

KAPPA
ZETA



KAPPA**ZETA**

CENÁRIO

Em novembro, os indicadores globais de atividade continuaram apontando desaceleração moderada, com diferenças relevantes entre setores e países. A inflação seguiu em trajetória de acomodação, ainda com alguma resistência em serviços. Ao mesmo tempo, os bancos centrais mantiveram postura cautelosa, avaliando o impacto acumulado do ciclo de aperto monetário sobre a demanda. A seguir, apresentamos uma breve análise do cenário macroeconômico do mês para Estados Unidos, Europa, China e Brasil.

Nos Estados Unidos, após o prolongado *shutdown*, alguns dados de agências governamentais voltaram a ser divulgados. O mais relevante foi o relatório de emprego, que trouxe inicialmente uma mensagem mista: criação de vagas acelerando – acima de cem mil – enquanto a taxa de desemprego subiu. Apesar do número elevado de novas vagas, acreditamos que o dado possa ter sido afetado por problemas de sazonalidade residual. Além disso, a criação de vagas permanece bastante concentrada em poucos setores, sinalizando baixo dinamismo do mercado de trabalho. De maneira geral, o quadro de baixa contratação e baixa demissão permanece.

A reunião de dezembro do FOMC deve ser a mais apertada do ano. A mercado, as chances de um corte são de 80%. Ainda assim, o comitê encontra-se bastante dividido sobre a decisão, com os *hawks* defendendo desaceleração e os *doves* demonstrando mais preocupação com o mercado de trabalho. Qualquer que seja a decisão, dissidentes são garantidos. Apesar da divisão em relação à reunião de dezembro, a maior parte do comitê ainda vê espaço para cortes, conforme indicado na minuta mais recente – embora uma parcela relevante prefira um ritmo mais lento.

Na Europa, os dados de novembro vieram em linha com o esperado. Do lado da atividade, os PMIs seguem indicando um quarto trimestre relativamente firme, praticamente inalterados em relação ao mês anterior.

Na inflação, o índice cheio continua próximo de 2%, enquanto o núcleo permanece mais persistente, em torno de 2,4%, ainda mostrando alguma inércia nos componentes mais rígidos de serviços. Esses resultados tendem a reforçar a postura do BCE, sem pressões para mudanças na política monetária.

Na China, os dados continuam sugerindo uma economia crescendo próximo à meta de 5% ao ano, com grandes dificuldades no setor imobiliário e desaceleração no consumo de bens. Em novembro, chamou a atenção o resultado da produção industrial, abaixo do esperado. Entendemos que, mesmo descontando os efeitos de calendário, a produção tem começado a ser afetada pela agenda de combate à “involução” em setores específicos. Enquanto o setor externo mantiver contribuições positivas para o crescimento e o consumo seguir em desaceleração para um ritmo compatível com a meta de PIB, entendemos que as autoridades devem manter essa agenda, que visa eliminar a competição predatória, mesmo que isso comprometa levemente o crescimento de curto prazo. Por fim, destaca-se a piora nos indicadores do mercado imobiliário: as vendas do mercado secundário desaceleraram, as concessões de hipotecas seguem fracas e as incorporadoras continuam enfrentando fortes restrições de liquidez.

No Brasil, do lado de atividade, foram divulgados em novembro os últimos dados do terceiro trimestre, que reforçaram nossa percepção de desaceleração do ritmo de crescimento da economia brasileira. No início de dezembro teremos a divulgação do PIB, que deve apontar um crescimento menor do que o observado, em média, no primeiro semestre. Na passagem do primeiro para o segundo trimestre, essa desaceleração era mais perceptível sobretudo nos setores cíclicos da economia. Agora, esperamos que o movimento fique mais claro também quando observada a economia de forma mais agregada.



KAPPA

ZETA

Essa perda de ritmo, entretanto, ainda não foi suficiente para provocar danos relevantes no mercado de trabalho. A geração de emprego formal segue próxima do que entendemos ser o nível neutro, ou seja, sem força para fazer a taxa de desemprego subir ou cair de forma significativa.

No fiscal, após a caducidade da MP 1303, o governo conseguiu, por meio de outros projetos, recompor boa parte das medidas originalmente propostas para reforçar a arrecadação de 2026. Ainda assim, restam batalhas importantes até o final do ano, nas quais o governo deverá empregar capital político para aprovar sua agenda e viabilizar um orçamento mais equilibrado para o ano que vem.

Além disso, em novembro, a inflação voltou a surpreender para baixo, com destaque para o comportamento benigno dos alimentos, cuja variação acumulada deve encerrar o ano abaixo de 2%. Com isso, a inflação cheia caminha para encerrar 2025 dentro do teto da meta, após dois anos consecutivos rodando acima. Em termos qualitativos, a prévia de novembro reforçou a melhora na margem: a média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada dos núcleos recuou para 3,5%, enquanto os serviços subjacentes se mantiveram em 4,5%.

No setor externo, tivemos novas notícias positivas para a balança comercial. Em novembro, foi anunciada mais uma rodada de alívios nas tarifas impostas pelos Estados Unidos ao Brasil. Entre os produtos incluídos nesta nova leva de isenções, destacam-se a carne bovina e o café, dois itens de alta relevância para a pauta exportadora brasileira. Juntos, esses produtos representaram aproximadamente US\$ 4 bilhões em exportações para os Estados Unidos ao longo de 2024. A ampliação das isenções contribui para reduzir o impacto potencial das barreiras comerciais anunciadas anteriormente e melhora a perspectiva para o desempenho da balança comercial nos próximos trimestres.

