



Carta de Gestão

11/2025



Sumário

Introdução.....	3
Panorama Geral	4
Cenário Externo.....	4
Estados Unidos (EUA).....	4
China	6
Europa.....	7
Cenário Doméstico	9
Atividade Econômica	9
Inflação e Taxa de Juros.....	10
Câmbio, Moedas e Commodities	11
Mercado Financeiro e Bolsa de Valores	11
Indicadores Financeiros.....	11
Relatório Mensal da Dívida (RMD) e Tesouro Nacional.....	13
Portfólio	15
Conclusão.....	16
Parecer do Comitê de Investimentos	16



Introdução

A **Carta de Gestão de novembro de 2025** traz informações sobre os principais eventos econômicos domésticos e internacionais, bem como seu reflexo nos ativos financeiros. É guiada pelo acompanhamento constante da execução e dos resultados da Política de Investimento, pautando-se sob os postulados do Manual Pro Gestão: (i) transparência, (ii) equidade, (iii) *accountability* e (iv) responsabilidade. A inclusão de informações detalhadas sobre a posição de custódia e a visão gerencial visa contribuir para uma compreensão mais ampla dos investimentos e suas estratégias, em absoluto alinhamento com a Política de Investimentos de 2025, e estão disponíveis tanto na internet quanto na intranet.



Panorama Geral

O mês de novembro de 2025 foi marcado por elevada volatilidade nos mercados globais e sinais mistos na atividade econômica, refletindo um ambiente de transição e incertezas. Nos Estados Unidos, o encerramento do shutdown mais longo da história recente reduziu riscos políticos, mas manteve o Federal Reserve em posição cautelosa, com expectativas oscilantes sobre novos cortes de juros, enquanto a inflação persistente e o emprego resiliente desafiam a política monetária. A trégua comercial entre EUA e China trouxe alívio temporário às cadeias produtivas, embora o crescimento chinês siga moderado e a indústria apresente contração, reforçando preocupações estruturais. Na Europa, a recuperação do PIB e a inflação controlada sustentaram a pausa do BCE, enquanto o Reino Unido sinalizou possível flexibilização monetária diante da desaceleração inflacionária. No Brasil, o mercado de trabalho atingiu recordes históricos, mas a indústria manteve retração e os riscos fiscais se intensificaram, com dívida elevada e Selic em 15% impondo um dos maiores juros reais do mundo. Apesar disso, a valorização do real, o fluxo robusto de capital externo e o otimismo com cortes de juros em 2026 impulsionaram ativos de risco, levando o Ibovespa a superar 150 mil pontos e acumular alta de 32,25% no ano, enquanto a renda fixa manteve desempenho positivo. Esse cenário exige gestão prudente e postura defensiva, diante da combinação de fragilidade fiscal doméstica, regime monetário restritivo e sensibilidade a choques externos, fatores que moldarão as estratégias para 2026.

Cenário Externo

Estados Unidos (EUA)

O mês de novembro foi impactado pelos desdobramentos políticos da paralisação parcial do governo (*shutdown*), a qual se estendeu por 43 dias, encerrando-se em 13 de novembro¹, a partir da sanção de uma lei de financiamento temporário assinada pelo presidente Donald Trump. A paralisação foi a mais longa da história recente dos EUA e resultou na suspensão da divulgação de dados cruciais, potencialmente prejudicando a condução da política monetária por parte do Federal Reserve (FED). Assim, o fim do *shutdown* permitiu a retomada gradual das atividades públicas e a liberação dos indicadores econômicos atrasados, um passo necessário para a redução da incerteza política e econômica.

Consequentemente, a política monetária e a taxa de juros foram o centro da volatilidade do mês. O FED havia acabado de implementar o segundo corte consecutivo na reunião anterior (28 e 29 de outubro), fixando a taxa na faixa entre 3,75~4,00%. Contudo, o presidente do FED, Jerome Powell, manteve um tom cauteloso e a ata da reunião de outubro revelou que os membros do comitê estavam

¹ <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/trump-sanciona-projeto-que-encerra-paralisacao-do-governo-dos-eua/>



divididos quanto à necessidade de um novo corte em dezembro². A divergência espelhou o desafio de equilibrar o controle da inflação, que permanece elevada, com a sustentação do emprego, que dava sinais de enfraquecimento – assumidamente as últimas decisões por cortes foram balizadas principalmente pelo âmbito da sustentação do emprego, que tomou preeminência ante o controle da inflação.

Segundo o acompanhamento do *CME FedWatch*³, as expectativas do mercado para uma redução de juros em dezembro oscilaram drasticamente: caíram do patamar superior a 90%, no final de outubro, para cerca de 30% em meados de novembro, após o fim da paralisação – em parte devido à incerteza dos dados atrasados. Ao final de novembro, a expectativa para um novo corte em dezembro voltou a subir, após declarações de diretores do FED que sinalizaram apoio a um novo corte⁴, encerrando o mês em cerca de 86%, de acordo com a ferramenta do *CME Group*.

Os relatórios da S&P Global indicam que, em novembro, a atividade empresarial nos EUA manteve crescimento em todos os setores monitorados, embora com ritmos variados. O setor financeiro liderou a expansão, registrando o avanço mais acelerado desde dezembro de 2024, seguido pelo setor de bens de consumo⁵, o qual apresentou o maior aumento na produção desde abril de 2022, impulsionado por um acúmulo recorde de estoques. Industriais também mostraram melhora, enquanto tecnologia e serviços ao consumidor perderam fôlego, sendo este último o mais fraco do período.

