

# CAPRI

Family  
Office



**CARTA MENSAL**  
**NOVEMBRO 2025**

## PANORAMA

IBOVESPA	DÓLAR COMERCIAL	S&P 500
+ 6,37%	- 0,94%	+ 0,13%

**Cenário Internacional:** O ano se aproxima do fim com os Estados Unidos ainda como principal motor da economia global. No entanto, alguns sinais de desaceleração tornam-se mais evidentes: mercado de trabalho perdendo tração, crédito menos dinâmico e maior volatilidade nos ativos de risco, especialmente nos setores de tecnologia e IA. A inflação segue acima da meta de 2%, mas permanece sob controle, enquanto o Banco Central americano (Fed) avança no ciclo de cortes em direção a patamares mais próximos da taxa neutra — aquela que mantém a economia em equilíbrio, sem estimular nem frear o crescimento e a inflação. Nesse contexto, a renda fixa de alta qualidade se destacou, registrando retornos positivos e se beneficiando do recuo dos juros futuros. Na renda variável internacional, o desempenho foi mais contido no mês: o S&P 500 avançou apenas 0,1% e o Nasdaq Composite recuou 1,5%, interrompendo uma sequência de sete meses consecutivos de alta. Ainda assim, o balanço de 2025 segue positivo, sustentado por lucros corporativos sólidos e pela perspectiva de uma política monetária menos restritiva.

**Cenário Local:** O Ibovespa avançou 6,37% no mês, renovando sucessivos recordes. O rali foi sustentado principalmente por ações ligadas à economia doméstica, impulsionadas pela queda dos juros futuros, em parte em função da leitura positiva do IPCA-15 de novembro, que trouxe a inflação acumulada em 12 meses para dentro da banda da meta. O quadro macroeconômico é de desaceleração controlada da atividade, em um contexto no qual o crédito e a confiança mostram sinais de enfraquecimento, enquanto o mercado de trabalho segue resiliente. As expectativas de inflação para 2026 continuam em queda, embora ainda acima da meta de 3,0%, o que exige postura firme do Banco Central. Na renda fixa, os juros futuros recuaram, beneficiando os títulos prefixados e os papéis atrelados à inflação nos vencimentos intermediários e longos, enquanto o crédito privado segue operando com spreads comprimidos, exigindo cautela.

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

## VISÃO CAPRI

### CENÁRIO INTERNACIONAL

No front internacional, a economia global encerra 2025 em uma fase mais madura do ciclo. Os Estados Unidos seguem como principal motor do crescimento, com o PIB surpreendendo positivamente ao longo do ano, mas já com sinais claros de desaceleração: mercado de trabalho esfriando, crédito menos dinâmico e maior volatilidade nos ativos de risco, especialmente em tecnologia. A expansão também é desigual — uma economia em “K”: setores ligados a tecnologia e IA continuam fortes, enquanto famílias de renda mais baixa sentem mais os efeitos dos juros elevados e da inflação acumulada. Na Europa, os indicadores de atividade e confiança apontam para crescimento modesto, próximo de 1% ao ano, com inflação convergindo para 2% e juros do BCE tendendo à estabilidade.

A inflação americana veio em linha com o esperado no segundo semestre, mas permanece acima da meta de 2% do Fed. O núcleo do PCE gira em torno de 3% ao ano, influenciado parcialmente por tarifas, enquanto a desaceleração da demanda e o mercado de trabalho mais fraco ajudam a conter pressões. Assim, a inflação permanece acima da meta no curto prazo, mas mantém trajetória de queda gradual à frente.

O mix de políticas governamentais reforça essa assimetria. No lado fiscal, os déficits permanecem elevados, enquanto, na política monetária, o Fed realizou em dezembro um novo corte na taxa básica, agora entre 3,50% e 3,75%. Foi uma decisão dividida, refletindo a crescente divergência entre os membros do Comitê. A sucessão na presidência do Fed, com o mandato de Jerome Powell se encerrando em maio de 2026 e a Casa Branca cogitando nomes mais favoráveis a cortes, adiciona incerteza aos próximos passos da autoridade monetária.

Para 2026, o cenário base é de crescimento sustentado, porém mais moderado, apoiado por um impulso fiscal persistente e por uma política monetária menos restritiva. Paralelamente, o ciclo global de investimentos em tecnologia e IA permanece robusto, sustentado por lucros sólidos, o que mantém o apetite por risco, ainda que com maior volatilidade em setores mais alavancados.

