

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
OUTUBRO 2025

PANORAMA

IBOVESPA

+ 2,26%

DÓLAR COMERCIAL

+ 1,24%

S&P 500

+ 2,27%

Cenário Internacional: O cenário externo permaneceu benigno para os mercados em outubro. Nos EUA, a desinflação continua avançando enquanto o mercado de trabalho desacelera, embora o tom mais duro adotado pelo Fed após o corte de juros em outubro tenha aumentado a incerteza sobre o ritmo dos próximos movimentos. A decisão de dezembro dependerá da evolução dos dados de emprego, que devem ser parcialmente divulgados em breve com o fim do shutdown do governo. Nesse contexto, seguimos construtivos em relação aos títulos de renda fixa com vencimentos intermediários e grau de investimento, visando travar taxas nominais ainda atrativas. Já no crédito de risco mais elevado (high yield), continuamos preferindo prazos curtos, combinados com garantias robustas e maior diversificação. Na bolsa, o S&P 500 e o Nasdaq Composite apresentaram bom desempenho, sustentados pela forte temporada de resultados e pela narrativa de ganhos de produtividade associados ao setor de tecnologia.

Cenário Local: No Brasil, a atividade perdeu fôlego na margem, com o crédito e a confiança mais fracos, embora a renda do trabalho siga surpreendendo e o desemprego permaneça baixo. A inflação subjacente recuou e as expectativas de longo prazo melhoram, ainda que continuem acima da meta. O Copom reconheceu que a política monetária já é claramente restritiva, mas mantém postura firme no curto prazo, condicionando eventuais cortes à reancoragem das expectativas. Em outubro, o crédito privado de maior qualidade rendeu, em média, abaixo do CDI, enquanto as debêntures incentivadas passaram por ajustes negativos após a queda na demanda que sucedeu um período de forte procura. O Ibovespa avançou 2,26% no mês, sustentado pelo fluxo estrangeiro positivo e pela boa temporada de resultados. Os múltiplos subiram, mas ainda permanecem abaixo das médias históricas.

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

VISÃO CAPRI

CENÁRIO INTERNACIONAL

O quadro internacional combina um crescimento ainda resiliente nos EUA com um processo de desinflação que avança, mas permanece acima da meta, em meio a incertezas sobre a trajetória futura dos juros. Após o corte de outubro, o tom mais duro adotado pelo presidente do Fed evidenciou divisão interna no comitê e colocou dúvidas sobre a intensidade dos próximos passos.

A leitura conjuntural foi prejudicada pelo “apagão” de dados causado pelo shutdown, mas indicadores privados alternativos apontaram para uma desaceleração gradual do mercado de trabalho e para o arrefecimento da inflação de serviços. Embora os efeitos das tarifas tenham começado a aparecer nos preços de bens, estudos recentes sugerem impacto ainda limitado, o que favorece novos cortes de juros, caso o emprego continue perdendo força. Para 2026, o estímulo fiscal do “One Big Beautiful Bill” reforça um cenário próximo ao “Goldilocks”, com lucros em alta e juros em queda, especialmente favorável aos setores ligados à tecnologia.

Na Europa, a atividade permanece fraca, mas com sinais marginais de melhora: o PIB da zona do euro cresceu 0,2% no 3º trimestre, enquanto a inflação desacelerou para 2,1% nos últimos doze meses. Para 2025, espera-se crescimento próximo de 1,2%, com a Alemanha beneficiada por gastos em defesa e infraestrutura e a Espanha contribuindo de forma positiva. Já a França segue como foco de risco devido à fragilidade orçamentária e política.

Na China, o crescimento segue alinhado à meta de 5%, impulsionado pelo setor externo e por estímulos ao consumo das famílias, enquanto o governo busca reduzir a competição excessiva entre empresas locais (“involução”), movimento que acaba limitando novos investimentos em alguns setores. No campo geopolítico, houve alguma distensão: o governo liberou por mais um ano as exportações de terras raras e reduziu tarifas ligadas ao fentanyl, contribuindo para um ambiente um pouco mais favorável ao comércio internacional.