No âmbito da manufatura⁶, o PMI marcou 52,2, sinalizando melhora nas condições operacionais pelo quarto mês consecutivo, sustentada por alta na produção e emprego, apesar da desaceleração na demanda e queda acentuada nas exportações devido a tarifas. Esse cenário levou a um aumento histórico nos estoques de produtos acabados, sugerindo riscos de ajuste futuro na produção. Pressões inflacionárias persistiram, com custos elevados por tarifas, embora a capacidade de repasse aos preços finais tenha sido limitada. Apesar dos desafios, a confiança empresarial cresceu, apoiada pelo fim da paralisação governamental e expectativas de estímulos econômicos, refletindo otimismo moderado para os próximos meses.

No mercado de trabalho, a leitura dos dados atrasados mostrou um cenário de resiliência: houve forte criação de 119 mil vagas de emprego em setembro⁷ – acima das expectativas de 52 mil vagas projetadas de acordo com o consenso da *MarketWatch* –, embora a taxa de desemprego tenha atingido 4,4%, o nível mais alto em quase quatro anos.

No âmbito das relações internacionais, um desenvolvimento significativo foi o sinal de avanço

² <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/ata-do-fed-deve-detalhar-divisao-mais-profunda-sobre-politica-monetaria/>

³ <https://www.cmegroup.com/pt/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

⁴ <https://www.infomoney.com.br/mercados/futuros-de-ny-viram-para-alta-apos-dirigente-do-fed-sinalizar-possivel-corte-de-juros/>

⁵ <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/5d4cb593eeb94fe593cfc99a7da4d126>

⁶ <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/7c2acaf676064c92bab19610524887d3>

⁷ <https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2025/11/20/desemprego-nos-eua-sobe-em-setembro-mas-criacao-de-vagas-de-trabalho-surpreende.ghtml>



na trégua comercial entre os EUA e a China⁸, as duas maiores economias do mundo. Após um encontro entre o Presidente Trump e Xi Jinping, a China anunciou a suspensão das restrições à exportação de minerais críticos e terras raras para os EUA. Essa flexibilização pode aliviar as tensões em setores estratégicos de alta tecnologia. Contudo, no mercado financeiro, os índices americanos recuaram⁹ (*S&P 500* caiu -0,4%, o *Dow Jones*, -0,29%, e o *Nasdaq*, mais exposto à tecnologia, perdeu 2,15%). Essa queda atípica em novembro foi puxada por ações de tecnologia, especialmente as ligadas à inteligência artificial, à medida que os investidores questionavam o retorno dos investimentos bilionários nesse setor e especulavam acerca de uma bolha financeira próxima de estourar¹⁰.

China

Na China, um dos pontos focais do mês foi o alívio nas tensões comerciais com os EUA, após o supracitado encontro entre os presidentes Trump e Xi Jinping. A importância dessa flexibilização reside nos materiais envolvidos: minerais críticos e terras raras, componentes cruciais utilizados na fabricação de semicondutores e baterias. Ao suspender as restrições de exportação desses itens, a China demonstrou um movimento que pode aliviar tensões significativas nas cadeias produtivas e tecnológicas globais.

Apesar da trégua, prevista pelo prazo de um ano, o conflito entre EUA e China permanece no radar como uma ameaça potencial para as economias globais em 2026. Os controles de exportação devem continuar sendo um elemento central nos embates entre as duas grandes potências. Durante o período acordado, as cadeias produtivas devem manter-se sob controle¹¹, mas as economias globais devem manter atenção às incertezas geopolíticas e às questões ligadas à cadeia de suprimentos tecnológicas.

Também com relação às expectativas para 2026, o crescimento esperado do PIB chinês se manteve contido, com projeções de 4,5%¹² – em linha com as taxas de crescimento chinês realizado nos anos pós-pandemia e o projetado para 2025. Essa perspectiva se alinha a um cenário global onde as principais economias caminham em direção ao que se denomina "estado estacionário", ou seja, um ponto de equilíbrio de longo prazo.

Os relatórios da S&P Global¹³ e RatingDog¹⁴ revelam que, em novembro de 2025, a economia chinesa apresentou sinais mistos entre os setores. A indústria manufatureira registrou sua primeira

⁸ <https://g1.globo.com/economia/noticia/2025/11/05/china-prolonga-suspensao-de-tarifa-adicional-de-24-a-produtos-americanos.ghtml>

⁹ <https://exame.com/invest/mercados/novembro-vira-pesadelo-para-mercados-dos-eua-e-dolar-acumula-queda/>

¹⁰ <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/mercado/bolha-no-mercado-de-ia-entenda-discussao-e-o-que-pensam-especialistas/>

¹¹ <https://investalk.bb.com.br/radar/eua-formalizam-suspensao-de-tarifas-sobre-importacoes-da-china-por-1-ano-apos-acordo-com-xi>

¹² <https://www.terra.com.br/economia/moodys-revisa-para-cima-projecoes-de-crescimento-dos-eua-e-da-china-em-2025-e-2026,59b3584e3c1a096d04318d90172c782fnyyl55s1.html>

¹³ <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/29e6880362c1451688a5811048df445e>

¹⁴ <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/d89c3e3b4f7547478bc1331f4637dce6>



contração desde julho, com o PMI caindo para 49,9, refletindo estagnação na produção e desaceleração das novas ordens, apesar de um avanço nas exportações. Empresas reduziram compras e estoques, enquanto custos de insumos continuaram a subir, pressionando margens e levando à manutenção de descontos nos preços finais.

