

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
SETEMBRO 2026

PANORAMA

IBOVESPA

+ 5,03%

DÓLAR COMERCIAL

- 0,01%

S&P 500

- 0,45%

Cenário Internacional: O Federal Reserve elevou a taxa básica em 25 pontos-base, para 3,75%–4,00%, diante de uma combinação de atividade resiliente e inflação ainda persistente. A força da economia, os riscos ligados à energia e as preocupações fiscais também pressionaram os juros longos.

Na renda fixa, a abertura das taxas provocou forte correção nos preços, com o Bloomberg US Aggregate, índice de referência no segmento, recuando 2,61% em setembro. Os spreads de crédito permaneceram baixos, sem sinais de deterioração generalizada da qualidade das empresas. Seguimos priorizando títulos de elevada qualidade e vencimentos curtos e intermediários. Na renda variável, o S&P 500 recuou cerca de 0,5%, apesar do desempenho positivo de tecnologia, pressionado pelos setores mais sensíveis aos juros. Mantemos uma visão construtiva para o longo prazo, embora a alta das taxas livres de risco tenha reduzido a atratividade relativa das ações.

Cenário Local: O processo eleitoral passou a ocupar papel central na formação dos preços dos ativos. O resultado do primeiro turno aumentou a expectativa de mudanças na condução econômica, mas a continuidade da melhora dependerá de propostas concretas para estabilizar a trajetória da dívida. Ao mesmo tempo, a atividade segue perdendo fôlego e a inflação permanece pressionada. O Copom reduziu a Selic para 13,75%, preservando flexibilidade quanto aos próximos passos.

Na renda fixa, o CDI avançou 1,08%, enquanto os índices de títulos públicos também tiveram desempenho positivo: o IMA-B, que acompanha títulos indexados à inflação, subiu cerca de 3,2%; o IMA-B 5, composto por títulos mais curtos, avançou 2,0%; e o IRF-M, que representa a carteira de títulos públicos prefixados, teve alta de 2,1%. No crédito privado, a abertura de spreads nas debêntures incentivadas criou oportunidades em emissores de boa qualidade. Na renda variável, o Ibovespa avançou 5,03%, aos 186,3 mil pontos, apoiado pelo retorno do investidor estrangeiro, pela valorização do petróleo e pela melhora das expectativas domésticas. As ações de maior qualidade passaram a oferecer menor margem de segurança. A continuidade do movimento dependerá de uma agenda fiscal crível e do cenário externo, já que juros elevados nos EUA podem limitar o fluxo para a bolsa brasileira.

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

VISÃO CAPRI

CENÁRIO INTERNACIONAL

Nos Estados Unidos, o principal destaque do cenário recente é a retomada do ciclo de alta de juros pelo Federal Reserve. Em setembro, o Fed elevou a taxa básica em 25 pontos-base, para a faixa de 3,75% a 4,00%, diante de uma combinação de atividade ainda resiliente e inflação persistente. A decisão marcou uma mudança relevante em relação à expectativa de poucos meses antes, quando se imaginava que o banco central poderia permanecer mais tempo em compasso de espera. Agora, a perspectiva predominante é de novas elevações, embora haja alguma divergência quanto ao ritmo: os cenários analisados contemplam desde mais duas altas ainda em 2026 até uma nova alta no fim deste ano e outra no início de 2027.

O principal obstáculo para uma postura menos restritiva continua sendo a inflação. O PCE de agosto mostrou alta de 0,3% no índice cheio e de 0,2% no núcleo, abaixo do esperado pelo mercado. Ainda assim, essa leitura não foi suficiente para alterar de forma significativa a avaliação do cenário, inclusive porque parte da surpresa baixista esteve associada a mudanças metodológicas. Sem esse efeito, o avanço do núcleo teria sido superior a 0,3%. Em uma perspectiva mais ampla, a inflação subjacente permanece próxima de 3%, ainda distante da meta de 2%, enquanto serviços e energia seguem apresentando pressões relevantes.

A dificuldade adicional para o Fed é que a atividade econômica continua mostrando pouca sensibilidade ao nível elevado dos juros. O mercado de trabalho permanece relativamente forte, com desemprego estável, sustentando a renda e o consumo das famílias. Ao mesmo tempo, o investimento privado segue elevado, com destaque para os gastos associados à inteligência artificial, que têm se mostrado menos sensíveis ao ciclo monetário. A valorização acumulada dos ativos financeiros também contribui para manter o balanço patrimonial das famílias em condições favoráveis, reforçando a resiliência do consumo.

