



OUTUBRO | 2025

CARTA MENSAL

“No cenário internacional, a divulgação dos dados americanos seguiu limitada por conta do shutdown. Os EUA e a China chegaram a novos acordos após sanções e ameaças ao longo do mês. No Brasil, a aprovação da isenção do IR por unanimidade trouxe medo de novas medidas populistas para impulsionar o governo em 2026.

Voltamos a concentrar as posições em Brasil. O debate sobre segurança pública tende a ajudar os candidatos de direita a se reorganizarem. No mercado internacional, estamos mais táticos com proteções na venda da bolsa americana.”

INTERNACIONAL

Durante o mês de outubro, elevou-se a incerteza sobre o ponto do ciclo econômico nos Estados Unidos. A ausência de divulgação de estatísticas econômicas oficiais suscitou dúvidas sobre a dissociação cada vez mais evidente entre uma atividade agregada robusta e sinais de enfraquecimento no mercado de trabalho — um paradoxo que desafia a leitura convencional do ciclo.

O PIB prospectivo deve seguir acelerando em relação ao início do ano, sustentado por três pilares: (i) massa salarial ainda em expansão; (ii) efeito riqueza derivado da valorização de ativos; e (iii) transferências de renda contínuas. Mas o fator verdadeiramente distinto é o investimento corporativo em infraestrutura de inteligência artificial, que já adicionou cerca de 0,5 ponto percentual ao crescimento em 2024 e 2025 — e deve manter esse impulso em 2026. Esse mecanismo autônomo, ligado à transformação digital da produção, torna a atividade menos sensível a choques cíclicos tradicionais.

Paralelamente, o mercado de trabalho dá sinais de arrefecimento: as contratações desaceleram em um ambiente de baixa rotatividade. Dois fatores estruturais explicam essa dinâmica: (i) a redução na oferta de trabalhadores, impulsionada por restrições à imigração desde o governo Trump; e (ii) a incorporação acelerada de inteligência artificial, que pode estar reduzindo o incentivo marginal à contratação, especialmente em funções de rotina. Ainda não há consenso empírico sobre se a IA gerará desemprego em larga escala, mas os primeiros estudos sugerem ganhos de produtividade sem colapso na empregabilidade — embora efeitos mais amplos só sejam visíveis à medida que a tecnologia se difundir.

Ocorre que, em outubro, essa já complexa equação foi turvada pelo *shutdown* do governo federal. A interrupção na coleta e divulgação de estatísticas econômicas privou o *Federal Reserve* de insumos essenciais para avaliar a evolução do ciclo. Em sua entrevista pós-reunião, o presidente Jerome Powell foi explícito: a precificação quase certa de um corte de juros em dezembro (próxima a 100%) não condiz com o atual grau de incerteza. Embora o Fed ainda avalie a possibilidade de afrouxamento até o fim do ano, perdeu força a expectativa de que a taxa atinja o nível neutro (~3%) na primeira metade de 2026. A regularização das estatísticas — esperada ao longo de novembro, com o fim do *shutdown* — será crucial para retomar um curso mais definido.

Além disso, avançaram as negociações comerciais, com sinais de reaproximação entre EUA e China e discussões em curso com o Brasil. Contudo, paira sobre esse processo uma incerteza institucional relevante: a Suprema corte dos EUA deve decidir nos próximos meses se o presidente tem poder unilateral para impor tarifas. A decisão terá implicações bifrontais:

1. Do lado do comércio global, limitar o uso discricionário de tarifas pode remover uma fonte de fricção e sustentar o fluxo comercial — evitando uma desaceleração da atividade global;
 2. Do lado fiscal, tais tarifas se tornaram fonte relevante de receita, especialmente diante da expansão de gastos do *Big Beautiful Bill*. Um veto judicial à autoridade tarifária teria impacto negativo nas contas públicas. Enquanto isso, o resto do mundo aguarda o desfecho das decisões que emergirão de Washington — todas com potencial para redefinir o cenário macro global nos próximos trimestres.
-

BRASIL

No Brasil, os principais desenvolvimentos de outubro concentraram-se na dinâmica da inflação e das expectativas, com sinais crescentes de que o processo de desinflação ganha tração. A inércia inflacionária, fator importante nos reajustes contratuais e na formação de preços, começa a atuar em favor do processo inflacionário, atuando em conjunto com a apreciação cambial, a postura firme da política monetária e a melhora progressiva nas expectativas de médio prazo.

Diante desse cenário, revisamos nossa projeção de IPCA para 2025 para 4,60%, muito próximo ao limite superior da meta (4,5%), mas ainda dentro de uma trajetória claramente descendente. Trata-se de um resultado expressivo, considerando que o ano começou com risco de inflação acima de 6%. Embora não represente plena convergência à meta central (3,0%), reflete o sucesso parcial da estratégia de manter juros reais elevados por tempo suficiente para dissipar dúvidas sobre a sustentabilidade do regime de metas.