No setor de serviços¹⁵, o PMI permaneceu em território de expansão (52,1), mas no ritmo mais fraco em cinco meses, com crescimento moderado de novos negócios e exportações, embora acompanhado por queda no emprego e aumento dos custos operacionais, o que manteve pressão sobre lucros. Já o índice composto recuou para 51,2, indicando expansão geral mais lenta, em meio à estagnação industrial e perda de fôlego nos serviços. Apesar desses desafios, a pesquisa de perspectivas empresariais apontou melhora no otimismo para os próximos 12 meses, com expectativas de maior demanda, inovação e apoio governamental, embora persistam preocupações com custos, competição e incertezas globais

Europa

Novembro foi um mês de recuperação cautelosa na macroeconomia da Zona do Euro. A atividade econômica mostrou sinais de melhora, evidenciados pelo crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de 0,9% no terceiro trimestre, superando o crescimento de 0,5% do período anterior¹⁶. Este avanço foi impulsionado principalmente pelo desempenho da França e da Espanha, apesar de a Alemanha continuar a enfrentar dificuldades. Em relação à inflação, a Zona do Euro manteve o índice em um nível considerado controlado, registrando 2,1%¹⁷. Diante dessa conjuntura, o Banco Central Europeu (BCE) optou por manter a taxa de juros inalterada na taxa de depósito, estendendo uma pausa iniciada em julho e sinalizando que não havia urgência para realizar cortes no curto prazo.

Enquanto a Zona do Euro mantinha a política monetária estável, o Reino Unido apresentou uma dinâmica inflacionária mais favorável. A inflação no Reino Unido perdeu força em outubro, como era esperado pelo Banco da Inglaterra (BoE)¹⁸. O índice anual de inflação recuou de 3,8% para 3,6%, e o núcleo da inflação caiu para 3,4%, indicando um alívio nos preços de serviços. No entanto, ambos os números permaneceram acima da meta de 2%. Essa desaceleração foi influenciada pela queda nos salários e pelo aumento da capacidade ociosa da economia. O BoE manteve sua política monetária restritiva, segurando a taxa básica em 4% na última reunião, em uma votação acirrada (5 votos por

¹⁵ <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/7a1af045b6b44abcaa2cb0a57c8617cc>

¹⁶ <https://open.spotify.com/episode/4Oa7oNTzkIGpwO6N0mu1UW?si=fbf11807fc06479e&nd=1&dlsi=9d89c20f56c44c92>

¹⁷ <https://pt.euronews.com/business/2025/11/28/alemanha-excecao-inflacao-abranda-nas-maiores-economias-da-zona-euro>

¹⁸ https://open.spotify.com/episode/2Kyj1blQOXXpxsaRnz6mt3?si=ipXkiWHXRBiKkqduevdq_Q&nd=1&dlsi=68656e3d7f584834



manutenção e 4 por corte de 25p.p.)¹⁹. Contudo, o Comitê reiterou que tanto a perspectiva quanto a extensão de novos cortes dependerão da evolução da inflação. Assim, com a queda da inflação e o desemprego acima do previsto, cresceu a expectativa de que o BoE cortasse os juros em sua próxima decisão de 2025, sinalizando o fim do ciclo de aperto.

Assim, com o encerramento do ano se aproximando, a Europa possui alguns pilares estratégicos que devem balizar as prioridades de longo prazo: (i) proteger-se militarmente da Rússia, buscar fontes de energia seguras; (ii) proteger-se economicamente da China; (iii) ao mesmo tempo em que busca competir nas fronteiras tecnológicas com os EUA. Para o futuro, a grande aposta dos mercados para 2026 é o plano de investimento e gastos fiscais da Alemanha²⁰. As expectativas de longo prazo apontam para um crescimento do PIB na Área do Euro de 1,1% em 2026 e a taxa de juros do BCE convergindo para o patamar neutro de 2%.

Os mercados acionários europeus alcançaram níveis históricos em 12 de novembro de 2025²¹, impulsionados pelo otimismo em torno da possível resolução do prolongado shutdown do governo norte-americano e por resultados corporativos positivos. O índice pan-europeu STOXX 600 atingiu um pico intradiário de 583,4 pontos, com setores como saúde e luxo liderando os ganhos, apoiados por comentários favoráveis de analistas e rumores de expansão. O FTSE 100 e outros índices nacionais também registraram máximas históricas. O sentimento do mercado foi reforçado pela aprovação, no Senado dos EUA, de uma medida temporária para encerrar o shutdown de 43 dias, reduzindo temores sobre impactos nos dados econômicos. Entre os destaques corporativos, a SSE viu suas ações subirem mais de 12% após anunciar um plano de investimento de £33 bilhões, parcialmente financiado por uma emissão de ações de £2 bilhões, enquanto BAE Systems e Foxconn apresentaram projeções otimistas. No câmbio e nas commodities, o euro recuou levemente frente ao dólar e os preços do petróleo oscilaram diante da estabilização das incertezas de oferta²².

A administração do Parlamento Europeu²³ considerou inadmissível uma resolução apoiada por 145 eurodeputados que buscava contestar judicialmente o acordo comercial entre a União Europeia e o Mercosul, adiando sua inclusão na próxima agenda plenária. A decisão gerou críticas de parlamentares, como a belga Saskia Bricmont, que acusaram a liderança de limitar a função de fiscalização parlamentar. A proposta pretendia suspender a ratificação do acordo, questionando a estratégia da Comissão Europeia de dividir o pacto em partes comerciais e políticas para evitar escrutínio dos parlamentos nacionais – prática criticada por agricultores e ambientalistas, preocupados com concorrência e enfraquecimento regulatório. O Parlamento alegou que o Conselho ainda não

¹⁹ <https://economia.uol.com.br/noticias/estado-conteudo/2025/11/06/decisao-sobre-juros-do-bc-da-inglaterra-teve-5-votos-por-manutencao-e-4-por-corte-de-25-pb.htm>

²⁰ <https://valor.globo.com/mundo/noticia/2025/11/25/economia-alem-mostra-sinais-de-renascimento.ghtml>

²¹ <https://br.adfn.com/jornal/2025/11/mercado-europeu-quarta-feira-12-11-2025>

²² <https://www.euronews.com/business/2025/11/12/european-shares-hit-record-highs-on-us-shutdown-progress>

²³ <https://www.euronews.com/business/2025/11/20/european-parliament-blocks-meps-attempt-to-stall-mercosur-deal>



solicitou formalmente seu consentimento, tornando a resolução prematura. Com divisões internas persistentes e resistência de países como Hungria e Polônia, a ratificação segue incerta, podendo complicar os planos da presidente da Comissão, Ursula von der Leyen, de assinar o acordo em dezembro.