Essa combinação de crescimento robusto e inflação resistente ajuda a explicar por que a pressão não ficou restrita à taxa básica. A curva de juros norte-americana já vinha sinalizando a percepção de que a política monetária estava menos restritiva do que o necessário, e as taxas de longo prazo continuaram avançando. Em setembro, o rendimento do Treasury de dez anos chegou a superar 5%. Esse movimento reflete não apenas a expectativa de juros básicos mais altos por mais tempo, mas também a força da atividade nominal, o elevado volume de emissões de dívida e as preocupações com a situação fiscal dos Estados Unidos, que aumentam o prêmio exigido pelos investidores para financiar o governo em horizontes mais longos.

Outro fator que reforça os riscos inflacionários é o choque de energia. Os conflitos envolvendo Irã e Ucrânia mantiveram petróleo e derivados sob pressão, com destaque para o diesel. Restrições às exportações iranianas, ataques à infraestrutura russa e dificuldades no escoamento pelo Oriente Médio reduziram a oferta de derivados e elevaram seus preços. Como o diesel é um insumo relevante para transporte e distribuição, esse movimento pode ampliar pressões de custos ao longo da economia e dificultar ainda mais a convergência da inflação.

Diante desse quadro, o Fed enfrenta um cenário no qual não há urgência para aliviar a política monetária. Pelo contrário, a resiliência da atividade, a persistência da inflação e os riscos ligados à energia sustentam a perspectiva de novas altas e de juros elevados por mais tempo. Para os mercados globais, isso implica pressão sobre as curvas de juros, fortalecimento do dólar e condições financeiras mais apertadas, com efeitos particularmente relevantes sobre economias emergentes.

CENÁRIO LOCAL

No Brasil, o principal vetor de incerteza passou a ser o processo eleitoral e, sobretudo, suas implicações para a política fiscal a partir de 2027. A economia chega ao período eleitoral em desaceleração, com inflação ainda elevada, juros reais restritivos e endividamento relevante de famílias e empresas. O PIB perdeu fôlego ao longo do terceiro trimestre, com sinais mais claros de enfraquecimento em serviços, indústria e consumo, enquanto o mercado de trabalho permanece relativamente aquecido, embora já apresente alguma moderação.

Nesse contexto, o resultado do primeiro turno ganhou importância para os mercados. Flávio Bolsonaro recebeu 47,03% dos votos válidos e Lula, 45,16%, levando a eleição presidencial ao segundo turno em 25 de outubro. Com isso, aumentou a percepção de possibilidade de mudança na condução da política fiscal. O resultado das eleições legislativas, com renovação de dois terços do Senado, também alterou a composição política do Congresso e passou a integrar a avaliação sobre a capacidade de aprovação de eventuais reformas.

No que tange à economia, a questão central vai além do resultado eleitoral em si. O próximo governo receberá uma trajetória fiscal desafiadora, com resultado primário ainda deficitário e dívida pública crescente. Os cenários analisados trabalham com déficit primário próximo de 0,5% do PIB em 2026 e 0,6% em 2027, enquanto uma das projeções aponta dívida bruta em torno de 83% do PIB neste ano e 87,4% em 2027. Sob determinadas hipóteses de crescimento e juros reais, seria necessário um resultado primário significativamente superior ao atual para estabilizar a relação

dívida/PIB. Assim, mais do que o resultado eleitoral isoladamente, a composição e a credibilidade do ajuste fiscal do próximo mandato serão determinantes para a sustentação da melhora recente dos ativos.

Essa melhora reflete justamente uma revisão da percepção de risco. Uma política fiscal mais crível poderia reduzir o prêmio incorporado na curva de juros, favorecer o real e melhorar as condições financeiras domésticas. Esse mecanismo teria consequências também para a política monetária: um câmbio mais apreciado e expectativas de inflação mais bem ancoradas abririam maior espaço para o Banco Central reduzir a Selic. O movimento inverso também é relevante. Caso o próximo governo não apresente uma estratégia fiscal capaz de estabilizar a dívida, a deterioração das expectativas poderia pressionar o câmbio, elevar os juros de mercado e limitar a capacidade do Copom de responder à desaceleração da atividade.

Essa discussão ganha importância porque a inflação ainda impõe restrições à política monetária. Apesar da desaceleração da economia, alimentos, serviços e preços administrados continuam pressionados, com riscos adicionais associados ao El Niño, aos combustíveis e ao cenário externo. O Copom reduziu a Selic para 13,75% em setembro, mas preservou flexibilidade quanto aos próximos passos. Os cenários analisados variam entre uma pausa nesse nível e novos cortes graduais, dependendo principalmente do comportamento do câmbio e das expectativas de inflação.

