

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
SETEMBRO 2025

PANORAMA

IBOVESPA

+ 3,4%

DÓLAR COMERCIAL

- 2,0%

S&P 500

+ 3,5%

Cenário Internacional: Em setembro, as estimativas de crescimento da economia americana para o terceiro trimestre passaram por uma forte revisão para cima, refletindo consumo e exportações líquidas mais robustos do que o esperado. No mercado de trabalho, o shutdown nos Estados Unidos adiou a divulgação do relatório oficial de emprego (payroll), mas o indicador privado da ADP apontou queda de 32 mil vagas. Em paralelo, o crescimento nos salários também segue em ritmo mais contido.

Essa dinâmica contribui para um cenário de menor pressão inflacionária, abrindo espaço para uma postura monetária menos restritiva nos Estados Unidos — perspectiva que sustentou a forte valorização das bolsas globais e impulsionou a queda dos juros futuros, beneficiando também os ativos de renda fixa. Nesse contexto, o S&P 500 subiu 3,53% e o iShares Core US Aggregate, ETF de referência na renda fixa, subiu 1,13%.

Cenário Local: A atividade econômica segue em desaceleração gradual, refletindo o impacto acumulado de juros reais ainda elevados que começam a pesar sobre a confiança, a arrecadação e o mercado de trabalho. Enquanto os juros locais permanecem elevados, diversos países emergentes e desenvolvidos já iniciaram o processo de afrouxamento monetário. O aumento do diferencial de juros em relação ao Brasil favorece o real, contribuindo para conter a inflação, especialmente de bens e alimentos. Nesse contexto, o ambiente tem se tornado mais favorável ao início de cortes de juros.

Beneficiada pelo ambiente externo positivo e por dados indicando arrefecimento da atividade e da inflação, a bolsa local obteve boa performance, acompanhando os principais mercados emergentes. Apesar disso, o quadro fiscal ainda preocupa: o déficit externo e a dívida pública continuam aumentando, com medidas de estímulo já aprovadas para 2026 e risco de novas iniciativas, o que pode levar o Banco Central a adiar o início dos cortes de juros, hoje previsto para o primeiro trimestre de 2026.

DETALHAMOS NOSSA VISÃO PARA OS PRÓXIMOS MESES NA SEÇÃO “VISÃO CAPRI”

VISÃO CAPRI

CENÁRIO INTERNACIONAL

A economia americana segue em expansão, com o PIB crescendo 2,1% em relação ao 2º trimestre de 2024, mesmo com o mercado de trabalho arrefecendo e sem reacender a inflação. Esse equilíbrio decorre, em parte, dos ganhos de produtividade no setor de tecnologia, que respondeu por mais da metade do avanço do PIB em 2025, diante do ciclo de investimento intenso em tecnologia. Com apenas 8% da força de trabalho empregada na manufatura, o crescimento vem sendo impulsionado pelos serviços, especialmente os ligados à tecnologia — um setor intensivo em capital e de baixa necessidade de mão de obra. Assim, a atividade segue firme, mas com geração moderada de novas vagas, enquanto a menor imigração ajuda a manter o desemprego estável.

A inflação de serviços vem cedendo gradualmente, refletindo um ritmo mais moderado de crescimento dos salários. Além disso, a demanda por moradia enfraqueceu, possivelmente influenciada pela redução do fluxo migratório, o que ajuda a conter pressões sobre preços. Já a inflação de bens mostra algum grau de pressão advinda de tarifas, mas sondagens recentes apontam melhora nas cadeias produtivas e nos custos de importação.

O cenário favorável tem permitido ao Federal Reserve adotar uma postura mais acomodatória. Apesar da combinação de crescimento sólido e inflação persistentemente acima da meta, o Fed realizou o primeiro corte de 0,25 ponto percentual, levando o Fed Funds Rate ao intervalo de 4,00%–4,25%. O Fed tem sinalizado maior flexibilidade em relação à meta de 2%, embora Jerome Powell tenha destacado que novos cortes dependerão de sinais adicionais de enfraquecimento do mercado de trabalho. A inflação segue sob monitoramento: os preços permanecem relativamente controlados e as expectativas mais longas ancoradas, mas os efeitos das novas tarifas ainda não foram totalmente absorvidos, devendo aparecer gradualmente à medida que os estoques forem sendo recompostos.