## CENÁRIO LOCAL

No Brasil, o quadro é de desaceleração econômica controlada, compatível com a ideia de “pouso suave”. A atividade vem perdendo tração de forma gradual: concessões de crédito enfraqueceram tanto para famílias quanto para empresas, a utilização de capacidade e a confiança da indústria recuaram, enquanto a confiança em serviços e entre consumidores mostra recuperação a partir de níveis ainda baixos. O mercado de trabalho permanece relativamente firme, sem piora abrupta, embora já haja sinais de estabilização da taxa de desemprego e de moderação na criação de vagas formais.

A inflação opera em patamar mais benigno do que no auge recente, com o IPCA convergindo para algo em torno de 4%-4,5% no horizonte de 2025-2026, segundo o Relatório Focus. A desinflação foi puxada principalmente por itens comercializáveis, mais sensíveis ao câmbio, enquanto núcleos ligados ao ciclo doméstico ainda mostram alguma resistência. As expectativas de inflação recuaram de forma relevante, inclusive nos prazos mais longos, mas seguem acima do centro da meta em horizontes estendidos, indicando uma reancoragem apenas parcial. Nesse ambiente, o real mais estável tem ajudado, mas o quadro ainda exige juros reais elevados para assegurar a convergência da inflação.

A comunicação do Banco Central reforça essa cautela. A Selic permanece em nível claramente contracionista e, nas avaliações recentes, o Comitê reconhece que o cenário evolui na direção desejada, embora em ritmo mais lento do que o ideal. Com isso, o BC deve manter os juros estáveis na virada do ano, abrindo espaço para iniciar um ciclo de cortes no primeiro trimestre de 2026. O flanco mais sensível segue sendo o fiscal e o político. No campo fiscal, a combinação de déficit primário persistente, dívida elevada e ausência de um ajuste crível restringe a capacidade de acomodar novas pressões de gasto, enquanto mudanças no Imposto de Renda e em programas de transferência tendem a sustentar a demanda e podem pressionar a inflação e os juros.

Mesmo com o início esperado do ciclo de queda da Selic, é provável que os juros nominais e reais permaneçam em terreno contracionista ao longo de 2026, justamente para compensar um ambiente fiscal mais desafiador. No campo político, reviravoltas recentes — sobretudo em torno da reorganização das candidaturas para 2026 e da percepção reduzida de alternância de poder — adicionam ruído ao cenário. Em conjunto, o ambiente doméstico combina desaceleração suave da atividade, inflação em acomodação e um processo ainda incompleto de reancoragem das expectativas, com a política monetária devendo começar a aliviar ao longo de 2026, desde que o fiscal e o quadro político não se deteriorem de forma mais acentuada.

## RENDA FIXA INTERNACIONAL

O Bloomberg US Aggregate, índice amplo que acompanha o desempenho da renda fixa nos Estados Unidos, avançou 0,6% em novembro, enquanto os títulos soberanos indexados à inflação (TIPS) registraram alta de 0,2%. O resultado refletiu um mercado de Treasuries sem direção clara, com a taxa do papel de 10 anos oscilando entre 4,0% e 4,1% em meio à reprecificação das expectativas de cortes de juros pelo Federal Reserve, em um mês marcado pelo shutdown temporário e pela ausência de indicadores econômicos relevantes.

O mercado já especifica cortes adicionais de juros para 2026, sustentado não apenas pela desaceleração gradual da atividade, mas também pela possibilidade de mudança na presidência do Federal Reserve em maio, o que poderia reforçar um viés mais acomodatício. No entanto, a intensidade e o ritmo desse ciclo ainda são incertos, dado o ambiente misto de menor dinamismo econômico e riscos inflacionários persistentes. A situação é agravada pelo maior shutdown da história, que atrasou a divulgação de estatísticas oficiais e pode reduzir o PIB do quarto trimestre, aumentando a incerteza justamente quando o mercado de trabalho começa a mostrar sinais mais fracos.

Os spreads corporativos permanecem comprimidos, o que limita ganhos adicionais em relação aos Treasuries e reduz o colchão de proteção em cenários de reprecificação das taxas. Nesse ambiente, títulos de maior qualidade de crédito ganham atratividade relativa, combinando risco mais baixo com uma curva mais inclinada e yields próximos ao topo das médias dos últimos 15 anos.

No segmento de private credit, os dados seguem indicando uma classe estruturalmente sólida, impulsionada pela demanda crescente por financiamento fora do sistema bancário. Ainda assim, há maior sensibilidade entre emissores de qualidade mais baixa, especialmente em setores com alavancagem elevada, onde indicadores de inadimplência mostraram deterioração gradual. Embora existam pontos de atenção, uma eventual ruptura tende a ter efeitos mais restritos, dada a alavancagem menor dessas estruturas em comparação com a de bancos tradicionais, o que mitiga o risco de um aperto sistêmico de liquidez.