Cenário Doméstico

Atividade Econômica

O mercado de trabalho manteve um ritmo robusto segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD)²⁴, refletido na taxa de desocupação que recuou para 5,4% no trimestre encerrado em outubro de 2025 – este é o menor nível da série histórica, iniciada em 2012. O mercado de trabalho registrou marcos importantes, como a população desocupada (5,9 milhões) no menor contingente da série e um número recorde de empregados com carteira assinada (39,2 milhões).

Por sua vez, a balança comercial brasileira²⁵ registrou exportações de US\$ 28,51 bilhões (+2,4%) e importações de US\$ 22,67 bilhões (+7,4%), resultando em superávit de US\$ 5,84 bilhões, embora com queda de 13,4% em relação ao mesmo mês do ano anterior; a corrente de comércio subiu 4,5%, totalizando US\$ 51,19 bilhões. No acumulado de janeiro a novembro de 2025, as exportações somaram US\$ 317,82 bilhões (+1,8%), as importações atingiram US\$ 259,98 bilhões (+7,2%), e o superávit foi de US\$ 57,84 bilhões (queda de 16,8%), com corrente de comércio de US\$ 577,80 bilhões (+4,1%).

Por setores, em novembro, houve forte alta na agropecuária (+25,8%, US\$ 5,65 bilhões) e crescimento na indústria de transformação (+3,7%, US\$ 16,17 bilhões), enquanto a indústria extrativa recuou 14% (US\$ 6,52 bilhões). Os principais mercados apresentaram desempenho misto: destaque positivo para a China, com exportações crescendo 41% (US\$ 8,27 bilhões); por outro lado, os EUA tiveram queda de 28,1% nas vendas, gerando déficit comercial de US\$ 1,17 bilhões.

Os dados do PMI da S&P Global revelaram sinais contrastantes entre os setores industrial²⁶ e de serviços²⁷ no Brasil. A indústria manteve sua trajetória de retração pelo sétimo mês consecutivo, embora em ritmo mais moderado, com o índice PMI subindo para 48,8, impulsionado por pequenas melhorias em emprego e estoques. A queda nos novos pedidos, especialmente nas exportações, foi agravada pelas tarifas dos EUA, levando fabricantes a reduzir produção e compras, além de aplicar descontos nos preços finais, que caíram na taxa mais rápida em mais de dois anos, enquanto os

²⁴ <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/45271-pnad-continua-taxa-de-desocupacao-e-de-5-4-e-taxa-de-subutilizacao-e-de-13-9-no-trimestre-encerrado-em-outubro>

²⁵ https://balanca.economia.gov.br/balanca/pg_principal_bc/principais_resultados.html

²⁶ <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/99d9590875dc4edea1d310bfc8c6ffde>

²⁷ <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/6919a60c694340bcbcf12bc02f323cf>



custos de insumos recuaram pelo segundo mês seguido.

Em contrapartida, o setor de serviços interrompeu uma sequência de sete meses de contração, registrando leve expansão com PMI em 50,1, sustentada por aumento nos novos negócios, criação de empregos e maior otimismo empresarial, embora persistam pressões inflacionárias nos custos, principalmente em itens como energia, alimentos e aluguel. Ambos os setores demonstraram expectativas positivas para 2026, apoiadas na possível resolução das tarifas e em cortes nas taxas de juros, mas com preocupações quanto às incertezas políticas das eleições presidenciais.

Inflação e Taxa de Juros

Os relatórios²⁸ do Bacen²⁹ indicam que o setor público brasileiro enfrenta desafios fiscais e riscos crescentes à estabilidade financeira. Em outubro, foi registrado superávit primário de R\$ 32,4 bilhões, porém o acumulado em 12 meses mostra déficit de R\$ 37,7 bilhões (0,30% do PIB). Os juros nominais somaram R\$ 987,2 bilhões (7,88% do PIB) no acumulado de 12 meses, elevando o déficit nominal para R\$ 1,02 trilhão (8,18% do PIB). A dívida líquida do setor público alcançou 65,0% do PIB e a dívida bruta do governo geral chegou a 78,6%, pressionadas por juros elevados e valorização cambial, com alta sensibilidade a variações na Selic e no câmbio.

Paralelamente, a pesquisa de estabilidade financeira do BCB revela aumento da percepção de riscos para os próximos três anos, com destaque para riscos fiscais (48% das instituições os consideram prioritários), inadimplência e atividade (26%) e cenário internacional (11%). Observa-se hiato crédito/PIB elevado, maior alavancagem de famílias e empresas e preços de ativos abaixo dos fundamentos, embora a confiança na estabilidade do Sistema Financeiro Nacional permaneça alta e a maioria das instituições defenda manter o Adicional Contracíclico de Capital Principal. Em síntese, o cenário combina fragilidade fiscal, custos elevados da dívida e riscos sistêmicos, exigindo políticas prudenciais e monitoramento rigoroso para mitigar impactos sobre liquidez, crédito e confiança.