No campo político, uma tentativa recente do presidente Trump de afastar uma diretora do Fed — bloqueada pela Justiça — trouxe preocupações sobre a independência do Banco Central. Esse tipo de interferência pode abalar a credibilidade da instituição e gerar mais instabilidade nos mercados. Diante desse quadro, esperamos que o ciclo de cortes seja implementado de forma gradual, cautelosa e não linear, de modo a evitar impactos adversos nas expectativas de inflação.

CENÁRIO LOCAL

O Banco Central do Brasil manteve a taxa Selic em 15% ao ano na reunião de setembro. O comunicado e a ata indicam que a autoridade monetária ainda vê elevada incerteza quanto à trajetória da inflação e prefere aguardar mais dados antes de iniciar o processo de redução dos juros. Em nossos relatórios anteriores, defendíamos que, na ausência de surpresas na atividade econômica ou de uma apreciação significativa do real, a Selic deveria permanecer nos níveis atuais ao longo de 2025, com possibilidade de cortes apenas no primeiro trimestre de 2026 — cenário que permanece válido.

Os indicadores de atividade traçam um quadro misto. O IBC-Br recuou 0,5% em julho, registrando a terceira queda consecutiva, enquanto a concessão de crédito desacelera e a inadimplência das famílias aumenta. Por outro lado, o mercado de trabalho segue resiliente, com a taxa de desemprego da PNAD em 5,6% no trimestre encerrado em agosto, próxima das mínimas históricas.

Do lado dos preços, o IPCA-15 de setembro avançou 0,48% no mês, acumulando alta de 5,3% em 12 meses. O alívio recente decorre, em boa parte, da apreciação do câmbio, mas a força da atividade e o quadro fiscal adverso ainda dificultam a convergência da inflação à meta. A queda da arrecadação federal, combinada ao crescimento das despesas obrigatórias, pressiona o resultado primário e mantém as expectativas de inflação desancoradas, reforçando a postura cautelosa do Copom.

De uma maneira geral, os dados indicam que o ciclo econômico já passou pelo seu pico de crescimento, embora ainda não haja sinais de uma desaceleração mais acentuada que justifiquem uma virada imediata da política monetária. Entendemos que a postura do Banco Central deve seguir conservadora e firme em seu mandato de convergir a inflação para a meta de 3,0%. Nesse contexto, a expectativa é que um corte de juros só seja possível a partir do início de 2026, podendo ser adiado caso as medidas fiscais em implementação gerem pressões adicionais sobre os preços. Em 2026, iniciativas como o aumento da faixa de isenção do IR e a ampliação do auxílio-gás, devem proporcionar novo impulso à demanda doméstica, dificultando o trabalho do Banco Central.

RENTA FIXA INTERNACIONAL

O mês de setembro foi favorável aos principais índices de renda fixa nos Estados Unidos. O corte de 0,25 ponto percentual na taxa básica, aliado a uma comunicação do Federal Reserve mais inclinada do que o esperado a novos cortes, contribuiu para a queda da parte curta da curva de juros.

Nesse ambiente, o Bloomberg U.S. Aggregate, principal índice de renda fixa do país, avançou 1,1%. Já os títulos soberanos indexados à inflação (TIPS) tiveram desempenho mais moderado, com alta de 0,4%, refletindo juros reais ligeiramente menores e expectativas de inflação estáveis. O rendimento do Treasury de 10 anos encerrou setembro em torno de 4,15%, ante 4,23% no início do mês, enquanto o título de 30 anos apresentou movimento semelhante. Essa queda resultou em ganhos de marcação a mercado para as posições mais longas, beneficiando os investidores expostos a prazos maiores.

O ambiente de redução das taxas também estimulou uma forte onda de emissões corporativas, com empresas aproveitando o momento para alongar passivos e reduzir custos de captação. Setembro figurou entre os meses mais ativos da história recente em novas ofertas de crédito investment grade (alta qualidade), refletindo o forte apetite dos emissores e a normalização das condições de liquidez no mercado primário. O movimento foi favorecido pelos spreads historicamente comprimidos, que recuaram para os níveis mais baixos desde 1998, impulsionando as companhias a antecipar captações em um cenário de custos de financiamento mais benignos.