CENÁRIO LOCAL

No Brasil, a atividade perdeu fôlego na margem, com o crédito e a confiança em queda. Ainda assim, o mercado de trabalho mostrou leituras ainda fortes, com a renda real crescendo 3,97% nos últimos 12 meses e a taxa de desemprego ao redor de 5,8%, embora a geração de novas vagas formais esteja desacelerando. A inflação tem surpreendido positivamente, com núcleos arrefecendo de 4,32% para 3,94% na variação trimestral anualizada com ajuste sazonal. As projeções do mercado para horizontes mais longos, apuradas pelo boletim Focus do Banco Central, continuam recuando, embora sigam acima do centro da meta.

A política monetária doméstica segue em terreno claramente restritivo, com juros reais próximos de 10% ao ano, enquanto a taxa neutra — aquela que, em teoria, equilibra crescimento com inflação controlada — é estimada pelo Banco Central em cerca de 5% ao ano. Apesar do forte aperto monetário, a comunicação recente da autoridade monetária indica a manutenção de uma postura firme no curto prazo, diante de expectativas de inflação de longo prazo ainda acima da meta. Além disso, as contas públicas seguem em trajetória desfavorável: a ausência do superávit fiscal necessário para estabilizar a dívida e o deterioramento das contas externas dificultam a redução do prêmio de risco soberano. Esse ambiente limita a possibilidade de juros estruturalmente mais baixos no país.

Mantemos como cenário base o início do ciclo de cortes de juros entre janeiro e março, condicionado à continuidade da reancoragem das expectativas de inflação e à desaceleração da atividade econômica. Em 2025, o forte fluxo financeiro para mercados emergentes beneficiou o real e contribuiu para o controle de preços. A manutenção desse ambiente externo benigno será importante para que o Banco Central tenha maior conforto para iniciar o afrouxamento monetário. Por fim, a intensidade do ciclo de cortes, quando ele começar, dependerá do comportamento conjunto desses fatores — expectativas, atividade, fiscal e cenário internacional.

Em síntese, a economia opera em um ambiente de desaceleração cíclica, desinflação em andamento e política monetária ainda bastante apertada. A trajetória para 2026 dependerá principalmente do vetor fiscal, do cenário externo e do comportamento do prêmio de risco, que determinarão tanto a velocidade quanto a profundidade do ciclo de queda da Selic. Ainda assim, mantemos forte convicção de que os cortes devem começar no primeiro trimestre do próximo ano. À medida que a inflação corrente recua, os juros reais — já bastante restritivos — tornam-se ainda mais elevados, reforçando a necessidade de ajuste. Dessa forma, não vemos razão para que o início do ciclo seja adiado, a menos que haja uma reversão significativa das expectativas ou dos indicadores efetivos de atividade e inflação.

RENDIA FIXA INTERNACIONAL

Em outubro, a renda fixa nos Estados Unidos perdeu tração após o presidente do Federal Reserve, Jerome Powell, esfriar as expectativas de novos cortes de juros em dezembro. O Bloomberg U.S. Aggregate, índice de referência da renda fixa internacional, chegou a subir 1,35% no mês, mas encerrou o período com ganho de 0,62% após a reunião do Fed. Já os títulos soberanos indexados à inflação (TIPS) avançaram 0,32%, mas também perderam força ao longo do mês, refletindo juros reais ligeiramente menores e expectativas de inflação estáveis.

Com o segundo corte de juros do ano, o Federal Reserve busca calibrar o grau de aperto monetário em um ambiente de economia ainda robusta e mercado de trabalho resiliente. Apesar do impacto marginal do shutdown do governo, os indicadores continuam apontando para um ritmo sólido de expansão, sustentado pela demanda doméstica. Nesse contexto, a combinação entre atividade forte, incertezas relacionadas às tarifas e preocupações fiscais mantém a parte longa da curva pressionada, com os Treasuries de 10 anos encerrando outubro ao redor de 4,11%.