O cenário internacional adiciona outra camada de dificuldade. A retomada das altas de juros nos Estados Unidos fortaleceu o dólar e reduziu o diferencial relativo entre os juros brasileiros e norte-americanos justamente quando o Brasil iniciou seu ciclo de flexibilização. Assim, a desaceleração da atividade, isoladamente, pode não ser suficiente para permitir cortes mais rápidos da Selic. Nesse ambiente, uma melhora da percepção fiscal após as eleições ganha ainda mais importância para reduzir a pressão sobre o câmbio e ampliar o espaço de atuação do Banco Central.

RENDA FIXA INTERNACIONAL

Na renda fixa internacional, os mercados enfrentaram uma forte correção em setembro, diante da combinação de inflação persistente, alta das commodities e preocupações fiscais. Esse movimento pressionou principalmente os títulos de maior prazo, levando as taxas do Treasury de 10 anos a superar 5,28%. Nesse cenário, o Bloomberg US Aggregate, um dos principais índices de referência da renda fixa americana, recuou 2,61% no mês, refletindo o impacto da alta dos juros sobre os preços dos títulos.

A pressão sobre os juros de longo prazo nos EUA tem sido alimentada por diferentes fatores. De um lado, os conflitos geopolíticos, ao pressionarem os preços de energia, somam-se às tarifas comerciais e à política migratória mais restritiva, ampliando os riscos inflacionários. De outro, o elevado volume de investimentos em inteligência artificial e a necessidade de financiamento das empresas ligadas ao setor ampliam a demanda por capital. Ao mesmo tempo, o aumento do endividamento público gera preocupações fiscais e leva os investidores a exigir remunerações maiores para financiar o governo americano por prazos mais longos.

No crédito corporativo internacional, os spreads, que representam a remuneração adicional exigida pelos investidores para assumir o risco das empresas em relação aos títulos do governo americano, permaneceram em níveis historicamente baixos. Nos Estados Unidos, os títulos investment grade, emitidos por empresas de elevada qualidade de crédito, encerraram setembro com spreads próximos de 0,80% ao ano, enquanto os títulos high yield, de maior risco e remuneração, apresentaram spreads em torno de 3,10% ao ano, ambos abaixo das médias dos últimos dez anos. Apesar da maior volatilidade e do elevado volume de emissões, os fundamentos das empresas de maior qualidade de crédito permanecem sólidos, com níveis de endividamento relativamente estáveis e boa capacidade de pagamento de suas obrigações. Embora existam riscos em segmentos mais alavancados, não observamos, até o momento, sinais de deterioração generalizada da qualidade de crédito corporativo.

Diante desse cenário, mantivemos uma postura conservadora na renda fixa global, com preferência por uma composição de prazo médio inferior ao dos principais índices de referência. Com a recente alta das taxas, entendemos que a renda fixa americana passou a oferecer oportunidades mais atrativas, embora o mercado ainda esteja sujeito a novas oscilações. Por isso, seguimos priorizando títulos de elevada qualidade de crédito, com vencimentos curtos e intermediários, evitando ampliar a exposição a títulos mais longos neste momento. Também vemos oportunidades nos títulos indexados à inflação, diante das taxas reais elevadas, e mantemos uma visão positiva para o dólar, apoiada no diferencial de juros e nas perspectivas de crescimento e produtividade da economia americana.

RENDIA FIXA LOCAL

Na renda fixa local, o destaque foi o desempenho dos títulos mais sensíveis às oscilações dos juros. Enquanto o CDI avançou 1,08%, o IMA-B, índice de títulos públicos indexados à inflação, subiu cerca de 3,2%. O IMA-B 5, composto por títulos de vencimentos mais curtos, avançou aproximadamente 2,0%, enquanto o IRF-M, que acompanha os títulos prefixados, registrou alta de 2,1%. Esse desempenho foi

favorecido pela expectativa de continuidade dos cortes da Selic, reduzida para 13,75% no mês, e pela queda das taxas de juros de mercado, especialmente nos prazos mais longos. No fim do período, a surpresa de alta do IPCA-15, de 0,70%, e a pressão dos juros americanos trouxeram alguma volatilidade.

No crédito privado, setembro foi marcado por comportamentos diferentes entre os segmentos. Segundo estudo do ABC Brasil, os fundos de crédito atrelados ao CDI mantiveram captação líquida positiva de R\$ 3,9 bilhões, com spreads praticamente estáveis. Ainda assim, parte da indústria apresentou resultados mais fracos, diante da abertura dos spreads de alguns emissores. Já os fundos de debêntures incentivadas registraram resgates líquidos de R\$ 1,1 bilhão, aumentando a pressão sobre os preços dos títulos. Com isso, a mediana dos spreads chegou a 0,29 pontos percentuais ao ano acima dos títulos públicos de referência, o maior nível desde outubro de 2024. Considerando o benefício da isenção fiscal sobre toda a remuneração, uma simulação simplificada sugere um prêmio equivalente a mais de 2,5% ao ano acima do risco soberano em uma aplicação tributada, o que consideramos bastante atrativo.

