RESUMO ECONÔMICO MENSAL

- A economia global deu alguns sinais de desaceleração, com exceção da economia norte-americana. Apesar disso, projetamos mais dois cortes pelo FED de magnitude de 0,25 p.p., em dezembro de 2025 e junho de 2026. Em relação ao câmbio, mantemos nossa projeção de taxa de câmbio de R$ 5,40/US$ ao final de 2025 e de R$ 5,60/US$ ao final de 2026.

- Após crescer acima de 3% nos últimos três anos, o crescimento do PIB tende a desacelerar para 2,2% em 2025 e 2,0% em 2026, com moderação mais acentuada no 2º semestre de 2025. Projetamos crescimento de 0,2% no 3º tri/25 e -0,2% no 4º tri/25, com retomada do crescimento a partir de 2026.

- O cenário para a inflação seguiu ambíguo, com maior pressão sobre a inflação de serviços sendo compensada pela queda em bens e alimentos. Reduzimos nossa projeção de IPCA em 2025 para 4,3%, mas elevamos a de 2026 para 4,2%. Diante disso, vemos que o Copom se manterá cauteloso, reduzindo a Selic dos 15,0% a.a. em 2025 para 12,50% a.a. em 2026.

- Nos últimos anos, temos observado taxas de desemprego mais baixas não acompanhadas de inflação excessivamente elevada no setor de serviços. Tal fato, em conjunto com as diversas mudanças estruturais que observamos no mercado de trabalho, sugerem que a taxa de desemprego que não acelera a inflação (Nairu, na sigla em inglês) deve estar mais baixa.

SELIC		
Nov-25	2025	2026
15,0%	15,0%	12,50%

PIB		
2024	2025	2026
3,4%	2,2%	2,0%

IPCA		
Out-25	2025	2026
4,7%	4,3%	4,2%

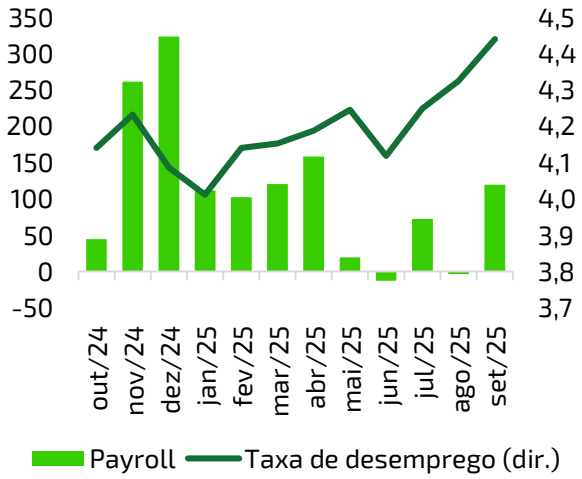
Taxa de Câmbio (R$/US$)		
Nov-25	2025	2026
5,33	5,40	5,60

Economia internacional

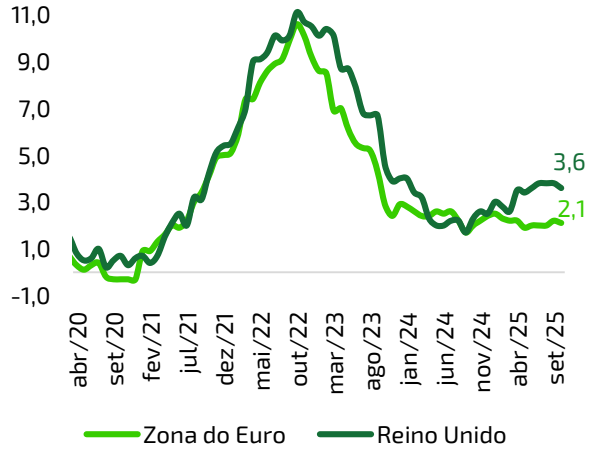
Na economia internacional, o destaque do mês ficou para o fim do apagão estatístico nos EUA, com a publicação dos dados de emprego de setembro, bem como do índice de preços ao produtor. Na contramão do temor de uma demanda por trabalho mais fraca, o relatório do *payroll* indicou geração de 119 mil vagas em setembro; no entanto, a taxa de desemprego passou de 4,3% para 4,4%. O relatório forneceu argumentos tanto para o campo favorável a cortes adicionais de juros quanto para o campo mais conservador, que defende uma pausa no ciclo de queda atual. No lado da inflação, o PPI de setembro apontou inflação esmaecida no atacado, apesar da pressão crescente sobre bens, possível sinal de impacto das tarifas, ainda que menor do que o esperado. Projetamos que o Fed realizará um corte de 0,25 p.p. na taxa básica de juros na reunião no dia 10/dez, levando a taxa para a banda de 3,50-3,75% a.a..

