

Carta Mensal

Novembro 2025

PALAVRA DO GESTOR



PALAVRA DO GESTOR

O mês no mercado financeiro,
por quem conhece o assunto

Comportamento dos Principais Mercados



No Brasil, no campo da atividade econômica, os indicadores de alta frequência apresentaram comportamentos diferentes. A produção industrial registrou queda de -0,4% em setembro, enquanto a pesquisa de serviços indicou avanço de 0,6%, o comércio restrito retraiu -0,3% e o ampliado cresceu 0,2%. Consolidando os indicadores, o PIB do terceiro trimestre cresceu 0,1% T/T, ligeiramente abaixo da nossa projeção e da mediana do mercado, confirmando a expectativa de desaceleração da atividade ao longo do segundo semestre. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego registrou, novamente, um novo menor nível da série histórica, em 5,4% em outubro, enquanto o CAGED registrou a criação líquida de 85 mil empregos formais no mês.

No que diz respeito à inflação, o IPCA registrou alta de 0,09% em outubro, enquanto o IPCA-15 de novembro avançou 0,2% M/M. Nesse contexto, revisamos nossa projeção para o IPCA de 2025 para 4,4%, incorporando as surpresas recentes nos preços de alimentos e industriais. No campo da política monetária, o Comitê de Política Monetária (Copom) manteve a taxa Selic inalterada em 15,00%.

O comunicado e a ata reconheceram a melhora da inflação corrente nas últimas divulgações e incorporam uma projeção mais baixa para o horizonte relevante da política monetária, em 3,3%. Outro destaque, foi a incorporação de uma estimativa preliminar do imposto de renda nas projeções do Banco Central.



Nos Estados Unidos, o destaque do mês foi o encerramento do shutdown, após um acordo entre democratas e republicanos. Dessa forma, grande parte dos dados econômicos estão sendo divulgados com atraso, ou não serão divulgados. Dentre os indicadores divulgados, no âmbito de mercado de trabalho, o ADP de outubro indicou a criação de 45 mil empregos privados, enquanto o Payroll de setembro mostrou uma criação de vagas de 119k em setembro, ambos acima da expectativa no mês. Nos dados de atividade, as vendas no varejo indicaram crescimento de 0,2% M/M, abaixo da projeção de 0,4%, enquanto o ISM de manufatura em novembro recuou para 48,2, ainda em nível contracionista.

Comportamento dos Principais Mercados



Na Zona do Euro, a nova leitura do PIB do terceiro trimestre acelerou e registrou crescimento de 0,3% T/T, com revisão interanual para 1,4% A/A, acima das expectativas. Nos dados mensais de setembro, os resultados vieram piores que o esperado: a produção industrial avançou 0,2% M/M, abaixo da expectativa de 0,7% M/M, enquanto as vendas no varejo recuaram -0,1% M/M. Em relação à inflação, o CPI de outubro apresentou variação de 0,2% M/M, e a prévia de novembro registrou -0,3% M/M, ambos em linha com o esperando.



Na China, os dados de atividade divulgados em novembro reforçam um quadro de desaceleração na economia. Em outubro, as vendas no varejo avançaram 2,9% A/A, enquanto a produção industrial apresentou alta de 4,5% A/A, ambos abaixo das expectativas do mercado. Paralelamente, os PMIs industriais mantiveram retração pelo oitavo mês consecutivo, enquanto em serviços, o valor caiu para o menor nível em 3 anos. No campo inflacionário, o CPI de outubro avançou 0,2% A/A, enquanto o PPI do mesmo mês caiu 2,1% A/A, ambos acima da mediana de projeção. Em relação à política monetária, o Banco do Povo da China (PBoC) manteve inalteradas as taxas de juros de referência de 1 e 5 anos.

Comportamento das Classes

Crédito

O mês de novembro foi um mês atípico para crédito privado. Os prêmios de risco de crédito ficaram praticamente estáveis, depois de terem subido quase 20 pontos base em outubro. Quando olhamos o IDA-DI ajustado (Índice de debêntures da Anbima onde tiramos os papéis que deixaram de ser divulgados em taxa como Braskem, Ambipar e CM Hospitalar), o índice fechou os spreads em apenas 2 pontos base, saindo de CDI + 1,27% para CDI + 1,25%.

Já o spread do IDA-Infra sobre os títulos públicos (NTN-Bs) teve um aumento de 6 pontos base, muito menor que o aumento de aproximadamente 40 bps em outubro. Como os títulos públicos fecharam, o nominal em IPCA mais prêmio ficaram estáveis ou positivos.

