPCA-15, o que minou temores inflacionários. As preocupações com o aumento da Selic e assunto fiscal, no entanto, pressionaram segmentos bancários, que puxaram parte da correção de fim de mês. Com o desempenho de maio, o Ibovespa acumula em 2025 uma valorização de 13,9%, refletindo o apetite dos investidores por ativos domésticos em meio a um cenário externo ainda volátil. Entre as maiores altas, destacam-se Azzano S.A. (AZZA3; +38,7%), Lojas Renner S.A. (LREN3; +24,3%), Hapvida Participações e Investimentos S.A. (HAPV3; +23,3%) e Assaí Atacadista S.A. (ASAI3; +22,1%), reflexo de balanços robustos e sinalizações positivas do mercado. No campo das baixas, as ações da Azul S.A. (AZUL4; -38,8%) despencaram cerca de -38,8%, impactada pelo pedido de proteção judicial para reorganização financeira nos EUA e pela publicação de balanço negativo, seguida por Raia Drogasil S.A. (RADL3; -25,1%) e Banco do Brasil S.A. (BBAS3; -19,1%).

#### **i) Renda Fixa:**

Em maio, o segmento de renda fixa continuou entregando retornos positivos, com todos os subíndices do IMA encerrando o mês no campo positivo, especialmente aqueles vinculados a títulos de maior prazo. A percepção de que o ciclo de alta da Selic está próximo do fim — com projeções para 2025 apontando taxa básica entre 14,75% e 15%, cerca de 0,25 ponto acima do patamar vigente — permaneceu estimulante para investidores de prazos mais longos.



No segmento prefixado, o IRF-M1, que engloba títulos com vencimento em até um ano, avançou 0,78%, enquanto o IRF-M1+, que representa prefixados com prazo superior a um ano, subiu 0,60%. Já o IMA-S, composto por títulos pós-fixados pela Selic (LFTs), apresentou valorização de 1,16%, refletindo ganhos em liquidez diária e proteção para ajustes inesperados na Selic. Os títulos indexados à inflação também se destacaram: o IMA-B5, agregando NTN-Bs com prazo de até cinco anos, rendeu 1,05% em maio; o IMA-B5+, voltado a NTN-Bs com vencimento superior a cinco anos, quebrou uma sequência de perdas e valorizou 1,59% no mês. Registra-se que no acumulado do ano o IRF-M1+ segue liderando a rentabilidade dos indicadores IMA, com alta de 10,58% no período compreendido entre janeiro a maio de 2025. Por fim, o IMA-Geral registrou ganho de aproximadamente 0,95% em maio, elevando o retorno acumulado em 2025 para cerca de 2,37%. Esses resultados reforçam a continuidade do interesse dos investidores por títulos de maior duração, motivado pela perspectiva de fim da alta dos juros, especialmente os títulos atrelados à inflação, que se beneficiam de eventual queda da Selic forte e gradual durante o segundo semestre.

| Nome   | Retorno   |        | Nome                                   | Retorno   |        |
|--|-----------|--------|--|-----------|--------|
|  | Maio 2025 | no ano |  | Maio 2025 | no ano |
| <b>Prefixados</b>                            |           |        | <b>Formado por TP indexado ao IPCA</b> |           |        |
| IRF-M  | 1,00%     | 8,84%  | IMA-B                                  | 1,70%     | 7,41%  |
| IRF-M 1                                      | 1,09%     | 5,74%  | IMA-B 5                                | 0,62%     | 5,57%  |
| IRF-M 1+                                     | 0,95%     | 10,58% | IMA-B 5+                               | 2,45%     | 8,72%  |
| <b>Formado por Títulos da Dívida Pública</b> |           |        | <b>DI</b>                              |           |        |
| IMA Geral                                    | 1,25%     | 6,55%  | CDI                                    | 1,14%     | 5,26%  |
| <b>Duração Constante</b>                     |           |        |  |           |        |
| IDkA IPCA 2 Anos                             | 0,53%     | 5,62%  |  |           |        |
| Nome   | Retorno   |        | Nome                                   | Retorno   |        |
|  | Maio 2025 | no ano |  | Maio 2025 | no ano |
| <b>Doméstico</b>                             |           |        | <b>Exterior</b>                        |           |        |
| Ibovespa                                     | 1,45%     | 13,92% | S&P 500                                | 7,05%     | -7,34% |
| IBX  | 1,70%     | 13,68% | MSCI World                             | 6,58%     | -3,94% |
| IBX-50                                       | 1,26%     | 12,13% |  |           |        |