Para 2026, o quadro muda ligeiramente. O ciclo eleitoral volta ao centro da cena, com impactos diretos sobre a demanda e a inflação. A implementação da isenção do Imposto de Renda para rendimentos até R\$5.000 terá efeito positivo sobre o consumo das famílias. Em conjunto com outros estímulos, deve levar o PIB a crescer próximo ao seu potencial, limitando os ganhos de desinflação esperados em um ambiente de política monetária restritiva.

Nesse contexto, nossa projeção de IPCA para 2026 é de 3,9% — ainda acima da meta de 3,0%, mas em trajetória consistente de convergência. Para além de 2026, acreditamos que a inflação seguirá se aproximando da meta, desde que haja disciplina fiscal. O maior risco de desancoragem permanece ligado à incerteza sobre a sustentabilidade da dívida pública, que só será dissipado com uma regra fiscal clara e crível no pós-eleição.

Com base nessa avaliação, mantemos nossa previsão de que o Copom iniciará o ciclo de flexibilização em março de 2026, com um corte de 25 pontos-base. A postura inicial será cautelosa, refletindo a necessidade de consolidar a ancoragem das expectativas. Após dois cortes de 25 bps, o ritmo poderá acelerar para 50 bps por reunião, encerrando 2026 com a Selic em 12,0%.

O ciclo além de 2026, contudo, dependerá crucialmente da direção da política fiscal sob o novo governo.

- Em um cenário de continuidade ou expansão fiscal, o espaço para cortes adicionais será limitado — e a Selic provavelmente não irá muito além de 11%.
- Já em um cenário de consolidação fiscal robusta, com reformas estruturais e disciplina orçamentária, o BCB poderia conduzir um afrouxamento mais amplo, levando a taxa básica a patamares próximos de 8% no médio prazo.

Na esfera política, observamos a reativação do ciclo eleitoral. À medida que 2026 se aproxima, as intenções de voto voltam ao padrão dos últimos três pleitos: uma corrida acirrada, decidida por margens estreitas entre eleitores independentes, geralmente posicionados no centro político e sensíveis à polarização. Esperamos que a definição dos candidatos pelos dois principais espectros — centro-esquerda e centro-direita — ative ainda mais o eleitorado e traga maior clareza à dinâmica eleitoral.

Ainda há tempo, mas os próximos meses serão essenciais para moldar o debate. E é nele que residirá o maior risco — e oportunidade — para a estabilidade macroeconômica do país nos anos seguintes.

CRÉDITO

O mês de outubro foi marcado por um forte volume de captação no mercado primário de debêntures - tanto nas tradicionais, quanto nas incentivadas. O destaque ficou para o segmento de debêntures tradicionais, que registrou mais de R\$42 bilhões em emissões, um número 80% acima da média do ano. Já as debêntures incentivadas mantiveram o patamar do mês anterior, com cerca de R\$17 bilhões emitidos. O que chama atenção é que esse movimento ocorreu mesmo em um contexto de correção no mercado secundário. A demanda no primário seguiu robusta, com *spreads* comprimidos e prazos bastante longos, indicando apetite por *duration* e um certo descolamento entre o humor do primário e a realização no secundário.

Na parte de captação dos fundos, o destaque positivo continuou sendo os fundos de infraestrutura, que atraíram mais de R\$2 bilhões no mês. Esse comportamento reforça o padrão do investidor, que tende a olhar pelo retrovisor — alocando com base na boa performance recente dessa classe de ativos, mesmo em um ambiente em que os *spreads* já vinham muito comprimidos e negativos em relação ao NTN-B. Essa dinâmica se manteve na primeira metade do mês, mas mudou na segunda, quando começaram a surgir correções mais fortes e resgates pontuais.

Nos fundos *high grade* — que investem em debêntures tradicionais com prazo de resgate acima de 30 dias — a captação líquida foi praticamente zerada. Já os fundos *cash enhanced* (D0/D1) apresentaram resgates da ordem de R\$3 a 3,5 bilhões, o que contribuiu para a pressão sobre o mercado secundário.

Nos índices de crédito, o índice de debêntures core, que representa debêntures líquidas de empresas abertas, registrou abertura de cerca de 25 bps, encerrando o mês no patamar de CDI + 1,85%. Esse número já considera os ajustes de eventos de crédito recentes, como Ambipar e Braskem, mas ainda assim reflete uma correção relevante.