Na reunião de 4 e 5 de novembro, o Comitê de Política Monetária (COPOM)³⁰ manteve a taxa SELIC em 15% ao ano, em linha com a expectativa de mercado. O BCB adotou um tom duro e cauteloso, sinalizando que a política monetária permaneceria em nível restritivo por um período prolongado para garantir a convergência da inflação. Esse patamar elevado refletiu preocupações com o mercado de trabalho aquecido e incertezas fiscais, elevando o juro real brasileiro a 9,74%, o segundo maior do mundo³¹.

²⁸ https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/hist_estatisticasfiscais/202511_Texto_de_estatisticas_fiscais.pdf

²⁹ https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/pef/202511/RelatorioPEF_novembro2025.pdf

³⁰ <https://www.bcb.gov.br/content/copom/atascopom/Copom274-not20251105274.pdf>

³¹ <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/juro-real-do-brasil-segue-como-2o-maior-do-mundo-veja-ranking/>



Em relação à inflação, medida pelo IPCA³² variou 0,18% em novembro, acumulando 3,92% no ano e 4,46% em 12 meses, abaixo dos 4,68% do período anterior. Além disso, as divulgações semanais do Boletim Focus apresentam a mediana das expectativas de mercado para variáveis econômicas e, a partir do Boletim de 14 de novembro³³, o IPCA esperado para 2025 adentrou a margem superior da meta de inflação de 4,50%. Apesar disso, a inflação de serviços permaneceu resistente devido ao mercado de trabalho aquecido, limitando o espaço para cortes imediatos na SELIC. Apesar da cautela do BCB, a melhora na trajetória de preços e a queda nas projeções para 2026 aumentaram a confiança do mercado em um início de ciclo de cortes, esperado a acontecer no primeiro trimestre do ano.

Câmbio, Moedas e Commodities

Desde janeiro de 2025³⁴, o real se valorizou cerca de 13,7% frente ao dólar³⁵ e 3,8% frente ao euro, reduzindo custos de importação e pressionando posições cambiais passivas. Essa força decorreu de fatores internos e externos:

- Banco Central sinalizou fim do ciclo de alta da Selic (mantida em 15%), enquanto o IPCA surpreendeu positivamente, reforçando expectativas de desinflação.
- Queda nos preços de grãos e petróleo ajudou a aliviar pressões inflacionárias.
- O índice DXY recuou mais de 10%, indicando desvalorização do dólar frente a outras moedas.

Impacto: A combinação desses fatores trouxe previsibilidade, reduziu custos e favoreceu ativos locais, mas penalizou estratégias cambiais passivas.

O Brasil continuou atraindo capital externo robusto, com a emissão de bonds por empresas e pelo Tesouro Nacional somando US\$ 33,36 bilhões até novembro, o segundo melhor resultado da década. No entanto, a economia segue com um déficit elevado em transações correntes (US\$ 79 bilhões até setembro), o que a torna dependente de recursos estrangeiros para financiamento. Além disso, a antecipação de remessas de lucros e dividendos, estimada entre US\$ 25 bilhões e US\$ 35 bilhões no quarto trimestre, pode adicionar pressão cambial no final do ano.

Mercado Financeiro e Bolsa de Valores

A bolsa brasileira registrou forte valorização desde o início do mês, quando superou a barreira

³² <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/45420-ipca-fica-em-0-18-em-novembro-2>

³³ <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20251114.pdf>

³⁴ <https://www.exchange-rates.org/exchange-rate-history/brl-usd-2025>

³⁵ <https://www.statista.com/statistics/1404145/us-dollar-index-historical-chart/>



psicológica dos 150 mil pontos³⁶, fechando 15 altas consecutivas³⁷. Esse movimento foi sustentado pelas expectativas de melhora das relações comerciais e pela previsão de juros menores em 2026, com o mercado apostando em cortes da SELIC e do FED.

No entanto, o cenário de otimismo foi afetado pelo episódio da liquidação extrajudicial do Banco Master³⁸ em 18 de novembro e pela prisão de seu fundador. O mercado esperava que o impacto fosse limitado, dado que os prejuízos do varejo seriam cobertos pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), onde, devido a relação do Fundo com o setor bancário, responsável por arcar com os prejuízos da liquidação, as ações de bancos³⁹ foram fortemente afetadas. Acima de tudo, o caso levantou sérias preocupações sobre a governança no sistema financeiro, aumentando as discussões acerca do escrutínio regulatório sobre o setor.

Indicadores Financeiros

O ano de 2025 manteve um ambiente favorável para ativos de risco, sustentado pela expectativa de queda da taxa de juros para 2026 e inflação sob controle. A política monetária mais (a política monetária acomodatória se caracteriza pela redução de juros baixos e aumento de liquidez) contracionista, com taxa de juros básica em 15% desde junho de 2025, impulsionou a renda fixa e tornou o carry trade mais atrativo impactando o câmbio, que apresentou forte apreciação do real frente ao dólar e outras moedas. A renda variável foi impulsionada pela expectativa de redução dos juros no primeiro trimestre de 2026, bem como o fluxo de investimento dos estrangeiros na B3, no montante de R\$ 28 bilhões em 2025⁴⁰.

Os índices de renda fixa apresentaram desempenho positivo, com destaque para o IRF-M, que acumulou +17,88% até novembro, sem registrar meses negativos. Esse resultado reflete o ganho de marcação a mercado em títulos prefixados, beneficiados pela redução das taxas. O IMA-B 5+ também se destacou (+14,40%), embora com maior volatilidade e queda pontual em julho (-1,52%). Os índices de inflação curta e média (IMA-B, IMA-S) ficaram próximos ao CDI/Selic (+12,95%), enquanto a Poupança manteve retorno modesto (+7,54%).