Esse movimento afetou principalmente os fundos de debêntures incentivadas que utilizam operações de proteção para transformar a exposição ao IPCA em uma remuneração atrelada ao CDI, estratégia que representa uma parcela relevante da indústria. Esses fundos registraram perdas expressivas no mês, o que pode estimular novos resgates, levando à venda de ativos e ampliando a pressão sobre os preços, mesmo sem uma deterioração generalizada da qualidade de crédito dos emissores. Entendemos que essa abertura está relacionada a fatores técnicos de mercado, como os resgates e o elevado nível de alocação dos fundos, tornando a relação entre risco e retorno da classe mais atrativa. A correção foi tão significativa que algumas debêntures incentivadas passaram a oferecer prêmios superiores aos de títulos comparáveis atrelados ao CDI, despertando interesse inclusive de fundos tradicionais de crédito, que não contam com o benefício da isenção fiscal.

Apesar do otimismo do mercado com a perspectiva de queda dos juros após o primeiro turno das eleições, entendemos que existem desafios relevantes para o próximo governo, especialmente na condução da política fiscal. Por isso, permanecemos cautelosos em relação à ampliação do risco de mercado, aguardando maior clareza sobre as propostas econômicas. Ao mesmo tempo, entendemos que a recente abertura dos spreads no crédito privado já oferece oportunidades interessantes, especialmente em emissores de elevada qualidade, permitindo contratar taxas atrativas sem depender necessariamente de uma queda mais acentuada dos juros. Portanto, priorizamos liquidez, diversificação e uma relação adequada entre risco e retorno.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

O S&P 500 recuou cerca de 0,5%, com desempenho heterogêneo entre setores. O setor de tecnologia liderou os ganhos, com alta de 5,4%, enquanto setores mais sensíveis às taxas de juros, como utilities, imobiliário e consumo discricionário, registraram quedas próximas ou superiores a 5%. O movimento refletiu a combinação de resiliência da economia americana, continuidade do ciclo de investimentos em inteligência artificial e forte abertura dos juros de longo prazo, com o Treasury de dez anos superando 5% ao longo do mês.

Essa divergência de desempenho mostra que a abertura dos juros não tem afetado o mercado de forma homogênea. Empresas capazes de sustentar um crescimento elevado de lucros continuam encontrando suporte, enquanto companhias mais dependentes de financiamento, consumo e custo de capital enfrentam um ambiente mais desafiador. Ao mesmo tempo, a concentração dos ganhos nas grandes empresas de tecnologia mantém os principais índices dependentes de um grupo relativamente restrito de companhias.

A retomada do ciclo de alta de juros pelo Fed e a abertura das taxas de longo prazo também tornaram a relação entre risco e retorno menos favorável para as ações. Com títulos do governo americano oferecendo retornos mais elevados, a renda variável passa a competir com uma alternativa mais atrativa e de menor risco. Dessa forma, mesmo sem deterioração relevante das expectativas de lucro, os múltiplos atuais têm menor espaço para expansão e ficam mais sensíveis a eventuais frustrações de resultados. Persistem ainda dúvidas sobre a capacidade dos elevados investimentos em inteligência artificial de se converterem em crescimento de receitas no ritmo necessário para justificar parte das expectativas incorporadas aos preços.

Mantemos uma visão construtiva para a renda variável internacional no longo prazo, apoiada pela qualidade das empresas e pela resiliência dos resultados, mas entendemos que o balanço de riscos ficou menos favorável na margem. A alta dos juros de longo prazo reduziu a atratividade relativa das ações e elevou a exigência sobre o crescimento dos lucros, especialmente em segmentos que negociam a múltiplos mais elevados. Assim, preferimos exposição diversificada e permanecemos atentos à evolução dos resultados corporativos.

RENDA VARIÁVEL LOCAL

O Ibovespa avançou 5,03% em setembro, encerrando o mês aos 186,3 mil pontos, em movimento acompanhado por queda do dólar e melhora dos ativos domésticos. A recuperação contou com a volta do investidor estrangeiro, que aportou cerca de R\$ 9,1 bilhões na B3 ao longo do mês, revertendo parcialmente a saída observada em agosto.