Olhando o mercado primário, tivemos menos emissões a mercado, algumas delas retiradas ou adiadas pelos coordenadores (usando a cláusula de market flex), reflexo das sobras que ocorreram em outubro, pois as emissões não tiveram a demanda total. Os principais exemplos foram Equatorial, Dexco e Sabesp. Porém, após a abertura de taxa, estes papéis foram integralmente vendidos no mercado secundário com deságios entre 0 e 20 bps. Alguns nomes menos óbvios ainda continuam na carteira dos bancos.

O número de negócios no mercado secundário ficou um pouco abaixo do mês anterior, mas em volume acabou compensando puxados principalmente por estas vendas de sobras, citadas acima.

Para o mês de dezembro e o ano de 2026, vemos o mercado um pouco mais cauteloso e seletivo. Nós aproveitamos os últimos meses para reduzir risco e duration das carteiras, uma vez que estamos acompanhando de perto qual será o nível de estabilização de prêmios de crédito privado, contando com uma possível aversão a riscos do mercado para um ano eleitoral, e ter espaço para aproveitar as oportunidades que venham a aparecer.

Renda Fixa e Multimercado

Novembro mostrou um FED dividido sobre a decisão de juros nos EUA para esse mês, como esperávamos diante de dados que voltaram a ser divulgados indicarem uma economia ainda saudável. E o apetite ao risco, sustentado ao longo do ano por triggers como IA, menores temores com guerra comercial, entre outros - apresentou alguma acomodação com Bolsa americana em leve queda.

No Brasil o cenário econômico continua na direção esperada pelo BCB, embora nossa leitura seja de que em velocidade aquém da necessária. A desaceleração econômica é bastante gradual e o processo de desinflação está muito concentrado em itens voláteis, como alimentos. Os riscos fiscais crescem mas são um problema para 2027 apenas.

Nesse ambiente vimos os índices da RF apresentarem forte desempenho na expectativa do início ciclo de corte de juros no começo de 2026. Ainda, novamente o Ibov se destacou, puxado também pelos anúncios de dividendos robustos por diversas cias antecipando a mudança na tributação.

Para 2026, sob “novo Powell”, aguarda-se juros mais baixos nos EUA, o que em nossa leitura pode se mostrar prematuro caso impactos das tarifas ainda surjam numa inflação que continua fora da meta. Além disso, nossa preocupação segue com os juros longos ao redor do mundo.

No Brasil temos visão divergente sobre o ciclo de cortes da Selic, enxergando o início do mesmo apenas para março vs projeções de mercado de janeiro e seguimos acreditando que o será tímido, ao redor de 300bps. Entendemos que o risco de reaceleração econômica tem crescido na margem, sustentando esse nosso cenário.

E o tema eleições ganha relevância dada a fragilidade fiscal crescente, num cenário binário e com dados compatíveis com um pleito bastante disputado. Desse modo, seguimos mais cautelosos com a performance dos ativos locais a frente.

Bolsa

O Ibovespa encerrou o mês com valorização de +6,37%. Os demais índices tiveram as seguintes variações: S&P 500 +0,13% (USD), Euro Stoxx +0,11% (EUR) e Nikkei -4,12% (JPY). Nas commodities, o petróleo tipo Brent fechou em US \$ 62,38 (-2,83% no mês) e o minério de ferro em US \$ 102,20 (-0,78% no mês).

Em novembro, O Federal Reserve (FED), realizou um novo corte de 25 ponto percentual em sua taxa de juros na faixa de 3,75% a 4,00% ao ano. No entanto, a incerteza persistiu, com o Presidente do Fed, Jerome Powell, ressaltando a indefinição sobre novos cortes em dezembro.

