REFERÊNCIA
GESTÃO E RISCO



NOVEMBRO DE 2025

1 - Conjuntura Internacional

a) Estados Unidos:

O mercado de trabalho norte-americano seguiu demonstrando sinais de enfraquecimento em novembro, aprofundando a tendência observada nos meses anteriores. Segundo o relatório mais recente da ADP, o setor privado registrou uma perda líquida de cerca de 32 mil vagas, revertendo o ganho modesto verificado em outubro. A paralisação do governo federal, que se estendeu de 1º de outubro até meados de novembro, continuou a comprometer a capacidade de divulgação de dados oficiais pelo Bureau of Labor Statistics (BLS). Em razão da suspensão das coletas durante o shutdown, a agência anunciou que não publicará o relatório de emprego referente a outubro isoladamente; os dados de outubro serão incorporados ao relatório de novembro. Com efeito, a divulgação conjunta do "payroll" (emprego não-agrícola) ficou programada apenas para 16 de dezembro. Em virtude desse atraso, os dados privados seguem sendo usados como termômetro pelo mercado, e apontam para uma desaceleração mais ampla: segundo estimativas semanais da ADP para o final de outubro, as empresas vinham "cortando mais de 11 mil empregos por semana", sugerindo que o enfraquecimento não foi um fenômeno isolado. Por setor, a queda em novembro foi generalizada, com destaque para perdas em manufatura, serviços profissionais e empresariais, e construção civil — segmentos que pressionaram o resultado agregado. Em contrapartida, setores mais atrelados a serviços essenciais apresentaram maior resiliência, embora o ritmo de crescimento tenha sido modesto. No que se refere à remuneração, o relatório da ADP sinaliza que o crescimento salarial continua moderado — em linha com a desaceleração do mercado de trabalho —, o que implica menor pressão da mão de obra sobre a inflação e revela enfraquecimento gradual do poder de barganha dos trabalhadores. Do ponto de vista da política monetária, o atraso na divulgação dos dados oficiais gera maior dependência de indicadores alternativos como os da ADP. Com base no cenário atual — enfraquecimento no emprego privado e moderação salarial - o FED confirmou as expectativas do mercado, promovendo o terceiro corte consecutivo na taxa básica de juros do país. Na reunião finalizada do dia 10 dezembro, o FED reduziu os juros em 0,25 ponto percentual, com o intervalo do indicador ficando entre 3,5% e 3,75% ao ano.

b**) Zona do Euro e China:**

Em novembro, a inflação na Zona do Euro voltou a subir, revertendo a ligeira desaceleração observada em outubro. Segundo dados preliminares da Eurostat, o índice anual de preços ao consumidor subiu para cerca de 2,2% ao ano, ante 2,1% registrado no mês anterior. O impulso dessa alta veio principalmente da retomada no ritmo de elevação dos preços de serviços, estimados em 3,5%, levemente acima dos 3,4% registrados em outubro. Por outro lado, o custo da energia continuou com variação negativa, embora com desaceleração da deflação: a energia caiu cerca de -0,5% ao ano ante -0,9% no mês anterior. Já os preços de bens industriais não energéticos e os de alimentos, álcool e tabaco se mantiveram estáveis em relação a outubro, permanecendo com taxas modestas. Nesse contexto, a componente subjacente da inflação continua acima do centro da meta fixada pelo Banco Central Europeu (BCE), o que reforça os riscos de que pressões internas de demanda e de serviços mantenham a inflação "ancorada" acima dos 2%. Em sua última projeção macroeconômica, o BCE reiterou que espera que a inflação "ande perto" de sua meta de 2% no horizonte do próximo biênio, mas destacou que o cenário permanece sujeito a choques externos, rigidez nos preços de serviços e incertezas no câmbio.