No mercado de crédito, a volatilidade voltou a ganhar espaço após as falências da Tricolor, financiadora de veículos voltada a consumidores de menor renda, e da First Brands, fabricante de autopeças com presença relevante no mercado de crédito privado. Esses episódios geraram ruído e provocaram um alargamento pontual dos spreads, especialmente no segmento high yield, que posteriormente retornaram aos níveis anteriores. Movimentos dessa natureza são típicos de períodos prolongados de aperto monetário, como o atual, marcado pela elevação da taxa básica de 0,00-0,25% em 2022 para 5,25-5,50% em julho de 2023, seguida por um processo gradual de normalização. Nesse ambiente, é natural observar pressão em setores mais alavancados e sensíveis ao custo do crédito, como o imobiliário comercial e o automotivo, ainda que os casos recentes permaneçam pontuais graças à resiliência da economia americana.

Diante desse cenário, no segmento de títulos de alta qualidade de crédito, seguimos favorecendo carteiras com vencimentos intermediários, capazes de capturar e travar taxas nominais atrativas por mais tempo, mesmo com spreads comprimidos, oferecendo proteção em caso de cortes mais acentuados nos juros dos EUA. No crédito de maior risco, mantemos preferência por estratégias de prazos mais curtos, com boas garantias e elevada diversificação, reduzindo a exposição a eventuais deteriorações mais fortes da atividade americana. Por fim, destacamos que, em relação aos episódios envolvendo Tricolor e First Brands, nenhum dos gestores selecionados pela Capri possuía exposição a esses emissores.

RENTA FIXA LOCAL

A renda fixa encerrou outubro com desempenho positivo nos títulos soberanos prefixados, mas abaixo do esperado nos títulos públicos indexados ao IPCA e no crédito privado de baixo risco e vinculado ao CDI. A curva de juros reais permaneceu estável, enquanto os juros nominais recuaram nos prazos médios e longos, impulsionando o IRF-M (+1,37%) e o IMA-B (+1,05%) frente ao CDI (+1,24%). No crédito privado, houve recuperação parcial após aberturas pontuais de spreads em nomes como Braskem e Ambipar; ainda assim, o IDA-DI encerrou o mês levemente abaixo do CDI (+1,08%). Já os ativos incentivados tiveram desempenho fraco, após um período de forte valorização, refletindo a derrubada da MP. Como resultado, o IDA-IPCA Infra recuou 0,68%.

O movimento de abertura dos spreads das debêntures incentivadas, que pressionou os preços, esteve ligado sobretudo às incertezas em torno da MP 1.303, que ampliava os benefícios fiscais da classe diante da elevação do imposto de renda para outros ativos. A reversão da medida levou a um ajuste natural, dado que parte desse prêmio de isenção já havia sido incorporado aos preços. Importante destacar que não houve eventos de crédito relevantes; o movimento parece ter sido impulsionado principalmente por fluxos vendedores concentrados em grandes players institucionais.

Para os próximos meses, será essencial acompanhar o comportamento dos fluxos para os fundos de infraestrutura, que captaram dezenas de bilhões de reais recentemente, para avaliar como se dará o processo de normalização da indústria. É importante lembrar que comparações históricas de níveis de spread e risco podem não se aplicar integralmente ao ambiente atual, caracterizado por uma curva de juros estruturalmente mais alta, uma indústria mais madura e a presença crescente de estruturas de capital fechado, nas quais saídas de investidores nem sempre implicam necessidade de venda de títulos no mercado secundário.