Apesar do ambiente positivo, o mercado manteve atenção ao shutdown do governo americano, que atrasou a divulgação de indicadores econômicos importantes e tem gerado volatilidade pontual nos preços dos ativos. Nos próximos meses, ainda que novos cortes de juros pelo Federal Reserve já estejam precificados na curva, os títulos de prazo mais longo tendem a permanecer pressionados, principalmente em razão das incertezas fiscais nos Estados Unidos. A dívida pública segue em trajetória de alta, e falta vontade política no momento para enfrentar o problema do déficit fiscal elevado.

Nesse contexto, no segmento de títulos de alta qualidade de crédito, mantemos preferência por carteiras de vencimento intermediário, que permitem capturar e travar taxas nominais atrativas por mais tempo, protegendo o portfólio de eventuais cortes mais acentuados nos juros dos EUA.

Já na parcela de crédito com maior risco, seguimos priorizando estratégias de prazos mais curtos, com boa estrutura de garantias e elevada diversificação, o que contribui para mitigar os efeitos de uma possível desaceleração mais intensa da economia norte-americana. Paralelamente, avaliamos oportunidades em outros mercados emergentes, que podem oferecer diversificação adicional e prêmios de risco mais atrativos, diante da compressão dos spreads de crédito nos Estados Unidos.

RENTA FIJA LOCAL

Em setembro, o Copom manteve a taxa Selic em 15% ao ano, enquanto o IPCA-15 acelerou 0,48% no mês, acumulando alta de 5,32% em 12 meses. A curva de juros reais permaneceu praticamente estável, mas a curva nominal recuou nos vértices médios e longos, impulsionando o IRF-M — que reflete o desempenho dos títulos públicos prefixados — a uma valorização de 1,3%. Já o IMA-B, que acompanha as NTN-Bs, avançou 0,5%, permanecendo abaixo do CDI.

No mercado de crédito, os spreads das debêntures tradicionais se ampliaram diante de eventos pontuais — como o caso da Braskem, que contratou assessores para uma reestruturação de passivos, e da Ambipar, pressionada por rumores de recuperação judicial. Nesse contexto, o IDA-DI, que mede o desempenho de uma cesta de títulos privados indexados ao CDI, encerrou o mês ligeiramente abaixo do benchmark. Já os ativos incentivados mantiveram forte demanda, refletida na alta de 2,2% do IDA-IPCA Infra.

O destaque continua sendo os fundos de debêntures incentivadas, que concentram a maior parte dos fluxos de captação em meio às incertezas geradas pela MP 1.303. Segundo dados do Banco ABC, setembro superou agosto e registrou o segundo maior volume de captação do ano no segmento, com R\$ 15,5 bilhões de captação líquida, acumulando R\$ 89,7 bilhões em 2025. Embora a MP 1.303 tenha sido derrubada pelo Congresso, o apelo das debêntures incentivadas deve permanecer elevado, sustentado tanto pelo efeito retrovisor, que ainda direciona forte fluxo para os fundos da classe, quanto pelo ganho fiscal, especialmente relevante com os juros em patamar elevado.

Diante dos atuais níveis de spreads e dos riscos nas debêntures não isentas, o cenário requer maior cautela, ainda que não se projete uma desvalorização significativa da classe. O CDI elevado sustenta a performance dos fundos, mas pressiona o serviço da dívida corporativa. Nesse contexto, mantemos preferência por ativos de alta qualidade ou estruturas com proteções robustas, como garantias reais e níveis elevados de subordinação.

No segmento de papéis isentos, diante da queda nos spreads, priorizamos operações resilientes em um ambiente de juros altos por mais tempo. Em relação aos juros reais, preferimos títulos isentos que ofereçam maior margem de segurança. Embora as taxas reais estejam em patamares historicamente elevados, e o diferencial em relação a outros países venha se ampliando, as incertezas eleitorais e fiscais devem continuar exigindo níveis de juros altos para conter o câmbio e, consequentemente, a inflação.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

Em setembro as bolsas globais tiveram uma forte performance. Os EUA entregaram o melhor setembro em 15 anos, com o S&P 500 subindo 3,5% no mês e o Nasdaq 5,6%, enquanto o Russell 2000, de empresas com menor capitalização, finalmente marcou nova máxima após quase quatro anos. O pano de fundo incluiu o primeiro corte de juros do Fed no ano e a expectativa de mais acomodações à frente, ainda que condicionadas a dados. Esses movimentos ocorreram apesar da sazonalmente “difícil” janela de setembro e do ruído de um shutdown que começou em 01/10, podendo atrasar divulgações oficiais de dados.