Nas demais economias, o quadro de surpreendente resiliência da atividade econômica, apesar do choque tarifário, parece ceder um pouco. Na China, a produção industrial passou de 6,5% para 4,9% a/a na passagem de setembro para outubro, enquanto as vendas do varejo cederam de 3% para 2,9% a/a. No setor externo chinês, as exportações e as importações caíram, no mês de outubro, com redução de 1,2% a/a no valor exportado, a primeira queda desde março de 2024. No entanto, a resiliência anotada até agora nos leva a projetar cumprimento da meta de crescimento de 5% para a economia chinesa em 2025. Na Zona do Euro, o setor industrial retornou para uma contração econômica, mas o bom desempenho do setor de serviços, em conjunção com uma queda da inflação ao consumidor, tem levado tranquilidade ao BCE, conforme evidenciado na Ata da última reunião. O BC europeu deve deixar a taxa básica em 2% a.a. no futuro próximo. Completando o quadro dos bancos centrais das principais economias, o Banco do Japão deve divergir do ciclo de queda da maioria dos pares, com sinalização de provável alta de 0,25 p.p. na reunião de dezembro, em meio à depreciação do iene que pressiona os preços de importação, num contexto de inflação já elevada. Ainda, a promessa de medidas fiscais expansionistas pelo novo governo torna o cenário ainda mais desafiador para o BC do país asiático. Assim, o ciclo econômico global, que expandiu acima do esperado em 2025, começa a desacelerar.

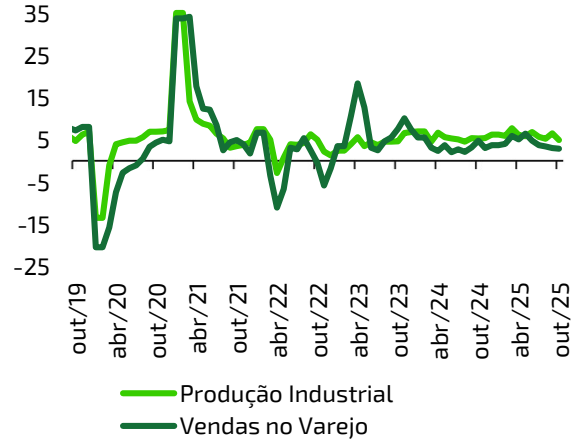
EUA - Payroll e desemprego
(milhares, p.p.)



Inflação ao consumidor
(% a.a.)



China: atividade econômica
(% 12 meses)



Fonte: FRED, Macrodados.

Taxa de câmbio

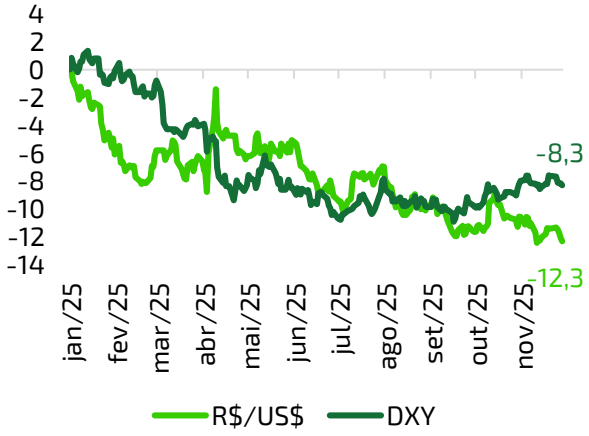
A valorização do real nos primeiros 11 meses do ano foi de 12,3%, num movimento com algumas idas e vindas: após ter anotado apreciação de 8% em fevereiro, o tarifaço multilateral dos EUA em abril quase levou a moeda brasileira para a estabilidade. O ciclo de alta iniciado pelo Copom no final de 2024 se somou ao ciclo de cortes empreendido pelo Fed a partir de setembro, elevando ainda mais o já substancial diferencial de juros entre o Brasil e o resto do mundo. A atratividade do investimento em juros brasileiros aumentou a demanda pelo real, apreciando significativamente a taxa de câmbio.