Diante dos atuais níveis de spreads e dos riscos observados no mercado de crédito líquido, tanto em debêntures tradicionais quanto incentivadas, o cenário demanda maior cautela e reforça a importância da diversificação de lastros, emissores e gestores dentro da renda fixa. O CDI próximo de 15% ao ano tem sustentado o bom desempenho dos fundos e reduzido o risco relativo de resgates. Contudo, esse mesmo patamar elevado pressiona o serviço da dívida corporativa, aumentando a probabilidade de novos eventos de crédito. Esse efeito, entretanto, tem sido parcialmente compensado por resultados corporativos ainda robustos entre emissores de maior qualidade.

Nesse contexto, mantemos preferência por ativos de alta qualidade de crédito ou por estruturas com proteções robustas — como garantias reais, subordinação elevada e governança reforçada — sempre com atenção ao nível de preço e aos prazos. Esses instrumentos continuam oferecendo uma relação risco-retorno atrativa, mesmo em um ambiente que exige maior seletividade.

RENDIA VARIÁVEL INTERNACIONAL

Em outubro, o S&P 500 renovou máximas e registrou o sexto mês consecutivo de alta, avançando 2,27%. O Nasdaq Composite, impulsionado por big techs e empresas ligadas à IA, teve desempenho superior, com alta de 4,70%. Esse movimento reflete a combinação entre expansão de lucros, expectativa de cortes de juros nas economias avançadas e a continuidade do ciclo de investimentos associados à inteligência artificial.

No campo micro, o cenário segue construtivo. Com 91% das empresas do S&P 500 já tendo divulgado os resultados do 3º trimestre, 82% superaram as estimativas de lucro, acima das médias de 5 e 10 anos. As surpresas no lucro por ação chegaram a 7%, com avanço de lucros de 13,1% ano/ano, marcando o quarto trimestre seguido de crescimento de dois dígitos. Do lado da receita, 77% das empresas superaram expectativas, e o crescimento atingiu 8,3%, o maior desde o 3º trimestre de 2022. Para os próximos períodos, as projeções apontam expansão de lucros de 7,5% no último trimestre do ano e de 11,8% no primeiro trimestre de 2026. Em contrapartida, o preço/lucro prospectivo do índice, em 22,7 vezes, segue acima das médias históricas, exigindo continuidade do ciclo de crescimento de lucros para sustentar os preços atuais.

Os vetores setoriais também seguem favoráveis: a temporada evidencia contribuições relevantes de Tecnologia, Financeiro, Materiais, Industriais e Utilities para o avanço anual dos lucros, enquanto a receita surpreende de forma ampla. O forte investimento em capacidade computacional, semicondutores e memória reforça o tema de produtividade e sustenta a tese de crescimento de lucros em um ambiente de gradual alívio monetário, o que ampara a preferência tática por ações globais, especialmente no setor de tecnologia nos EUA.

Do lado dos riscos, seguem no radar a forte concentração de ganhos nas grandes empresas de tecnologia e a possibilidade de correções pontuais, dado o patamar elevado dos múltiplos e a menor margem para decepções. No plano macro, a combinação de desinflação progressiva, produtividade em alta e política monetária menos restritiva permanece um vetor benigno, desde que a desaceleração da atividade siga sendo gradual e controlada, como destacamos na Carta anterior.

RENDIA VARIÁVEL BRASIL

O Ibovespa avançou 2,26% em outubro, renovando recordes ao fechar acima de 149 mil pontos. O rali acompanhou o bom desempenho dos mercados globais, favorecido pela expectativa de cortes de juros pelo Fed e pelo alívio nas tensões geopolíticas. A temporada de resultados também contribuiu, com mais da metade das empresas surpreendendo positivamente. O fluxo de capitais reforçou o movimento: após um 2024 fraco, o ingresso líquido de investidores estrangeiros voltou ao campo positivo em 2025, acumulando mais de R\$ 20 bilhões até o fim de outubro, o que sustentou preços e aumentou a liquidez.