O rali teve uma liderança clara: tecnologia e comunicação foram os destaques setoriais do mês nos EUA, enquanto materiais e saúde ficaram entre as piores performances. Também pesou na rotação setorial a dinâmica de commodities energéticas: o Brent alternou altas no fim do mês anterior com quedas ao longo de setembro, e já no dia 30/09 recuou mais de 3%, seguiu para mínimas de 16 semanas no início de outubro e acumulou perdas semanais expressivas com a perspectiva de aumento de oferta pela OPEP+. Esse comportamento tirou impulso relativo de petróleo & gás global e, na margem, ajudou a performance de setores sensíveis a juros (growth/tech), em um mês em que o corte do Fed reduziu o custo de capital na ponta curta.

O mercado segue sustentado pela perspectiva de afrouxamento monetário e por uma temporada de resultados sólida, que mantém a narrativa de crescimento de lucros no setor de tecnologia. Acreditamos que a receita necessária para justificar os elevados investimentos parece atingível, dada a forte geração de valor via ganhos de produtividade com a IA. As primeiras evidências desse movimento já surgem na queda da participação do setor de tecnologia no emprego total dos EUA, reflexo direto do aumento de eficiência.

Por outro lado, o cenário macroeconômico se torna mais desafiador, com a desaceleração da atividade podendo afetar lucros — ainda que o Federal Reserve disponha de espaço para atuar por meio de novos cortes de juros, caso a inflação permita. Assim, embora haja fundamentos macroeconômicos favoráveis para a continuidade do desempenho positivo das bolsas, os múltiplos elevados deixam pouca margem para decepções, o que aumenta o risco de correções mais abruptas.

RENDIA VARIÁVEL BRASIL

O Ibovespa avançou 3,4% em setembro, registrando novo recorde intradiário aos 147.578 pontos, no melhor desempenho para um setembro desde 2019. O corte de juros nos EUA estimulou o apetite global por risco e atraiu fluxo estrangeiro para emergentes. Importante mencionar que a performance local acompanhou os pares emergentes, de modo que não foi consequência de uma melhoria no ambiente interno. Pelo contrário, apesar de melhora marginal na inflação, aumentou o risco do governo não entregar a meta fiscal de 2025, enquanto o governo Lula tem melhorado sua popularidade e vence todos os candidatos preferidos pelo mercado em 2026.

O Copom manteve a Selic em 15% e reforçou um tom cauteloso. Ainda assim, indicadores mais fracos de atividade levaram à queda da curva intermediária e longa, favorecendo setores como consumo, varejo e utilities. Eletrobras figurou entre as maiores altas do mês, amparada por falas do CEO sobre a privatização como processo contínuo, notícias operacionais e revisões de preço-alvo. O setor de consumo e varejo também se destacou, com a Magazine Luiza avançando cerca de 16%–17% no mês.

Do outro lado, Braskem caiu 27,8%, após contratar assessores para revisar a estrutura de capital e sofrer rebaixamento de rating, e a Raízen recuou 17,9% após encerrar a joint venture com a Femsas nas lojas de conveniência (Oxxo e Shell Select), dentro de uma estratégia de reciclagem de portfólio. Empresas de commodities tiveram desempenho mais fraco, com Vale e Petrobras navegando em um ambiente de minério de ferro e petróleo mais fracos.

Com o início do ciclo de cortes de juros nos EUA e a melhora dos dados de inflação doméstica, o ambiente para ações no Brasil tornou-se mais favorável no curto prazo. Esse cenário, porém, depende da continuidade das condições externas positivas, que sustentam o fluxo para emergentes, e da manutenção da tendência benigna de inflação. A temporada de resultados corporativos será determinante para avaliar os impactos da desaceleração da atividade e dos juros ainda elevados sobre as margens das empresas. Os principais riscos permanecem: desinflação irregular, impasse fiscal com dívida/PIB em trajetória ascendente, dependência de commodities (minério e petróleo) e questões de governança e dividendos em estatais.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

INTERNACIONAL

ÚLTIMO

EXPECTATIVA

ANTERIOR

VAR. NO MÊS

Atividade

Indústria nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	49,1 (set)	49,0	48,7	0,4 p.p.
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	50,0 (set)	51,7	52,0	- 2,0 p.p.
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	4,3 (ago)	4,3	4,2	0,1 p.p.
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	3,7 (ago)	3,7	3,9	- 0,2 p.p.
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	7,2 (ago)	7,4	7,2	0,0

Inflação

Inflação nos EUA - CPI (% ano/ano)	2,9 (ago)	2,9	2,7	0,2 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core CPI (% ano/ano)	3,1 (ago)	3,1	3,1	0,0 p.p.
Inflação nos EUA - PCE (% ano/ano)	2,7 (ago)	2,7	2,6	0,1 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core PCE (% ano/ano)	2,9 (ago)	2,9	2,9	0,0 p.p.