Ao longo de novembro, a taxa de câmbio R$/US$ teve uma dinâmica bastante volátil, apesar de ter, na média, apreciado da vizinhança dos R$ 5,40/US$ para cerca de R$ 5,30/US$. Com a PTAX iniciando o mês em R$ 5,35/US$, o flerte com a casa dos R$ 5,25/US$ em meados do mês chegou a redundar em apreciação acumulada de 2,1% em novembro; a semana final do mês viu um retorno para próximo dos R$ 5,40/US$ e uma apreciação intensa nos últimos dias, e o fechamento da PTAX em 28/11 a R$ 5,33/US$ resultou em apreciação de 2% da moeda brasileira, contrapondo-se à depreciação de 1,2% que havia ocorrido em outubro.

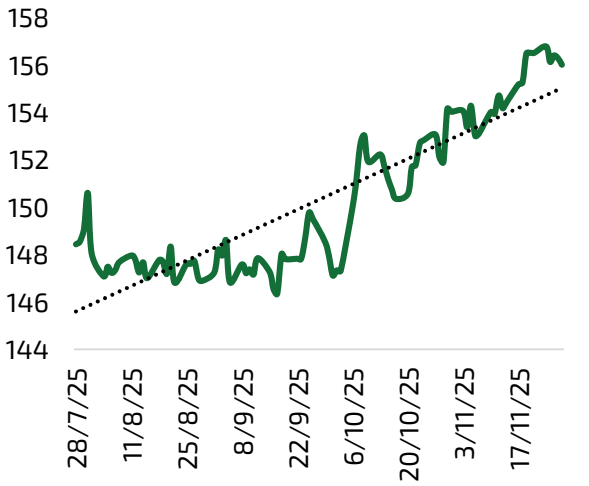
No lado do dólar, o índice DXY iniciou o mês a 99,9 e rapidamente voltou a cruzar o patamar simbólico dos 100 pontos; o índice acabou encerrando novembro em 99,5 p.p., uma queda suave de 0,2%. No ano, o índice do dólar ainda cede 8,3%, no entanto. A recuperação anotada nas últimas semanas está ligada ao desempenho pouco satisfatório de moedas da cesta do DXY, principalmente o iene e a libra esterlina, duas moedas pressionadas pelos problemas fiscais dos seus países. No outro lado da equação, a resiliência da economia norte-americana também contribui a recuperação recente do índice.

Em termos de projeção, mantemos o cenário de câmbio final de R$ 5,40/US$ em 2025 e de R$ 5,60/US$ em 2026; porém, vale ressaltar a sazonalidade positiva do primeiro semestre do ano, período para o qual traçamos um câmbio próximo de R$ 5,10/US$, com posterior recuo associado à usual alta de risco do período eleitoral, bem como à sazonalidade mais depreciada do 4º trimestre e do mês de dezembro.

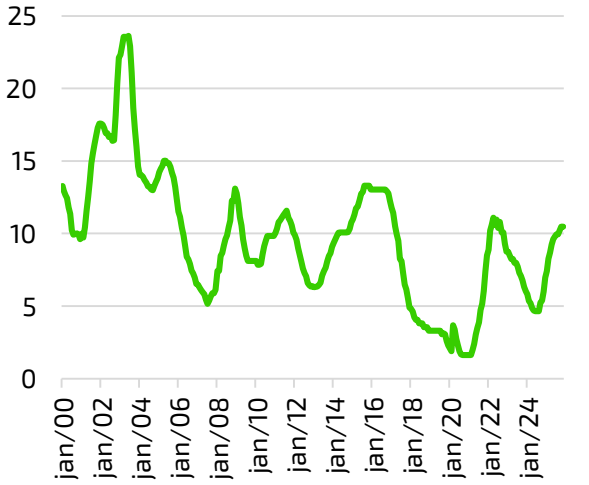
R$/US$ e DXY - variação acumulada no ano
(%)



Taxa de câmbio iene-dólar
(¥/US$)



Diferencial de juros Brasil-EUA
(% a.a.)