Na reta final, a aproximação das eleições também ganhou peso na formação dos preços, com maior sensibilidade do mercado às perspectivas para a condução fiscal do próximo governo.

O ambiente de commodities também ofereceu suporte a uma parcela relevante do índice. A elevação do petróleo, em meio às tensões no Oriente Médio e às restrições sobre derivados, favoreceu empresas ligadas ao setor de energia, enquanto a queda do minério de ferro pesou sobre algumas companhias de mineração. Ao mesmo tempo, ações mais domésticas e sensíveis aos juros apresentaram bom desempenho diante da melhora das expectativas para as taxas locais e da redução dos prêmios de risco.

Apesar da valorização recente, entendemos que a continuidade do movimento dependerá menos do nível atual dos múltiplos e mais da confirmação dos gatilhos que começaram a ser incorporados aos preços. A bolsa brasileira ainda negocia com desconto em relação às médias históricas, mas uma reprecificação mais ampla exige maior confiança na capacidade do próximo governo de encaminhar o ajuste fiscal necessário para estabilizar a trajetória da dívida. Nesse sentido, a melhora recente aumenta também a sensibilidade dos ativos a eventuais frustrações entre as expectativas construídas durante o período eleitoral e as medidas efetivamente apresentadas posteriormente.

O retorno do capital estrangeiro é outro ponto relevante. A melhora do fluxo em setembro mostra que valuations atrativos e uma redução do risco percebido podem recolocar o Brasil no radar dos investidores globais. Ao mesmo tempo, esse movimento permanece vulnerável ao cenário externo, uma vez que juros elevados nos Estados Unidos e dólar forte aumentam a concorrência por capital e podem limitar uma entrada mais persistente de recursos em mercados emergentes.

Após a forte alta da bolsa observada na sequência do primeiro turno das eleições, entendemos que as ações de maior qualidade passaram a oferecer menor margem de segurança. A continuidade desse movimento positivo dependerá, em grande parte, da confirmação de uma agenda fiscal crível, capaz de reduzir de forma mais estrutural os prêmios de risco domésticos. O cenário externo também permanece relevante: a manutenção de juros elevados nos Estados Unidos pode limitar o fluxo de capital para mercados emergentes e, conseqüentemente, para a bolsa brasileira. Nesse contexto, vemos oportunidades em empresas de qualidade, mas entendemos que a volatilidade deve permanecer elevada até que haja maior clareza sobre a política econômica do próximo mandato.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

INTERNACIONAL

ÚLTIMO

EXPECTATIVA

ANTERIOR

VAR. NO MÊS

Atividade

Indústria nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	54,5 (set)	55,0	54,6	- 0,1 p.p.
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	54,9 (set)	55,3	55,4	- 0,5 p.p.
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	4,2 (set)	4,1	4,1	0,1 p.p.
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	3,0 (set)	3,2	3,1	- 0,1 p.p.
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	7,1 (ago)	7,2	7,3	- 0,2

Inflação

Inflação nos EUA - CPI (% ano/ano)	3,7 (set)	3,6	3,4	0,3 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core CPI (% ano/ano)	2,6 (set)	2,5	2,4	0,2 p.p.
Inflação nos EUA - PCE (% ano/ano)	3,4 (ago)	3,7	3,4	0,0 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core PCE (% ano/ano)	3,0 (ago)	3,3	3,0	0,0 p.p.

LOCAL

ÚLTIMO

EXPECTATIVA

ANTERIOR

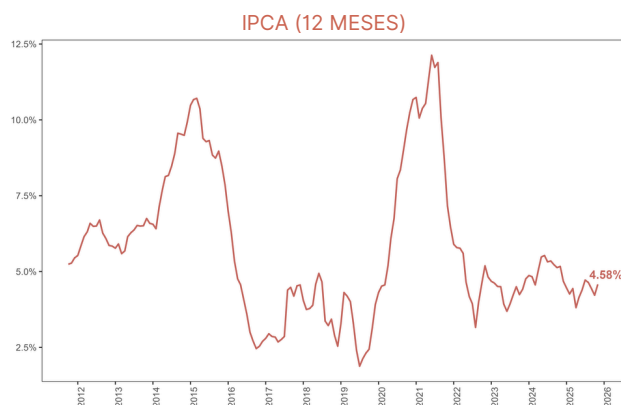
VAR. NO MÊS

Atividade

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

Inflação

IPCA (% ano/ano)	4,6 (set)	4,5	4,2	0,4 p.p.
IPCA - Núcleos (% ano/ano)	4,6 (set)	-	4,4	0,2 p.p.
IGP-M (% ano/ano)	3,3 (set)	3,4	2,2	1,1 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.