No acumulado de 2026, o real se valorizou significativamente frente ao dólar comercial (-13,72%) e ao euro (-3,80%).

No ano, o Ibovespa acumula alta de +32,25%, tendo novembro como seu melhor mês (+6,37%). Outros índices de renda variável em destaque no ano são IMOB (+85,99%) e IFIX (+17,46%) – que,

³⁶ <https://www.moneytimes.com.br/tempo-real-ibovespa-hoje-mercado-ao-vivo-3-11-2025-lils-lmrs/>

³⁷ <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/mercado/mercado-financeiro-ibovespa-dolar-12-novembro-2025/>

³⁸ <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/20936/nota>

³⁹ <https://www.infomoney.com.br/mercados/ibovespa-hoje-bolsa-de-valores-ao-vivo-18112025/>

⁴⁰ <https://quantumfinance.com.br/investimento-estrangeiro-2025/>



cada qual à sua maneira, refletem a sensibilidade do setor imobiliário à expectativa de queda dos juros futuros e à esperança de flexibilização monetária –, além do ISE (+38,69%) e do SMLL (+35,56%).

Entre os índices de inflação, o IPCA acumulou +3,94% até novembro, dentro de uma trajetória moderada, enquanto o IGP-M registrou variação negativa (-1,03%) no acumulado de 2025, refletindo ajustes nos preços ao atacado e câmbio.

Evolução da rentabilidade de indicadores financeiros em 2025.

Os valores exibidos estão em Real (BRL).

Renda Fixa	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Ano/2025
CDI	1,01%	0,99%	0,96%	1,06%	1,14%	1,10%	1,28%	1,16%	1,22%	1,28%	1,05%	12,94%
IMA-B	1,07%	0,50%	1,84%	2,09%	1,70%	1,30%	-0,79%	0,84%	0,54%	1,05%	2,04%	12,82%
IMA-B 5	1,88%	0,65%	0,55%	1,76%	0,62%	0,45%	0,29%	1,18%	0,66%	1,03%	1,08%	10,60%
IMA-B 5+	0,43%	0,41%	2,83%	2,33%	2,45%	1,86%	-1,52%	0,54%	0,44%	1,06%	2,80%	14,42%
IMA-S	1,10%	0,99%	0,96%	1,05%	1,16%	1,11%	1,30%	1,17%	1,24%	1,29%	1,06%	13,16%
IRF-M	2,58%	0,61%	1,39%	2,99%	1,00%	1,78%	0,29%	1,66%	1,26%	1,37%	1,67%	17,86%
Poupança	0,67%	0,63%	0,61%	0,67%	0,67%	0,67%	0,68%	0,67%	0,68%	0,68%	0,66%	7,54%
Selic	1,01%	0,99%	0,96%	1,06%	1,14%	1,10%	1,28%	1,16%	1,22%	1,28%	1,05%	12,94%
Moeda												
Criptomoeda Bitcoin (R\$)	2,86%	-16,61%	-5,50%	13,39%	12,02%	-2,54%	11,35%	-9,17%	2,62%	-2,83%	-17,51%	-16,52%
Dólar	-5,85%	0,32%	-1,82%	-1,42%	0,85%	-4,41%	2,66%	-3,14%	-1,99%	1,24%	-0,94%	-13,86%
Dólar (Comercial)	-5,50%	1,11%	-3,37%	-0,60%	0,81%	-5,04%	3,15%	-3,23%	-1,77%	1,07%	-0,91%	-13,72%
Euro	-5,82%	0,35%	1,92%	3,65%	0,81%	-0,84%	-0,30%	-0,89%	-1,66%	-0,44%	-0,36%	-3,80%
Ações												
Ibovespa	4,86%	-2,64%	6,08%	3,69%	1,45%	1,33%	-4,17%	6,28%	3,40%	2,26%	6,37%	32,25%
IBRA	4,96%	-2,66%	5,89%	3,62%	1,88%	1,38%	-4,23%	6,19%	3,34%	2,00%	6,40%	32,06%
ICON	1,87%	-5,51%	12,27%	12,67%	2,37%	-1,78%	-8,83%	8,29%	1,49%	0,45%	7,05%	31,92%
IDIV	3,50%	-2,78%	5,52%	3,88%	1,31%	1,76%	-2,97%	5,36%	2,82%	1,78%	5,31%	28,11%
IFIX	-3,07%	3,34%	6,14%	3,01%	1,44%	0,63%	-1,36%	1,16%	3,25%	0,12%	1,86%	17,46%
IMOB	11,23%	-3,57%	9,61%	11,55%	7,18%	4,16%	-6,07%	13,52%	6,63%	-1,44%	13,38%	85,99%
ISE	5,72%	-2,92%	4,69%	10,48%	3,84%	1,82%	-7,19%	7,41%	2,10%	0,87%	7,62%	38,69%
SMLL	6,11%	-3,87%	6,73%	8,47%	5,94%	1,04%	-6,36%	5,86%	1,58%	0,43%	6,03%	35,56%
Inflação												
IGP-M	0,27%	1,06%	-0,34%	0,24%	-0,49%	-1,67%	-0,77%	0,36%	0,42%	-0,36%	0,27%	-1,03%
IPCA	0,16%	1,31%	0,56%	0,43%	0,26%	0,24%	0,26%	-0,11%	0,48%	0,09%	0,18%	3,92%

Fonte: Quantum Axis⁴¹ - Elaborada por CGI⁴²

Relatório Mensal da Dívida (RMD) e Tesouro Nacional

⁴¹ As informações foram obtidas a partir de fontes públicas ou privadas consideradas confiáveis, cuja responsabilidade pela correção e veracidade não é assumida pela QUANTUM, pelo titular desta marca ou por qualquer das empresas de seu grupo empresarial. As informações disponíveis, não devem ser entendidas como colocação, distribuição ou oferta de fundo de investimento ou qualquer outro valor mobiliário. Fundos de investimento não contam com a garantia do Administrador do fundo, Gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. As estratégias com derivativos, utilizadas como parte da política de investimento de fundos de investimento, podem resultar em significativas perdas para seus cotistas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento ao aplicar seus recursos. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses.