Fonte: Fed, BCE, BLS, Macrodados.

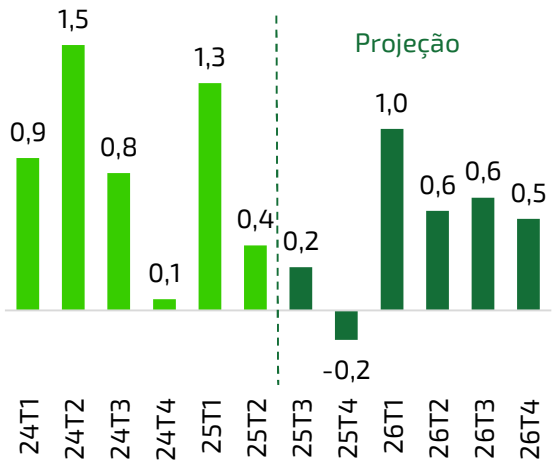
Atividade econômica

Após crescer acima de 3% nos últimos três anos, o crescimento do PIB deve desacelerar para 2,2% em 2025 e 2,0% em 2026. Essa moderação tende a ocorrer de forma mais acentuada no 2º semestre de 2025, com as pesquisas setoriais divulgadas mais recentemente corroborando esse cenário. Em setembro, a produção industrial caiu 0,4% na variação mensal, o varejo ampliado cresceu 0,2% e o volume de serviços expandiu 0,6%, com retração de 0,5% nos serviços às famílias. Apesar da composição mista em setembro, na variação trimestral alguns desses setores ainda devem crescer, visto a expansão da massa de rendimentos no trimestre (1,1% t/t). Diante disso, projetamos desaceleração gradual na taxa de crescimento do PIB para 0,2% t/t no 3º tri/25 e -0,2% t/t no 4º tri/25.

A criação de novas vagas é o indicador do mercado de trabalho que tem dado sinais mais contundentes de arrefecimento. Em outubro, o saldo de empregos formais registrados no Caged desacelerou de 112 mil (a.s.) para 88,3 mil empregos, abaixo da nossa estimativa de saldo neutro para Caged (ritmo compatível com a taxa de desemprego constante), o que sugere que a taxa de desemprego tende a começar a subir em breve. Apesar disso, no mesmo mês, a Pnad contínua registrou nova queda na taxa de desemprego, de 5,7% a.s. em setembro para 5,6% a.s., renovando a mínima histórica. Essa queda ocorreu mesmo com a 4ª redução consecutiva no número de empregados (-103 mil) pois também houve redução na taxa de participação no mercado de trabalho (-0,1 p.p.), o que contribui para reduzir a métrica de desemprego que considera apenas as pessoas ativamente procurando ocupação. De toda forma, o mercado de trabalho segue bastante apertado, de forma que o rendimento real do trabalho continua em expansão (0,3%), porém deve moderar à frente, à medida que taxa se elevar (ver seção deste relatório).

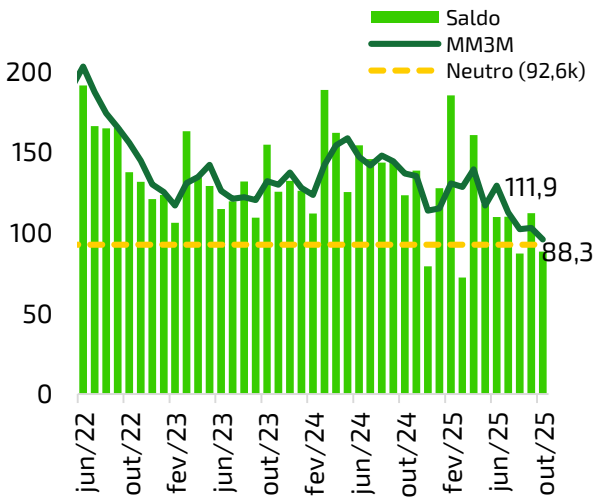
Para 2026, esperamos uma retomada do crescimento trimestral do PIB, vista uma (i) boa safra agrícola nas regiões Centro-Oeste e Sul, o (ii) início de um ciclo de cortes na taxa Selic a partir do início do ano, (iii) o impacto da isenção do IRPF para contribuintes com renda até R$5 mil/mês e os demais impulsos fiscais dos governos federal e estaduais, tendo em vista o ano eleitoral. Ao incorporar os efeitos das medidas anunciadas recentemente, revisamos a nossa estimativa para o crescimento do PIB em 2026 de 1,9% para 2,0%.