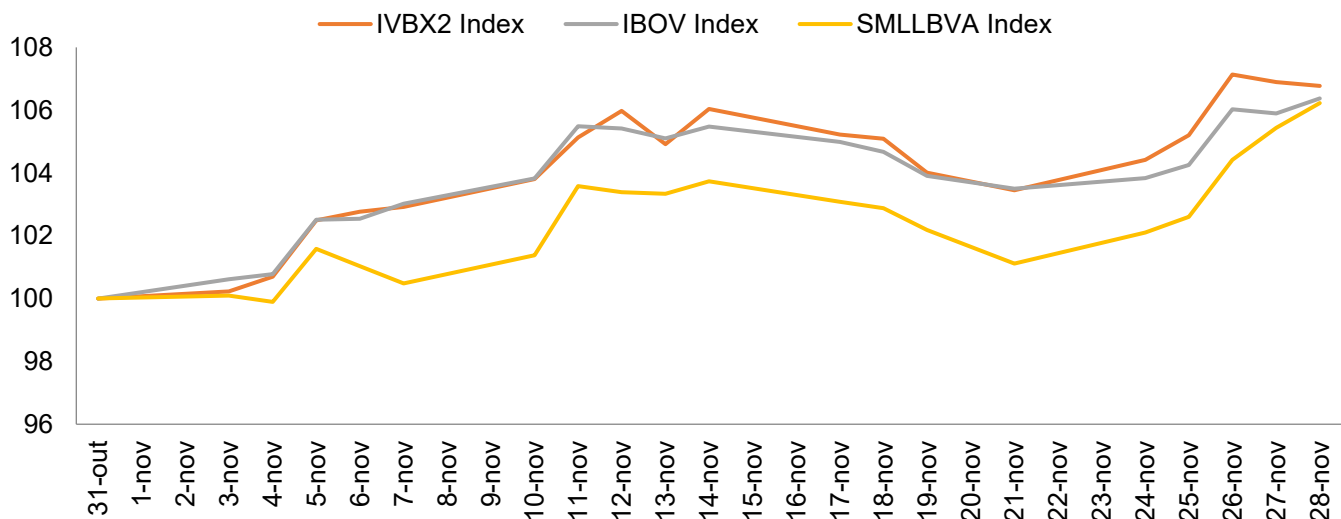
No Brasil, o Copom optou por manter a Taxa Selic em 15% ao ano. O comunicado do Banco Central foi interpretado pelo mercado como ""ligeiramente hawkish"", apesar de reconhecer uma melhora na inflação. A manutenção da taxa alta, embora prudente, sinalizou para alguns analistas que o início do ciclo de cortes de juros foi postergado para Março de 2026.

O mercado acionário brasileiro demonstrou resiliência, com o Ibovespa retornando a patamares históricos, atingindo a marca de 159 mil pontos no final do mês.

A investida que gostaríamos de destacar esse mês é Pague Menos. Esse é um investimento recente, entramos no follow-on de outubro, que deve se beneficiar do ponto de vista macro e micro. Falando primeiramente do macro, essa é uma empresa com uma alavancagem razoavelmente alta, ao redor de 2,5x dívida líquida/EBITDA, e controlada, o que deve gerar ganhos de lucratividade uma vez que a Selic comece a cair.

Do lado micro, a empresa passou por uma mudança de gestão que reformulou o plano estratégico e algumas partes da operação em lojas, assim gerando uma aceleração de vendas. Um último ponto que vale ressaltar são as fortes vendas de Mounjaro, um remédio que chegou em maio/25 no Brasil e, nas nossas estimativas, é perto de 7% das vendas da Pague Menos, o que adiciona ainda mais crescimento pelo menos até o final do 1º semestre."

Retorno Renda Variável



Cenário Macro Economia Brasileira

2026: Ano eleitoral reforça cenário de volatilidade política e desafios para a gestão de ativos

O ano de 2026 será desafiador para a gestão de recursos, marcado pelas eleições gerais em 4 e 25 de outubro. Os brasileiros irão às urnas para escolher presidente da República, governadores, senadores (54 das 81 cadeiras) e todos os deputados federais e estaduais.

O ambiente político caminha para uma eleição presidencial altamente competitiva. O presidente Lula venceu em 2022 com a menor margem da história recente. Isso se traduziu em forte rejeição desde o início do mandato e ausência de “lua de mel” com o eleitorado — o que limita sua capacidade de ampliar base eleitoral e amplia a incerteza sobre a sua viabilidade de reeleição.

Os principais questionamentos para a análise eleitoral são: Lula manteve seus eleitores de 2022? Quantos votos a oposição conseguirá converter?

Em 2022, a taxa de conversão do presidente Lula entre o primeiro e segundo turno foi a menor desde a redemocratização (3,1 milhões de votos, ou 31.9% dos votos válidos em disputa*). Para 2026, esse cenário é ainda mais incerto: pesquisas como a Quaest de novembro mostram 52% de desaprovação do presidente entre eleitores independentes.

Quanto aos independentes — os eleitores que definirão a eleição, vale uma ressalva importante: em 2022, esses eleitores foram mobilizados por vetores específicos — como a pandemia e democracia — que hoje não estão no centro do debate político. Até agora, não há um tema dominante que concentre as atenções desse grupo. Violência urbana lidera como tema de preocupação do eleitorado, mas sua relevância para uma eleição presidencial ainda precisa ser verificada. Um complicante adicional para o governo Lula é que a economia, tradicional motor de avaliação de governo, não tem se traduzido em popularidade. De fato, a correlação entre indicadores econômicos e aprovação presidencial — já enfraquecida no governo Bolsonaro — é quase inexistente no terceiro mandato de Lula.