⁴² Tabela elaborada a partir da coleta de informações obtidas através da plataforma Quantum Axis.



O Relatório Mensal da Dívida Pública Federal de outubro apresenta uma análise detalhada das operações de emissão e resgate, composição, prazos médios, custos médios e reserva de liquidez da dívida pública. Este documento é essencial para entender a evolução e a gestão da dívida pública brasileira, fornecendo informações cruciais para investidores e formuladores de políticas. A análise comparativa com o mês anterior permite uma visão clara das tendências e variações significativas.

Segundo o Relatório Mensal da Dívida Pública Federal (RMD)⁴³, divulgado em novembro, destacam-se os seguintes pontos:

Indicador	dez/24⁴⁴	setembro	outubro
Estoque DPF (R\$ trilhões)	7,31	8,12	8,25
DPMFi (R\$ trilhões)	6,96	7,82	7,94
DPFe (R\$ bilhões)	349,2	301,53	305,06
Composição - Taxa flutuante (%)	46,29	47,47%	48,19
Composição - Índice de preços (%)	27	26,81%	26,68
Composição - Prefixados (%)	22	22,02%	21,44
Composição - Câmbio (%)	4,8	3,70%	3,68
Prazo Médio DPF (anos)	4,05	4,16	4,14
Prazo Médio DPMFi (anos)	3,92	4,05	4,02
Prazo Médio DPFe (anos)	6,68	7,13	7,09
Custo Médio DPF (%)	11,8	12,00	11,90
Custo Médio DPMFi (%)	10,88	12,32	12,45
Custo Médio DPFe (%)	33,77	3,64	-0,78
Reserva de Liquidez (R\$ trilhões)	860,2	1.032,10	1.047,61
Cobertura (meses)	6,24	9,33	8,81

Fonte: Tesouro Nacional – Elaborado por CGI

Em outubro, a DPF atingiu R\$ 8,25 trilhões, com a DPMFi em R\$ 7,94 trilhões e a DPFe em R\$ 305,06 bilhões. A composição manteve o viés para taxa flutuante (48,19%), seguida por índice de preços (26,68%), prefixados (21,44%) e câmbio (3,68%). Os prazos médios ficaram estáveis: DPF 4,14 anos, DPMFi 4,02 anos e DPFe 7,09 anos. No custo, a DPF registrou 11,90%, a DPMFi 12,45%, enquanto a DPFe foi -0,78% (efeito cambial e condições externas). A reserva de liquidez somou R\$ 1.047,61 (≈ 8,81 meses de cobertura), indicando conforto de caixa mesmo com leve redução frente setembro.

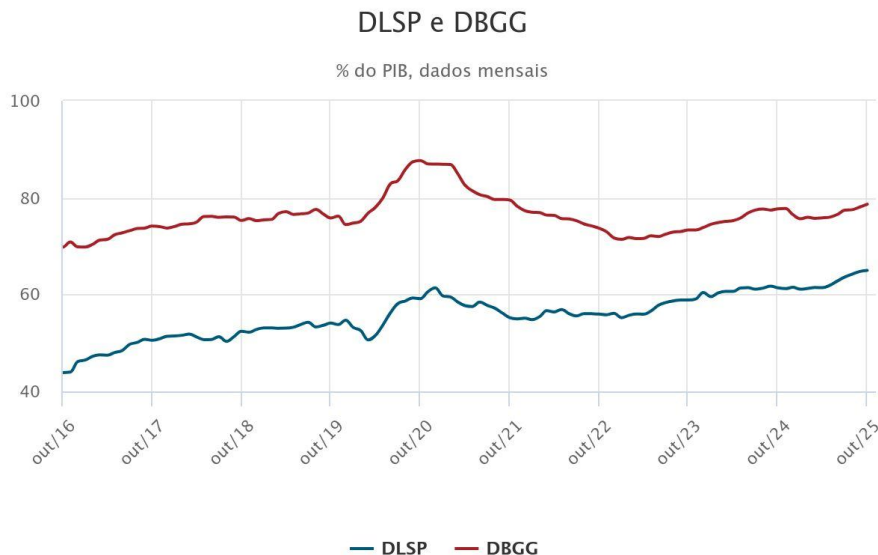
⁴³ <https://thot-arquivos.tesouro.gov.br/publicacao/27084>

⁴⁴ <https://thot-arquivos.tesouro.gov.br/publicacao/51307>



Dívida Bruta Governo Geral – DBGG

Dívida líquida e bruta do governo geral (metodologia vigente a partir de 2008)⁴⁵



Fonte: BCB

Portfólio

Os Fundo Previdenciário (FUNPREV) e Fundo Financeiro (FUNFIN) são compostos por ativos acumulados para garantir o custeio dos benefícios previdenciários dos servidores municipais de São Paulo. Estes fundos são regulamentados pelo Decreto nº 61.151, de 18 de março de 2022⁴⁶.

De acordo com o Relatório Gerencial, o FUNPREV possui um saldo aplicado de R\$ 2.551.994.371,50, onde o Ativo BB Referenciado DI, representando a totalidade do valor aplicado da carteira. Resultando em um ganho financeiro de R\$ 27.939.641,94, equivalente à rentabilidade de 1,05 % (99,44 % do CDI). Ademais, a posição do FUNPREV soma-se ao saldo em caixa de R\$ 1.145,65.