Crescimento do PIB trimestral
(com ajuste sazonal, % a.t)



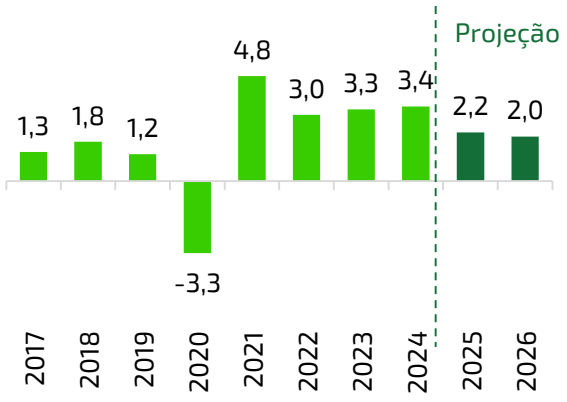
Fonte: IBGE. Projeções do Sicredi

Saldo do Caged
(em milhares, com ajuste sazonal)



Fonte: Caged/MTE. Estimativa de saldo neutro do Sicredi.

Crescimento do PIB anual
(var. %)



Fonte: IBGE. Projeções do Sicredi

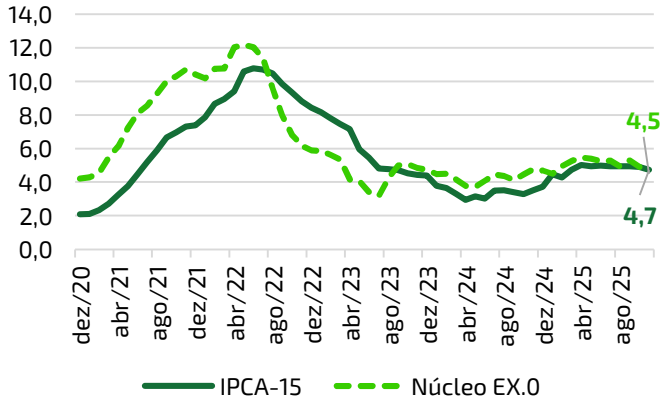
Juros e inflação

Como tem ocorrido ao longo de todo ano, em novembro, a inflação seguiu surpreendendo positivamente. A dicotomia entre a inflação de serviços baixa, relativo ao nível de emprego elevado, persiste. Na última leitura do IPCA-15, a inflação foi de 0,20%, em linha com nossa projeção, mas um pouco acima do mercado, levando o acumulado em 12 meses para 4,50%, abaixo dos 4,94% de outubro. A dinâmica seguiu o padrão recente, com grande contribuição de serviços (0,66%), compensada por quedas em alimentação no domicílio (-0,15%) e bens industriais (-0,06%).

Em que pese a variação elevada de serviços, novembro foi marcado por aumentos em itens voláteis, menos ligados ao ciclo econômico. Ainda assim, serviços subjacentes e aqueles intensivos em trabalho aceleraram, inclusive após ajuste sazonal, mantendo o risco de reaceleração em grupos sensíveis à demanda. Esse risco, presente ao longo do ano, tem se materializado de forma lenta se considerarmos o grau de aperto do mercado de trabalho. Carregamos esse risco para nossa projeção de inflação para o próximo ano, já que temos revisado para cima nossa projeção de atividade. Soma-se a isso nosso viés de alta para alimentos, puxada por carnes, já que diante da perspectiva de menor abate previsto, a arroba do boi tende a se valorizar gradualmente. Por outro lado, bens e preços monitorados devem seguir comportados, com viés de baixa para monitorados, dado o ano eleitoral. Projetamos IPCA em 4,3% em 2025 e 4,2% em 2026.