No plano da atividade econômica, os indicadores mais recentes sugerem uma leve retomada, especialmente no setor de serviços, enquanto partes da economia industrial seguem sob pressão. Esse contraste reforça o dilema do BCE entre preservar a estabilidade de preços e não sufocar a recuperação econômica, o que torna plausível que a autoridade monetária mantenha as atuais taxas de juros nas próximas reuniões.

Na China, os indicadores oficiais de PMI para novembro evidenciaram uma leitura desafiadora, confirmando a fragilidade persistente no setor manufatureiro e mostrando sinais de perda de tração também no segmento de serviços. O PMI industrial subiu levemente para 49,2 pontos, ante 49,0 em outubro — um aumento modesto que manteve o setor fabril em zona de contração pelo oitavo mês consecutivo. Por sua vez, o PMI de serviços e construção (não-manufatureiro) recuou para cerca de 49,5 pontos, contra aproximadamente 50,1 em outubro, indicando que o segmento de serviços deixou a zona de expansão e também passou para contração pela primeira vez em quase três anos. No agregado, conforme medido pelo PMI composto oficial, o índice caiu para cerca de 49,7 pontos frente os 50 registrados no mês anterior. Esse desempenho reflete uma combinação de fatores adversos: a indústria continua pressionada por demanda externa fraca, estoques e custo de insumos elevados, além de novas encomendas domésticas estagnadas; já o setor de serviços sofre com o esfriamento do consumo interno associado a uma desaceleração mais ampla da economia. Dado esse cenário, as autoridades chinesas se veem com espaço limitado para estímulos generalizados: a dependência de apoio pontual e direcionado se torna mais provável do que pacotes amplos. A cautela permanece, especialmente diante de incertezas no comércio global e demanda externa, reduzindo o apetite por políticas agressivas de estímulo.

2 - Cenário Doméstico

c) PIB e Crescimento Econômico:

Em novembro, o IBC-Br referente a setembro de 2025 mostrou variação de –0,24% na série dessazonalizada frente a agosto, situando o indicador em torno de 108,2 pontos — revertendo a leve recuperação verificada no mês anterior. No detalhamento setorial, a indústria registrou contração estimada em cerca de –0,7%, os serviços recuaram em torno de –0,1%, os impostos sobre a produção apresentaram queda de aproximadamente –0,6%, enquanto o setor agropecuário cresceu cerca de +1,5% em relação a agosto. Na comparação anual, o IBC-Br total avançou cerca de +1,98% frente a setembro de 2024 (série sem ajuste sazonal). Já no acumulado dos últimos 12 meses até setembro, o índice registrou crescimento em torno de +3,0%, moderando levemente a taxa registrada até agosto. No trimestre móvel encerrado em setembro, a atividade evidenciou retração — com queda de cerca de 0,9% frente aos três meses anteriores — apontando para uma reversão mais ampla da tendência de recuperação observada nos meses anteriores. Em síntese, o desempenho de setembro revela que o breve alívio da atividade em agosto não se sustentou: a economia brasileira voltou a apresentar contração no curto prazo, com setores como indústria e serviços puxando o retrocesso, enquanto o agronegócio continuou isoladamente em expansão. As projeções do Boletim Focus mantêm para 2025 e 2026 expectativas moderadas de crescimento do PIB, o que, diante do novo sinal de enfraquecimento do IBC-Br, ressalta os riscos para a consolidação de qualquer recuperação mais robusta — e mantém elevado o desafio para a condução da política monetária e fiscal no horizonte imediato.

d) Inflação:

Em novembro de 2025, o IPCA registrou variação de +0,18% no mês, acima dos 0,09% observados em outubro — o que marca um retorno modesto da inflação mensal ao crescimento.