Da mesma forma, a análise do respectivo Relatório Gerencial demonstra que o FUNFIN possui um saldo aplicado de R\$ 477.742.265,97, onde o Ativo BB Referenciado DI, representando a totalidade do valor aplicado da carteira. A aplicação obteve ganho financeiro de R\$ 4.446.629,33 no mês, o equivalente à rentabilidade de 1,05% (99,44% do CDI). Ademais, a posição do FUNFIN soma-se ao saldo em caixa de R\$ 1.118,46.

⁴⁵ <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/detalhamentoGrafico/graficosestatisticas/dlspDbgg>

⁴⁶ <https://legislacao.prefeitura.sp.gov.br/leis/decreto-61151-de-18-de-marco-de-2022>



Conclusão

Em novembro, no âmbito da renda fixa, o CDI, que serve como referência para a rentabilidade dos fundos de previdência e que norteia as aplicações do Instituto de Previdência Municipal de São Paulo (IPREM) para o ano corrente, rentabilizou 1,04%. Os fundos previdenciários do Município de São Paulo, FUNPREV e FUNFIN, apresentaram desempenhos positivos, refletindo a eficiência na gestão dos recursos e o cumprimento das metas estabelecidas. Esses resultados evidenciam a importância de uma gestão prudente e estratégica dos ativos, garantindo o custeio dos benefícios previdenciários dos servidores municipais e assegurando a sustentabilidade financeira dos fundos. A manutenção da rentabilidade ligeiramente próxima ao CDI e, principalmente, acima da meta atuarial no período avaliado demonstra a eficácia das políticas adotadas e a capacidade de adaptação às condições econômicas variáveis, proporcionando segurança e estabilidade para o RPPS.

Parecer do Comitê de Investimentos

No âmbito do RPPS, é essencial a divulgação dos relatórios de investimentos mensais e anuais, conforme preconiza o Manual Pró-Gestão. Estes documentos são cruciais para garantir a transparência e eficácia na administração dos fundos, em linha com os princípios da Administração Pública e as diretrizes da Política de Investimentos.

O Comitê de Investimentos tomou ciência dos documentos apresentados pela Coordenadoria de Gestão de Investimentos (CGI), os quais demonstram a evolução das carteiras de investimentos dos fundos FUNFIN e FUNPREV. Esses documentos indicam que as operações realizadas estão em conformidade com a Política de Investimentos atualmente em vigor, refletindo a aderência às diretrizes estabelecidas para a gestão dos recursos.

A economia local encerra 2025 com sinais de desaceleração, ainda que o crescimento agregado permaneça positivo. O IBC-Br recuou 0,25% em outubro e o Monitor do PIB-FGV apontou contração mensal de 0,3%, a segunda consecutiva. No acumulado em 12 meses, a atividade segue crescendo (cerca de 2,3% a 2,5%), mas com menor disseminação setorial.

O consumo das famílias tem sido o principal sustentáculo do crescimento, amparado pelo emprego e pelo crédito, enquanto investimento e indústria mostram sinais de esgotamento de ciclo. A Sondagem Industrial da CNI registrou índice de evolução da produção em 44,4 pontos, utilização da capacidade instalada em 70% e estoques acima do planejado (50,7 pontos). O emprego industrial também se encontra em terreno contracionista (47,6 pontos).

No mercado de trabalho, a Sondagem do Mercado de Trabalho do FGV Ibre mostra que 55,6% dos trabalhadores consideram improvável perder renda nos próximos seis meses, mas a parcela que



avalia a perda como “muito improvável” caiu ao menor nível da série (7,8%). No front inflacionário, observa-se descompressão relevante nos preços ao produtor, mas persistência nos custos de serviços. O IGP-10 acumulou -0,76% em 2025, com IPA em -2,87%; em contraste, o INCC-10 acumulou 6,18% em 12 meses, com a componente mão de obra avançando 9,23%. Diante desse quadro, o Copom, na última reunião, manteve a Selic em 15% ao ano, condicionando qualquer flexibilização à reancoragem das expectativas e à previsibilidade fiscal.

No setor externo, o fluxo cambial registrou saída líquida de US\$ 7,07 bilhões em novembro, refletindo aversão ao risco e pressão pelo canal financeiro. A balança comercial acumulou superávit de US\$ 57,8 bilhões até novembro, inferior ao de 2024, com deterioração do comércio com os EUA (déficit bilateral de US\$ 7,9 bilhões) e maior concentração de vendas à China (superávit de US\$ 27,4 bilhões). A inflação dos EUA recuou para 2,7% e o Federal Reserve iniciou cortes cautelosos, mesmo com a atividade ainda em expansão (PMI composto em 53,0). Para o Brasil, isso reduz o vento contrário.

Diante dessa conjuntura, o Comitê permanecerá monitorando a perda gradual de tração da atividade econômica local, com a persistência de um regime monetário restritivo, e o aumento da sensibilidade do país a choques externos. Os impactos potenciais desses elementos sobre a carteira exigem postura defensiva e flexível, bem como especial atenção à disposição do governo central para recompor fundamentos fiscais, destravar o investimento e reduzir incertezas estruturais. Com base nesses princípios e no compromisso com a transparência (“*accountability*”), o Comitê de Investimentos, com funções detalhadas no Decreto nº 62.556, de 12 de julho de 2023⁴⁷, ratifica a Carta de Gestão e os documentos complementares do mês de novembro de 2025, durante sua reunião ordinária realizada em 23 de dezembro de 2025.

⁴⁷ <https://legislacao.prefeitura.sp.gov.br/leis/decreto-62556-de-12-de-julho-de-2023>