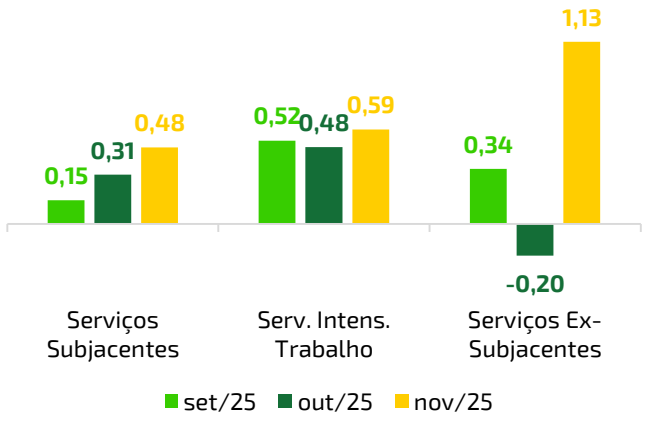
Apesar da aparente estabilidade, a dinâmica ao longo do 1º semestre será positiva, com IPCA mais próximo do centro da meta do que do teto. Para o Banco Central, que manteve a Selic em 15,0% a.a. em novembro e deu indícios de uma mudança de comunicação nas próximas reuniões, isso favorece que o início dos cortes aconteça em janeiro, especialmente se as expectativas junto ao Focus continuarem a cair. No entanto, esperamos que o Copom mantenha a cautela, refletida num ciclo iniciado de forma parcimoniosa, com um corte de apenas 0,25 p.p.. Apesar de baixa, a inflação seguirá acima do centro da meta, ao mesmo tempo em que as expectativas parecem próximas do piso, limitadas pelo componente de incerteza fiscal da desancoragem, sobre a qual o Copom tem pouco controle. Nesse cenário, projetamos Selic em 15,0% a.a. no fim de 2025 e 12,50% a.a. em 2026.

IPCA-15 e Núcleo EX.0
(var. % acum. 12 meses)



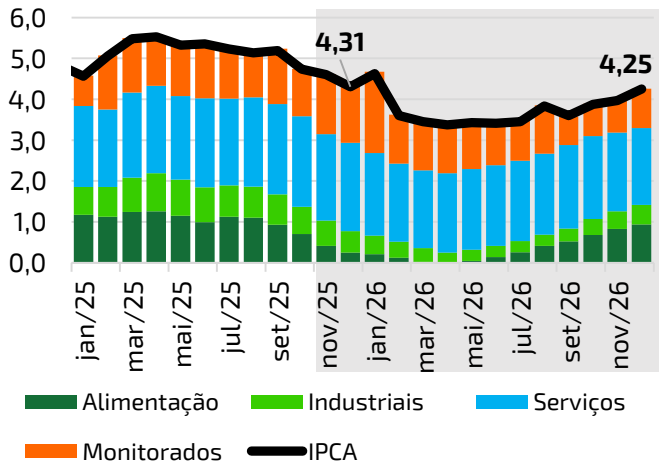
Fonte: Focus/BCB.

IPCA-15 - Núcleos selecionados
(últimos 3 meses | com ajuste sazonal)



Fonte: IBGE.

IPCA e Grupos
(var. % em 12 meses | contrib. em p.p.)



Fonte: IBGE. Projeções Sicredi.

Há evidência de uma Nairu mais baixa

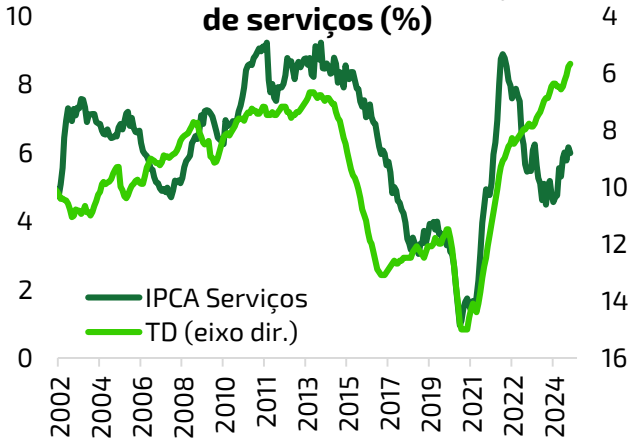
Desde o fim da pandemia, a taxa de desemprego tem caído quase ininterruptamente. Do pico de 15% em set/20, a taxa de desemprego atingiu 5,6% em out/25, o menor patamar da série histórica. É curioso que esse patamar historicamente baixo não tem se refletido em taxas de inflação extremamente elevadas no setor de serviços. Essa quebra na correlação histórica sugere que a **taxa de desemprego que não acelera a inflação** (**Nairu**, na sigla em inglês) tende a estar, de fato, mais baixa do que estimativas passadas.