O maior impacto, no entanto, ocorreu no mercado de debêntures incentivadas, cujo índice abriu 28 bps. Apesar de semelhante em magnitude à correção do mercado tradicional, a repercussão foi mais intensa por dois motivos:

1. A base de investidores é muito maior, dado o fluxo recente de alocações na classe;
2. A maior *duration* média desses papéis amplifica o efeito de qualquer abertura de *spread* sobre os preços e as cotas dos fundos.

Esses fatores explicam o desconforto observado no mês e levantam a questão central: essa correção é pontual ou marca uma virada de ciclo?

Para entender o movimento atual, é preciso voltar ao que vinha acontecendo desde o início do ano. Entre janeiro e junho, o mercado passou por um fechamento contínuo de *spreads* e, mais recentemente, acelerou pela discussão da MP 1.303/2025, que previa o fim da isenção tributária para ativos incentivados — incluindo as próprias debêntures de infraestrutura. Esse debate gerou uma corrida por emissões e compras de papéis já isentos, que manteriam o benefício até o vencimento. O resultado foi uma compressão excessiva dos *spreads*.

O índice de debêntures incentivadas, que antes da MP negociava em torno de NTN-B + 40 bps, chegou ao menor nível do ano, em NTN-B -52 bps — um fechamento de quase 100 bps. Com a caducidade da MP em

CRÉDITO

outubro, era natural esperar uma correção, levando o mercado de volta a algo próximo de + 40 bps, o nível pré-discussão.

De fato, essa correção veio, mas se estabilizou em torno de -5 a -9 bps, o que parece ter se tornado um novo ponto de equilíbrio. Há razões técnicas para isso: os fundos de infraestrutura, após meses de forte captação, ainda têm até seis meses para enquadrar suas carteiras — ou seja, precisam continuar comprando debêntures até atingir o limite regulatório de alocação mínima de 85% do patrimônio. Essa obrigação gera uma demanda contratada estimada entre R\$6 e 8 bilhões por mês pelos próximos seis meses, sustentando os *spreads* próximos de zero.

Por outro lado, há um risco claro: se os resgates nos fundos de infraestrutura se intensificarem — movimento possível após meses de performance negativa — essa pressão compradora desaparece, e o mercado pode voltar a buscar *spreads* mais altos.

Diante desse quadro, mantivemos uma postura cautelosa tanto nos fundos *high grade*, quanto nos fundos de infraestrutura. Embora as correções recentes tenham aliviado parte das distorções, ainda vemos *spreads* excessivamente comprimidos em relação aos fundamentos das companhias. Seguimos, portanto, com maior nível de caixa e *duration* mais curta, buscando preservar capital em caso de nova rodada de correção. Mais importante que isso, queremos preservar a agilidade para aproveitar oportunidades quando um novo ciclo de crédito se abrir.

Em suma, outubro foi um mês de inflexão: o fluxo técnico que sustentou o fechamento de *spreads* ao longo do ano começa a perder força, e o mercado volta a precificar, ainda que de forma incipiente, o risco real dos ativos.

RENTA FIXA

A inflação seguiu melhorando em outubro, ajudando na queda das expectativas do Focus para os anos de 2025 até 2028. Apesar dessa melhora e da economia seguir desacelerando, o mercado de juros segue travado, sofrendo ainda o impacto das fortes emissões do Tesouro esse ano. Estamos mantendo as posições aplicadas na parte intermediária e longa acreditando que o prêmio de risco está excessivo.

RENTA FIXA INT

A posição aplicada na parte curta da curva de juros dos EUA sofreu com a postura mais *hawk* do Fed - não garantindo o corte em dezembro. Acreditamos que os números do mercado de trabalho continuarão fracos até o final do ano, garantindo, assim, mais uma queda.

BOLSA

Simplificamos as posições de bolsa mantendo os cases que gostamos da carteira L&S e trocando a posição em opções de EWZ por direcional no futuro. Tivemos ganho em Argentina no mês, e perdas na venda de bolsa americana. Entramos maiores nesse mês de novembro em bolsa Brasil, acreditando que o melhor momento do governo nas pesquisas ficou para trás e o tema sobre segurança pública tende a ajudar os candidatos de direita a se reorganizarem.

MOEDAS

Modificamos as posições para novembro vendendo EUR e GBP para proteger a posição comprada em BRL, que vai continuar se beneficiando do aumento do diferencial de juros entre Brasil e EUA.

COMMODITIES

Estamos sem posição em *commodities*.

CRÉDITO

Mantivemos postura cautelosa nos fundos, com foco em preservação de capital diante de *spreads* ainda comprimidos e do risco de nova rodada de correção. Seguimos com caixa elevado e *duration* mais curta, reduzindo exposição em debêntures e mantendo flexibilidade para aproveitar oportunidades quando o mercado abrir um novo ciclo de crédito.