O índice acumulado para 2025 passou a 3,92%, e a variação nos últimos 12 meses recuou para 4,46%, ante 4,68% em outubro. A elevação de novembro foi impulsionada por reajustes em alguns grupos de consumo, em especial Habitação — com destaque para a alta de tarifas de energia elétrica e encargos residenciais — e também por pressões em serviços e transporte, revertendo parte da deflação ou estabilidade vista no mês anterior nas categorias mais sensíveis a preços administrados. Segundo o IBGE, essa combinação foi suficiente para dar novo impulso ao índice geral. Apesar dessa aceleração pontual, o comportamento acumulado e de 12 meses indica que a inflação segue sob controle — embora com dispersão entre os grupos que compõem o índice. Enquanto os itens mais voláteis — energia, habitação, transportes e serviços — exerceram pressão em novembro, a inflação subjacente (itens mais estáveis e não administrados) parece moderada, o que sugere que o repique recente não representa necessariamente uma reversão estrutural da trajetória de desaceleração. Em síntese, novembro traz um alerta moderado: o IPCA voltou a subir, influenciado por reajustes tarifários e pressão de custos em serviços e transportes, mas o quadro de médio e longo prazo continua relativamente brando — o que reforça que ainda há espaço para manutenção da ancoragem inflacionária, desde que componentes voláteis sejam monitorados cuidadosamente. No que tange às previsões mais recentes da Pesquisa Focus, a expectativa é de uma inflação de 4,40% para o fechamento de 2025, recuando para 4,16% em 2026 e 3,80% em 2027.

e) Taxa Selic:

Na última reunião do COPOM, realizada entre os dias 9 e 10 de dezembro, o Comitê decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 15% ao ano, preservando a estratégia adotada nos encontros anteriores. A decisão reforçou a postura de prudência do Banco Central em um ambiente ainda marcado por pressões inflacionárias resistentes e incertezas no cenário internacional. No comunicado, a autoridade monetária reiterou que seguirá atenta ao comportamento dos preços, enfatizando que a taxa básica deverá permanecer em nível elevado por um período mais longo, até que haja evidências mais firmes de desaceleração dos núcleos de inflação e de convergência das expectativas para o centro da meta. A ata da reunião destacou, também, que o balanço de riscos permanece relativamente equilibrado, embora o contexto global — caracterizado por juros altos em economias avançadas e episódios de volatilidade nos mercados internacionais — ainda exija cautela na condução da política monetária. De acordo com a mais recente edição da Pesquisa Focus, divulgada no início de dezembro, o mercado projeta redução gradual da Selic ao longo de 2026, quando a taxa deve recuar para aproximadamente 12,25%. As estimativas seguem indicando que o ciclo de flexibilização poderá ter início ainda no primeiro semestre do próximo ano, condicionado ao avanço mais consistente do processo de desinflação e à continuidade do comprometimento com a disciplina fiscal. Nesse cenário, o Banco Central reafirma a necessidade de preservar o atual grau de restrição monetária para garantir a convergência da inflação à meta, mesmo que isso implique adiar o início de uma trajetória de cortes.

f) Balança Comercial:

A balança comercial brasileira registrou superávit de US$ 5,84 bilhões em novembro de 2025 — valor ligeiramente inferior ao observado em outubro (US$ 6,96 bilhões), mas ainda robusto e acima da mediana das expectativas de mercado. As exportações do mês somaram cerca de US$ 28,52 bilhões, enquanto as importações totalizaram aproximadamente US$ 22,67 bilhões. Com efeito, a corrente de comércio alcançou aproximadamente US$ 51,2 bilhões em novembro, pouco abaixo do fluxo registrado em outubro. No acumulado de janeiro a novembro de 2025, o superávit comercial somou cerca de US$ 57,84 bilhões, registrando recuo de 16,8% em relação ao mesmo período de 2024.