LOCAL

ÚLTIMO

EXPECTATIVA

ANTERIOR

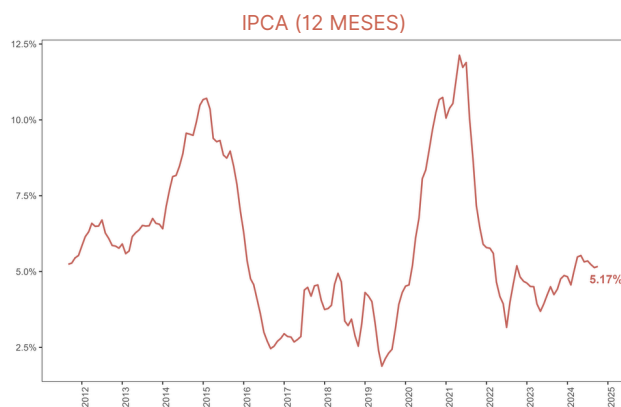
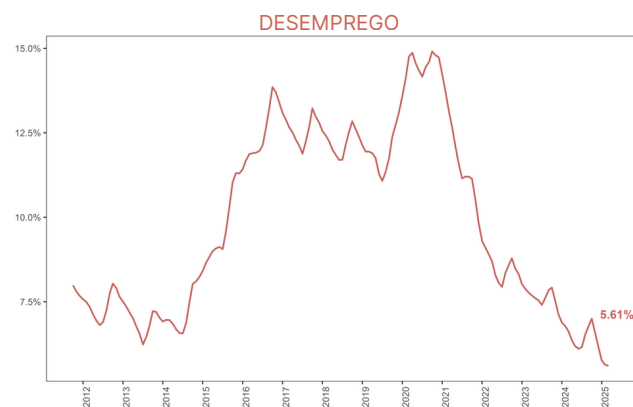
VAR. NO MÊS

Atividade

Indústria - PIM (% ano/ano)	- 0,7 (ago)	- 0,8	0,2	- 0,9 p.p.
Serviços - PMS (% ano/ano)	2,5 (ago)	-	2,8	- 0,3 p.p.
Varejo - PMC (% ano/ano)	1,0 (jul)	0,8	0,4	0,6 p.p.
IBC-Br - Proxy do PIB (% mês/mês)	- 0,5 (jul)	- 0,2	- 0,1	- 0,6 p.p.
Taxa de Desemprego - PNAD-C (%)	5,6 (jul)	5,7	5,8	- 0,2 p.p.

Inflação

IPCA (% ano/ano)	5,2 (set)	5,2	5,1	- 0,1 p.p.
IPCA - Núcleos (% ano/ano)	5,1 (set)	-	5,2	- 0,1 p.p.
IGP-M (% ano/ano)	2,8 (set)	2,8	3,0	- 0,2 p.p.



Rio de Janeiro
Estrada da Gávea 696, sl. 509
São Conrado - RJ - 22610-002
+55 21 2042 0044

São Paulo
Rua Bandeira Paulista 275, CJ. 111
Itaim Bibi - SP - 04532-010
+55 11 2050 8686

contato@capribr.com
www.capribr.com

DISCLAIMER:

As informações contidas neste documento são confidenciais e de exclusivo uso do(s) seu(s) destinatário(s). É expressamente proibido modificar, copiar, transmitir, distribuir, expor, desenvolver, reproduzir, publicar, licenciar, copiar formato, gerar trabalhos derivados, transferir ou de outra forma utilizar, no todo ou em parte, sem a devida autorização da Capri Investimentos Ltda.

Este material não configura um relatório de análise de valores mobiliários. As informações referentes a taxas, prazos e outras condições expostas são meramente indicativas e não constituem uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de adoção de estratégia de investimentos. A Capri Investimentos Ltda. não garante a integridade e exatidão das informações prestadas nesse relatório.