**Diante desse cenário, seguimos favorecendo a exposição a títulos públicos americanos e ativos de alta qualidade com vencimentos intermediários, entre 5 e 7 anos, capazes de capturar e travar taxas nominais atrativas por um horizonte mais longo. Mesmo com spreads comprimidos, esses papéis oferecem assimetria positiva, sobretudo em um ambiente de possível queda mais acelerada nos juros dos EUA. Para o crédito de maior risco, mantemos preferência por estratégias de prazo mais curto, com estruturas de garantia robustas e elevada diversificação setorial e de**

**emissores, reduzindo a sensibilidade a eventuais deteriorações mais intensas da atividade americana.**

## RENDAS FIXAS LOCAIS

A renda fixa doméstica apresentou desempenho positivo em novembro, com destaque para os títulos públicos prefixados e indexados ao IPCA. Enquanto o CDI entregou cerca de 1,1% no período, o IRF-M avançou 1,7% e o IMA-B subiu 2,0%, ambos beneficiados pelo fechamento da curva de juros, especialmente nos vértices intermediários e longos. No crédito privado, o movimento foi mais moderado: o IDA-DI acompanhou o CDI, com retorno próximo de 1,1%, refletindo o carregamento elevado em um ambiente de pouca variação de spreads. Já os papéis incentivados indexados ao IPCA recuperaram parte das perdas recentes, favorecidos pela melhora dos juros reais, levando o IDA-IPCA Infra a avançar 1,5% no mês.

O mercado primário registrou R\$ 77,1 bilhões em emissões em novembro, mas apenas 31% foram efetivamente distribuídos, o menor percentual da série histórica, segundo dados do Banco ABC. Esse quadro reforça um ambiente mais seletivo: spreads comprimidos e maior concorrência com instrumentos bancários têm dificultado a colocação de novas operações, especialmente para emissores de menor qualidade de crédito. As ofertas em andamento também recuaram, para R\$ 85,7 bilhões, indicando um ajuste gradual entre a necessidade de captação das empresas e a capacidade de absorção dos investidores. Esse movimento contrasta com a sazonalidade positiva típica do fim de ano, período em que as emissões costumam ganhar força para ajustes de balanço e reforço de caixa.

No sentido oposto, o mercado secundário manteve forte dinamismo. As negociações atingiram R\$ 132,7 bilhões em novembro, renovando o recorde histórico e reforçando o aumento estrutural da liquidez e da profundidade do mercado. No segmento de debêntures incentivados, observamos uma estabilização dos spreads após a correção de outubro, mas entendemos que os níveis de preços continuam exigindo cautela. Até o momento, não observamos vendas relevantes no secundário nem resgates expressivos na indústria, mas o ambiente tende a se tornar mais volátil no curto prazo. Ainda na classe de debêntures incentivadas, mesmo após a não aprovação da MP 1.303, entendemos que permanece um vetor adicional de pressão estrutural sobre o segmento. Trata-se do novo tratamento tributário previsto na Lei nº 15.270/2025, que institui a tributação de 10% sobre dividendos, permitindo sua compensação com tributos incidentes sobre investimentos com alíquotas superiores. Na prática, investidores com maior capacidade de compensação tributária podem priorizar veículos não incentivados, que passam a oferecer relação risco-retorno líquido mais atrativa.

**Nesse contexto, mantemos preferência por ativos de maior qualidade de crédito ou por estruturas com proteções reforçadas, como garantias reais relevantes, subordinação significativa e governança robusta, sempre com disciplina em relação ao preço, ao prazo e à seleção de gestores com histórico consistente. Buscamos geração de retorno fundamentada na qualidade do crédito e na capacidade técnica de originação e monitoramento dos riscos, fatores que se tornam ainda mais importantes no ciclo atual. Em contrapartida, vemos menor atratividade marginal em debêntures incentivadas, devido ao nível atual dos spreads, às mudanças tributárias recentes e ao possível enfraquecimento técnico da indústria.**

## RENDAMOSSE INTERNACIONAL

Na renda variável internacional, o ano segue positivo, com os principais índices acionários dos EUA acumulando ganhos de dois dígitos e com um ciclo ainda robusto de investimentos em inteligência artificial. Globalmente, o MSCI ACWI também apresenta desempenho expressivo no acumulado do ano, refletindo a melhora dos lucros corporativos e a mudança gradual dos bancos centrais em direção a políticas menos restritivas.