As exportações acumuladas atingiram aproximadamente US$ 317,82 bilhões (alta de cerca de 1,8% ante igual período do ano anterior) e as importações chegaram a US$ 259,98 bilhões (+7,2%). Setorialmente, o desempenho de novembro foi impulsionado sobretudo pela agropecuária e pela indústria de transformação: o setor agropecuário registrou alta expressiva de 25,8% em relação a novembro de 2024, enquanto a indústria de transformação cresceu cerca de 3,7%. Por outro lado, o setor de indústria extrativa teve retração significativa de 14,0%. No lado das importações, os bens da indústria de transformação puxaram o aumento — com alta de 9,3% ano a ano — enquanto agropecuária e indústria extrativa recuaram. Apesar da queda em relação a outubro, o resultado de novembro confirma que o superávit comercial continua sendo um componente relevante para a conta externa do país, contribuindo para a folga no financiamento da economia. A corrente de comércio elevada reforça o grau de inserção externa do Brasil e indica que, embora as importações sigam crescendo com ritmo firme, as exportações ainda sustentam um saldo positivo consistente. As projeções de mercado para a balança comercial em 2025 continuam apontando para um superávit na casa dos US$ 64 bilhões, sustentado pela demanda externa relativamente sólida e pela recuperação gradual de preços internacionais de commodities — cenário que permanece plausível diante dos resultados recentes, embora sujeita a volatilidade nas exportações de bens primários e aos fluxos de importação de bens intermediários e capitais.

g) Fluxo Cambial:

Em novembro, o fluxo cambial do Brasil reverteu para déficit: o saldo total foi de US$ –7,115 bilhões, após o superávit registrado em outubro No detalhamento dos canais, o segmento financeiro registrou uma saída líquida de cerca de US$ 7,156 bilhões, enquanto a conta comercial apresentou uma entrada líquida modesta, aproximadante US$ 41 milhões, evidenciando o peso do fluxo financeiro frente a quase neutralidade do desempenho comercial. Esse resultado contrasta fortemente com o perfil de outubro, quando o canal comercial havia sido decisivo para o superávit total e o canal financeiro se mostrava menos pressionado. A disparidade sinaliza que, embora o comércio exterior tenha mantido um fluxo relativamente equilibrado, as saídas significativas de capital financeiro exerceram pressão cambial expressiva. Importante registrar que em novembro o investimento estrangeiro na Bovespa seguiu sendo positivo, o que remete o déficiti cambial apurado no mês a outros fluxos financeiros, mais especificamente remessas de lucros e dividendos ao exterior e amortizações de dívidas em valor elevado, os quais exercem um maior peso no fluxo financeiro total. Em termos de tendência acumulada, o BC reporta que até 28 de novembro de 2025 o fluxo cambial total do ano permanece negativo em cerca de US$ 19,799 bilhões, resultado da soma das saídas líquidas no canal financeiro e dos saldos (positivos) do canal comercial. Em resumo, o mês de novembro marca uma reversão sensível: o superávit de outubro dá lugar a um déficit cambial, refletindo a fragilidade do canal financeiro e a fragilidade persistente dos fluxos associados a investimentos externos no país. Esse descolamento entre comércio exterior relativamente estável e finanças internacionais pressionadas, reforça a vulnerabilidade do câmbio a fluxos de portfólio e à retirada de capital estrangeiro.

h) Renda Variável:

O Ibovespa manteve o ímpeto e avançou em novembro, registrando alta de cerca de 6,5% no mês, encerrando o período em 159.072 pontos, novo recorde de fechamento. No acumulado de 2025, o índice ampliou sua valorização para cerca de 32% até o fim de novembro, apoiado por fluxos compradores robustos, ambiente externo favorável e bom desempenho das commodities. A alta mensal foi alimentada por uma conjunção de fatores: expectativas de acomodação da política monetária internacional — o que elevou o apetite por risco —, queda do dólar frente ao real (tornando ativos domésticos mais atrativos) e ingresso significativo de recursos no mercado acionário brasileiro, favorecendo especialmente empresas com bom perfil de dividendos.