RENTABILIDADE DOS FUNDOS

MULTIMERCADO - 275 MILHÕES

	PL	% Mês	% Ano	% 12M	% 24M	% 36M	% Início Novus
NOVUS MACRO	R\$52 M	0,28%	6,83%	9,20%	14,76%	19,22%	79,31%
% CDI		22%	58%	67%	56%	45%	96%
INSTITUCIONAL	R\$220 M	0,71%	9,80%	11,64%	20,57%	33,57%	78,64%
% CDI		56%	83%	85%	79%	78%	95%

RENTA FIXA - 610 MILHÕES

	PL	% Mês	% Ano	% 12M	% 24M	% 36M	% Início Fundo
RENTA FIXA	R\$251 M	0,88%	5,40%	7,23%	16,63%	31,67%	89,90%
% CDI		69%	46%	53%	64%	73%	119%
RENTA FIXA INSTITUCIONAL	R\$250 M	1,11%	7,26%	8,97%	20,79%	36,51%	64,76%
% CDI		87%	62%	66%	79%	85%	107%
RENTA FIXA ISENTO	R\$108 M	0,33%	11,64%	13,56%	-	-	16,03%
% CDI		26%	99%	99%	-	-	105%

CRÉDITO - 127 MILHÕES

	PL	% Mês	% Ano	% 12M	% 24M	% 36M	% Início Fundo
NOVUS CRÉDITO	R\$127 M	1,18%	12,50%	13,51%	30,18%	49,28%	51,68%
% CDI		93%	106%	99%	115%	114%	114%

PREVIDÊNCIA - 91 MILHÕES

	PL	% Mês	% Ano	% 12M	% 24M	% 36M	% Início Fundo
PREV RF	R\$48 M	0,84%	5,10%	6,86%	16,03%	30,94%	58,73%
% CDI		66%	43%	50%	61%	72%	91%

1. A rentabilidade de 12M é calculada utilizando a cota atual contra a última cota disponível no mesmo dia, N meses atrás. 2. O patrimônio líquido utilizado corresponde ao patrimônio do Master do respectivo fundo. 3. Em 07/12/2018 os fundos Modal Tactical e Modal Institucional mudaram de nome respectivamente para Novus Macro e Novus Institucional e foram para gestão da Novus Capital. 4. A rentabilidade Início Novus é calculada utilizando a cota atual contra a cota disponível em 31/08/2018. 5. A rentabilidade Início Fundo, para o fundo Novus Renda Fixa, é calculada utilizando a cota atual contra a cota disponível em sua data de início - 30/04/2019, enquanto para o fundo Novus Renda Fixa Institucional, é calculada utilizando a cota atual contra a cota disponível em sua data de início - 17/09/2021, e para o Novus Renda Fixa Isento, é calculada utilizando a cota atual contra a cota disponível em sua data de início - 13/09/2024. 6. A rentabilidade Início Fundo, para o fundo Novus Prev Renda Fixa, é calculada utilizando a cota atual contra a cota disponível em sua data de início - 30/11/2020. 7. A rentabilidade Início Fundo, para o fundo Novus Crédito, é calculada utilizando a cota atual contra a cota disponível em sua data de início - 15/09/2022. "A Novus Capital Gestora de Recursos Ltda. ("NOVUS") não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Este documento não constitui uma oferta de serviço pela NOVUS, tem caráter meramente informativo e é para uso exclusivo de seu destinatário, não devendo ser utilizado para quaisquer outros fins. As informações contidas neste documento são confidenciais e não devem ser divulgadas a terceiros sem o prévio e expresso consentimento da NOVUS. A NOVUS utiliza informações de fontes que acredita serem confiáveis, mas não se responsabiliza pela exatidão de quaisquer das informações assim obtidas e utilizadas neste documento, as quais não foram independentemente verificadas. Estas informações podem estar desatualizadas ou sujeitas a opiniões divergentes. Para avaliação da performance de quaisquer fundos de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Determinados fundos referidos podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os resultados obtidos no passado não representam garantia de resultados futuros e não contam com garantia da NOVUS, de qualquer de suas afiliadas, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Este documento não constitui uma opinião ou recomendação, legal ou de qualquer outra natureza, por parte da NOVUS, e não leva em consideração a situação particular de qualquer pessoa. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Antes de tomar qualquer decisão acerca de seus investimentos, a NOVUS recomenda ao interessado que consulte seu próprio consultor legal. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo e do prospecto, se houver, ao aplicar seus recursos. Investimentos implicam na exposição a riscos, inclusive na possibilidade de perda total do investimento."



+55 21 2529 3500



contato@novuscapital.com.br
www.novuscapital.com.br



Av. Ataulfo de Paiva, 1165, 702
Leblon · Rio de Janeiro