A taxa de desemprego é o indicador síntese do mercado de trabalho e indica o poder de barganha dos trabalhadores para negociarem reajustes salariais acima da inflação e, eventualmente, da produtividade. Quando ela se encontra abaixo da Nairu, a inflação tende a acelerar por conta do repasse desses reajustes para os preços, em especial no setor de serviços, que é mais intensivo em mão de obra. Em 2013, a taxa de desemprego estava em patamares semelhantes a de hoje e a inflação de serviços rodava em torno de 8% a.a.. Atualmente, ela se encontra próxima de 6% a.a., ainda acima da meta de inflação, porém em patamar mais contido. Isso levanta a hipótese de que as mudanças na estrutura do mercado de trabalho que ocorreram desde então podem ter contribuído para diminuir a Nairu.

Nos últimos 12 anos, tivemos mudanças importantes no mercado de trabalho. Além da reforma trabalhista de 2017, que aumentou a flexibilidade nas relações de emprego, o ritmo de crescimento da população em idade de trabalhar decaiu, a economia dos aplicativos diminuiu o custo de entrada no mercado de trabalho, algumas pessoas adiantaram a aposentadoria após a reforma da previdência, em 2019, e a majoração dos benefícios sociais, em 2022, levou outras a sair do mercado de trabalho, reduzindo a taxa de participação. Esse conjunto de mudanças são fatores que contribuem para leituras mais baixas da taxa de desemprego. Também é verdade que a economia bastante aquecida após a pandemia elevou a demanda por trabalhadores pelas empresas, mas foram as mudanças estruturais mencionadas acima que permitiram que números baixos de taxa de desemprego não se refletissem, necessariamente, em inflação muito mais alta.

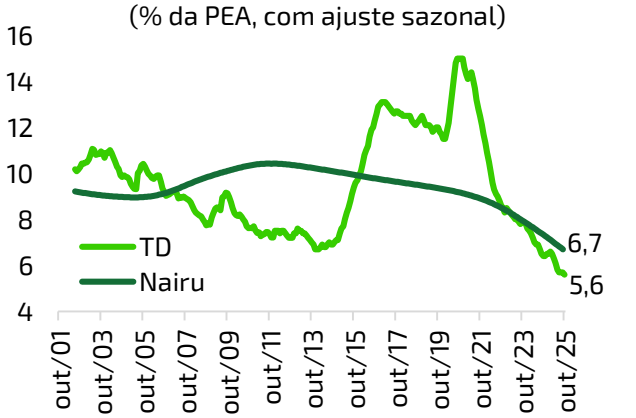
Da nossa parte, estimamos que a Nairu caiu de algo próximo a 10,3% em 2013 para 6,7% em 2025. As principais implicações disso são que a taxa de desemprego não precisa subir muito acima desse valor para desinflacionar a economia e que, pela continuidade das mudanças demográficas, nos próximos anos devemos continuar observando leituras baixas de taxa de desemprego. Projetamos 5,9% para o fim de 2025 e 5,6% para o fim de 2026.

Taxa de desemprego e inflação de serviços (%)



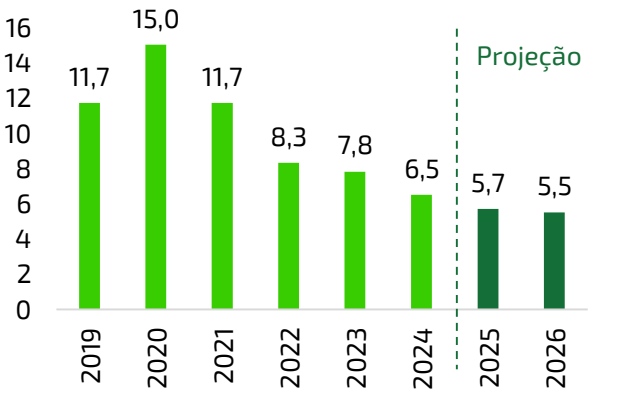
Fonte: IBGE. BCB.