Setores ligados a commodities e a grandes empresas exportadoras destacaram-se, enquanto papéis mais sensíveis a juros elevados ou consumo doméstico menos dinâmico mostraram desempenho mais heterogêneo. Entre os destaques do mês, algumas ações tiveram desempenhos bem acima da média: as cinco maiores altas entre os componentes do Ibovespa foram MRVE3 (+23,0 %), MGLU3 (+21,4 %), RADL3 (+20,1 %), VAMO3 (+18,2 %) e B3SA3 (+18,2 %). Por outro lado, entre as maiores quedas do mês destacaram-se HAPV3 (–54,9 %), seguida de EGIE3, BEEF3, RECV3 e RAIZ4, todas com recuos superiores a 10% no mês. Tal comportamento reforça que, apesar do avanço consistente do índice, os setores responderam de modos distintos, o que manteve a dispersão entre os desempenhos das ações. Em termos de risco, a alta recente do Ibovespa convive com dois vetores de atenção: a persistência de vulnerabilidades externas, especialmente câmbio e fluxos de capital, e a eventual reprecificação negativa de juros domésticos caso o cenário inflacionário reaja ou sofra piora no contexto global. Essa sensibilidade traz volatilidade, especialmente para setores cíclicos e exportadores.

i) Renda Fixa:

Em novembro, o segmento de renda fixa preservou o viés favorável observado nos meses anteriores, com todos os subíndices IMA novamente encerrando o período em terreno positivo, apoiados na combinação entre maior estabilidade local, alívio adicional nas expectativas de juros e percepção de menor volatilidade no exterior. Os títulos prefixados mantiveram trajetória ascendente: o IRF-M1 avançou cerca de 1,07%, enquanto o IRF-M1+ registrou valorização próxima de 1,93%, beneficiados pelo recuo moderado da curva de juros futura e pelo aumento do interesse por prazos intermediários em meio à continuidade do processo de ancoragem das expectativas de inflação. O IMA-S, que acompanha o comportamento das LFTs, subiu aproximadamente 1,06%, refletindo a remuneração ainda elevada dos pós-fixados diante da manutenção da Selic em nível restritivo. O protagonismo no mês ficou com os títulos indexados ao IPCA: o IMA-B5 avançou cerca de 1,08%, enquanto o IMA-B5+, mais sensível à parte longa da curva, apresentou alta de 2,80%. Como resultado, o IMA-B registrou ganho de aproximadamente 2,04% no mês, sinalizando que a demanda por proteção real permanece robusta, especialmente em um ambiente de expectativas de inflação mais comportadas e de ajuste gradual nos vértices longos. No consolidado, o IMA-Geral apresentou avanço de cerca de 1,43% em novembro, levando a alta acumulada no ano para pouco mais de 13%. O destaque no agregado de 2025 segue com o IRF-M1+, que ultrapassa 20% no ano, refletindo o desempenho superior dos prefixados de maior duration em um ambiente de inclinação negativa da curva e expectativa de início do ciclo de flexibilização monetária ao longo do próximo exercício. O comportamento dos índices no mês reforça a realocação gradual dos investidores em ativos de renda fixa, com apetite relevante por papéis prefixados e indexados à inflação, sobretudo de maturidades curtas e intermediárias.

Nome	Retorno		Nome	Retorno	
	Novembro 2025	no ano		Novembro 2025	no ano
Prefixados			***Formado por TP indexado ao IPCA***		
IRF-M	1,67%	17,86%	IMA-B	2,04%	12,82%
IRF-M 1	1,07%	13,45%	IMA-B 5	1,08%	10,60%
IRF-M 1+	1,93%	20,15%	IMA-B 5+	2,80%	14,42%
Formado por Títulos da Dívida Pública			***DI***		
IMA Geral	1,43%	13,93%	CDI	1,05%	12,94%
Duração Constante					
IDkA IPCA 2 Anos	0,94%	10,75%			

Nome	Retorno		Nome	Retorno	
	Novembro 2025	no ano		Novembro 2025	no ano
Doméstico			***Exterior***		
Ibovespa	6,37%	32,25%	S&P 500	-0,81%	0,30%
IBX	6,44%	31,89%	MSCI World	-0,76%	2,18%
IBX-50	6,29%	30,23%			