Em novembro, porém, esse quadro construtivo foi temporariamente ofuscado por um ajuste nas empresas de tecnologia e em nomes ligados à temática de IA, após meses de forte rali. No início do mês, o setor de tecnologia do S&P 500 acumulava quedas superiores a 8% desde novembro, tornando-se o pior segmento do índice no período. O Nasdaq Composite também registrou, em determinado momento, sua maior queda semanal desde abril, com as ações de IA perdendo mais de US\$ 800 bilhões em valor de mercado durante a correção.

Preocupações com uma possível “bolha de IA”, com a forte concentração dos ganhos em poucas mega caps e com a sustentabilidade do capex em data centers e chips de alta performance motivaram realizações de lucro, mesmo em um ambiente ainda favorável de resultados. Apesar dessa pressão sobre empresas de tecnologia, o impacto no mercado mais amplo foi relativamente limitado. O S&P 500 encerrou novembro praticamente estável, com alta próxima de 0,1%, enquanto o Nasdaq recuou cerca de 1,5%. A queda foi parcialmente mitigada por uma rotação setorial em direção a segmentos mais defensivos, especialmente o setor de saúde, que avançou aproximadamente 5% no mês.

Em síntese, a renda variável internacional segue apoiada por lucros sólidos e pela perspectiva de uma política monetária mais benigna, embora com maior volatilidade em tecnologia e IA. Esse contexto reforça a importância de manter diversificação setorial e regional, além de maior seletividade em empresas com valuations mais

esticados. Como destacamos na carta anterior, dados os níveis elevados de valuation e a forte concentração de ganhos nas grandes empresas de tecnologia, há hoje uma margem menor para decepções nos próximos resultados, o que pode levar a correções mais bruscas nesses ativos.

## RENDAS VARIÁVEIS 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 cílicos 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)	48,2 (nov)	48,6	48,7	0,5 p.p.
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	52,6 (nov)	52,1	52,4	0,2 p.p.
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	4,4 (set)	4,3	4,3	0,1 p.p.
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	3,8 (set)	3,7	3,8	0,0 p.p.
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	7,7 (out)	7,2	7,7	0,0

#### Inflação

Infiação nos EUA - CPI (% ano/ano)	3,0 (set)	3,1	2,9	0,1 p.p.
Núcleo da Infiação nos EUA - Core CPI (% ano/ano)	3,0 (set)	3,1	3,1	- 0,1 p.p.
Infiação nos EUA - PCE (% ano/ano)	2,8 (set)	2,8	2,7	0,1 p.p.
Núcleo da Infiação nos EUA - Core PCE (% ano/ano)	2,8 (set)	2,9	2,9	- 0,1 p.p.

### LOCAL

**ÚLTIMO**    **EXPECTATIVA**    **ANTERIOR**    **VAR. NO MÊS**

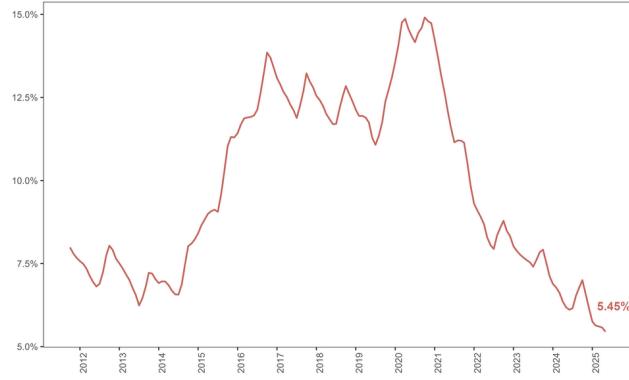
#### Atividade

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

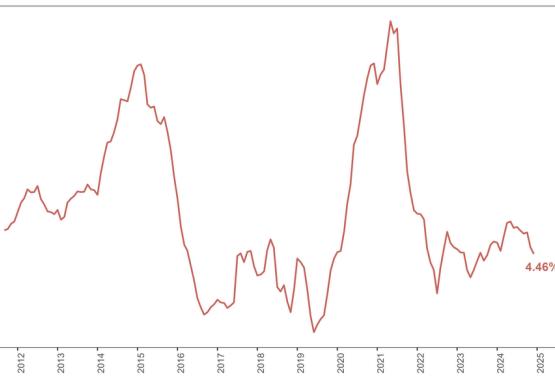
#### Inflação

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

### DESEMPREGO



### IPCA (12 MESES)



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@capibr.com  
www.capibr.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.