A temporada de balanços do 3º trimestre reforçou a tração da Bolsa. Houve revisões positivas em bancos, bens de capital, saúde e alguns nomes de consumo, enquanto papéis que vinham de forte rali passaram por realizações. As small caps mantiveram desempenho superior ao longo do ano, beneficiadas pela perspectiva de normalização monetária em 2026 e por assimetrias de preço mais evidentes no universo doméstico.

No campo de valuation, os múltiplos seguem bastante atrativos no agregado, mesmo após a recente reprecificação: estimativas indicam o Ibovespa negociando perto de 9,8 vezes o lucro projetado para os próximos 12 meses, ainda abaixo da média histórica. A performance relativa mais forte de cíclicos domésticos é compatível com o cenário de “pouso suave” e queda de juros à frente, sustentando projeções construtivas no curto prazo.

A visão prospectiva depende do equilíbrio entre três vetores: trajetória dos resultados corporativos, prêmio de risco local e direção dos juros globais. Com o índice rompendo a marca dos 150 mil pontos e renovando máximas consecutivas, o cenário base segue positivo — desde que os balanços continuem entregando crescimento e que o risco fiscal não volte a se deteriorar. Nesse ambiente, a continuidade da rotação para setores domésticos e o bom desempenho relativo das small caps parecem tendências prováveis. Por outro lado, choques de confiança, frustração com reformas ou uma eventual reprecificação dos juros longos podem interromper temporariamente essa dinâmica.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

INTERNACIONAL

ÚLTIMO

EXPECTATIVA

ANTERIOR

VAR. NO MÊS

Atividade

Indústria nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	48,7 (out)	49,5	49,1	- 0,4 p.p.
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	52,4 (out)	50,8	50,0	2,4 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)	3,0 (set)	3,1	2,9	0,1 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core CPI (% ano/ano)	3,0 (set)	3,1	3,1	- 0,1 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

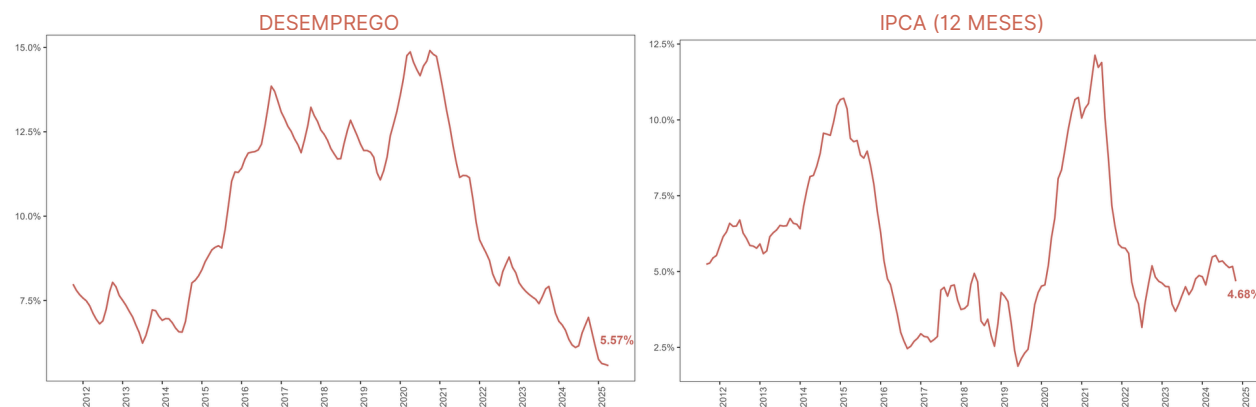
VAR. NO MÊS

Atividade

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

Inflação

IPCA (% ano/ano)	4,7 (out)	4,8	5,2	- 0,5 p.p.
IPCA - Núcleos (% ano/ano)	4,9 (out)	-	5,1	- 0,2 p.p.
IGP-M (% ano/ano)	0,9 (out)	1,1	2,8	- 1,9 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.