Taxa de desemprego e Nairu
(% da PEA, com ajuste sazonal)



Fonte: IBGE. Retropolação do BCB. Estimativa para a Nairu do Sicredi.

Taxa de desemprego | Projeções
(% da PEA, final do ano com a.s.)



Fonte: IBGE. Projeções do Sicredi.

Tabela de Projeções

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Atividade Econômica								
PIB Nominal (R$ bi)	7.389	7.609	9.012	10.079	10.943	11.744	12.741	13.718
PIB Nominal (US$ bi)	1.875	1.452	1.746	2.015	2.179	2.147	2.288	2.573
Crescimento Real do PIB (%)	1,2	-3,3	4,8	3,0	2,9	3,4	2,2	2,0
Consumo das Famílias (%)	2,6	-4,6	3,0	4,1	3,1	4,8	2,0	2,5
Investimento Privado (%)	4,0	-1,7	12,9	1,1	-3,0	7,3	3,3	1,2
Consumo do Governo (%)	-0,5	-3,7	4,2	2,1	1,7	1,9	0,5	1,8
Exportações (%)	-2,6	-2,3	4,4	5,7	9,1	2,9	4,6	3,0
Importações (%)	1,3	-9,5	13,8	1,0	-1,2	14,7	5,4	3,0
Taxa de Desemprego c/ ajuste sazonal, Fim de Período (%)	11,8	15,0	11,7	8,4	7,8	6,5	5,7	5,5
Inflação								
IPCA (%)	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,3	4,2
IGP-M (%)	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	-0,7	3,3
Juros								
Taxa Selic, Fim do Período (%)	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,0	12,50
Taxa Selic, Média do Período (%)	5,9	2,8	4,8	12,6	13,3	10,9	14,6	13,0
Taxa de Juros Real, Fim do Período (%)	0,2	-2,4	-0,8	7,5	6,8	7,1	10,3	7,9
Taxa de Câmbio (R$/US$)								
Taxa de Câmbio, Fim de Período	4,03	5,20	5,58	5,22	4,84	6,19	5,40	5,60
Taxa de Câmbio, Média do Período	3,94	5,24	5,41	5,16	4,98	5,47	5,57	5,33
Setor Público								
Result. Primário Gov. Central (% PIB)	-1,3	-9,8	-0,4	0,5	-2,1	-0,4	-0,5	-0,4
Dívida Bruta do Gov. Geral (% PIB)	74,4	86,9	77,3	71,7	73,8	76,5	79,5	83,1
Crédito								
Saldo da Carteira de Crédito (%)	6,5	15,7	16,4	14,5	8,1	11,5	8,9	7,5
Livres	13,9	15,4	20,4	14,9	5,5	11,2	7,5	6,9
Livres - PF (%)	16,5	10,7	23,0	17,5	8,2	12,6	10,9	8,5
Livres - PJ (%)	10,8	21,2	17,5	11,9	2,1	9,4	3,0	5,5
Direcionados	-2,3	16,1	10,9	14,0	11,9	11,9	9,5	10,5
Direcionados - PF (%)	6,6	11,7	18,5	18,0	13,1	12,5	8,0	11,0
Direcionados - PJ (%)	-13,9	23,4	-0,1	6,9	9,6	10,7	12,5	9,5

Disclaimer: Esse documento foi produzido pela Gerência de Análise Econômica do Banco Cooperativo Sicredi S.A. e tem por objetivo fornecer informações de indicadores econômicos. Ressaltamos, no entanto, que as análises bem como as projeções contidas refletem a percepção da Gerência de Análise Econômica no momento em que o texto é produzido, podendo ser alteradas posteriormente. O Banco Cooperativo Sicredi S.A. não se responsabiliza por atos/decisões tomadas com base nos dados divulgados nesse relatório.