Por fim, o Banco Central não promoveu grandes alterações em seu comunicado de novembro e, ao incorporar os efeitos da reforma do imposto de renda, manteve suas projeções para o horizonte relevante ainda distantes da meta. Contudo, a evidência mais clara de desaceleração da economia, as divulgações benignas de inflação e o movimento favorável das expectativas do Focus, semana a semana, sugerem que as projeções do Copom tendem a recuar, o que nos aproxima do início de um ciclo de corte de juros.

POSIÇÕES

Juros

Aumentamos posições aplicadas na Zona do Euro e posições táticas no México. Mantivemos posições aplicadas em juros nominais e reais no Brasil, e em juros nominais nos Estados Unidos, no Canadá e no Reino Unido. Reduzimos posição aplicada na Suécia.

Commodities

Aumentamos posição comprada no ouro e no alumínio e reduzimos posições vendidas no milho e no petróleo. Mantivemos posição vendida no café e no zinco.

Bolsa

Mantivemos posições compradas e de valor relativo em ações brasileiras e aumentamos posições compradas em ações globais.

Moedas

Aumentamos posição vendida no dólar americano e posições compradas no rand sul-africano, no peso chileno, na rúpia indiana e no iene japonês. Mantivemos posições vendidas no real e no peso colombiano. Reduzimos posições comprada no peso mexicano e vendida no franco suíço.



KAPPA

ZETA

ATRIBUIÇÃO

DE PERFORMANCE

Quanto à atribuição de resultado, as posições em juros e commodities contribuíram positivamente.As posições em bolsa e moedas contribuíram negativamente.

Em bolsa brasileira, o destaque positivo se deu nas posições nos setores de Mineração & Siderurgia,

Bancos, Petróleo & Gás, Transporte & Logística, Tecnologia, Telecom e Educação. O destaque negativo, por sua vez, se deu nas posições nos setores de Saúde, Construção, Papel & Celulose, Utilidade Pública, Consumo, Bens de Capital, Shoppings e Serviços Financeiros.

| KAPPA FIN | NOV/25 | 2025 | 12M | 24M | 60M | 120M |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Juros | 0,47% | 2,71% | 1,04% | -1,21% | 13,46% | 46,48% |
| Moedas | -0,05% | -0,45% | -0,16% | -1,98% | -0,97% | -3,93% |
| Bolsa | -1,12% | -2,29% | -1,87% | 5,00% | 10,94% | 46,35% |
| Commodities | 0,18% | 1,16% | 0,93% | 2,23% | 5,81% | 9,12% |
| Caixa e Custos | -0,02% | -1,25% | -1,62% | -4,35% | -17,39% | -35,60% |
| CDI | 1,05% | 12,94% | 13,98% | 26,34% | 66,33% | 144,04% |
| Performance do Fundo | 0,52% | 12,83% | 12,30% | 26,03% | 78,19% | 206,46% |
| %CDI | 49,07% | 99,19% | 87,98% | 98,82% | 117,87% | 143,33% |

| ZETA FIQ | NOV/25 | 2025 | 12M | 24M | 60M | 120M |
|----------------------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|
| Juros | 0,76% | 4,40% | 1,47% | -2,72% | 23,21% | 101,37% |
| Moedas | -0,09% | -0,78% | -0,29% | -3,43% | -1,91% | -8,35% |
| Bolsa | -1,97% | -3,40% | -2,48% | 9,70% | 20,90% | 108,63% |
| Commodities | 0,32% | 2,02% | 1,60% | 3,89% | 10,59% | 21,13% |
| Caixa e Custos | -0,19% | -2,02% | -2,38% | -6,19% | -26,61% | -60,55% |
| CDI | 1,05% | 12,94% | 13,98% | 26,34% | 66,33% | 144,04% |
| Performance do Fundo | -0,12% | 13,16% | 11,92% | 27,60% | 92,50% | 306,26% |
| %CDI | - | 101,73% | 85,23% | 104,77% | 139,45% | 212,62% |



KAPPA

ZETA

Este conteúdo foi preparado pelas gestoras Kapitalo (Kapitalo Investimentos Ltda. e Kapitalo Ciclo Gestão de Recursos Ltda.), tem caráter meramente informativo e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégia de investimento por parte dos destinatários. As gestoras não se responsabilizam por erros, omissões ou pelo uso destas informações. As informações referem-se às datas e condições mencionadas. Os cenários apresentados podem não se refletir nas estratégias dos diversos fundos geridos pelas gestoras Kapitalo AS ESTIMATIVAS, CONCLUSÕES, OPINIÕES, PROJEÇÕES E HIPÓTESES APRESENTADAS NÃO CONSTITUEM GARANTIA OU PROMESSA DE RENTABILIDADE OU DE ISENÇÃO DE RISCO. AOS INVESTIDORES, É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DE LÂMINAS, PROSPECTOS E/OU REGULAMENTOS ANTES DE INVESTIR SEUS RECURSOS. As análises aqui apresentadas não pretendem conter todas as informações relevantes que um investidor deve considerar e, dessa forma, representam apenas uma visão limitada do mercado. Este conteúdo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância das gestoras.

**KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA**

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3144
11º andar - Itaim Bibi
01451-000 - São Paulo, SP
(11) 3956-0600
kapitalo.com.br