*Natalie Victal,
economista-chefe*

A estratificação por renda também ajuda a entender os desafios: políticas públicas com foco distributivo têm tido impacto limitado sobre a classe média — especialmente famílias com renda entre 2 e 5 salários-mínimos, segmento decisivo nas eleições. O anúncio da correção da tabela do IRPF, por exemplo, até o momento, não gerou mudança perceptível na avaliação do governo. A verificar qual será o impacto a partir da implementação.

Apesar dessas dificuldades, Lula é presidente em busca da reeleição e mantém um núcleo de apoio resiliente — seu patamar de ótimo e bom está acima do observado em 2005, ano anterior à sua reeleição em 2006. Isso o torna muito competitivo. Ainda assim, a eleição de 2022 e os dados atuais sugerem um teto de votos relativamente rígido e um pequeno universo de eleitores sob disputa.

A oposição, por sua vez, entra na corrida com uma base forte e deve contar com candidaturas também competitivas. A alta rejeição entre independentes do governo mostra o potencial de crescimento dessas candidaturas. Por fim, a mudança temática também ajuda na alta competitividade delas. Vale a ressalva, porém, que existe o desafio político de organização do campo.

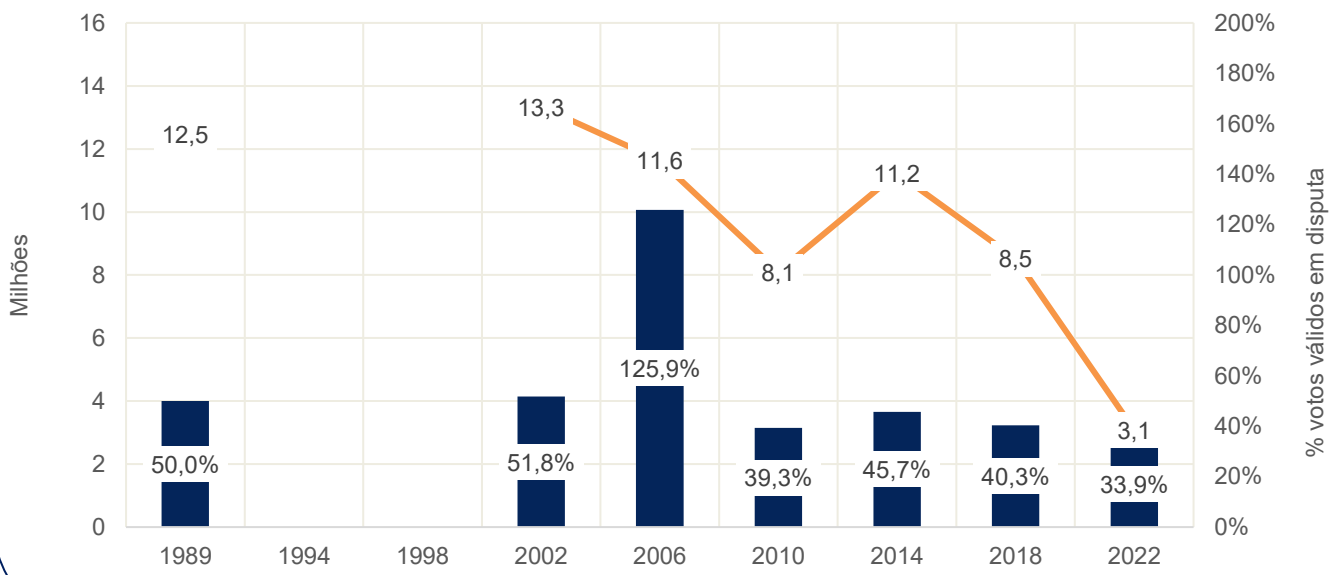
Nosso cenário base é de elevada volatilidade na percepção de favoritismo entre candidatos e agendas. O pano de fundo econômico com crescimento positivo, inflação sob controle, mas ainda acima da meta, combinado a um ambiente político fragmentado, reforça a necessidade de disciplina na alocação e atenção redobrada à dinâmica eleitoral ao longo de 2026.

* Votos válidos em disputa no segundo turno são os de eleitores que votaram no primeiro turno em um dos candidatos que não foram para o segundo turno.

Cenário Macro

Economia Brasileira

Brasil: Ganho de votos do 1o colocado entre turnos



Cenário Macro

Economia Internacional

Economia da China dá sinais de desaceleração

A atividade econômica chinesa teve um desempenho acima do esperado nos primeiros 9 meses de 2025. Houve uma resiliência considerável diante de diversos desafios, como a guerra comercial iniciada por Trump. No entanto, há cada vez mais sinais de desaceleração nos últimos meses, com indícios de problemas graves no setor imobiliário.

O crescimento do PIB nos primeiros três trimestres de 2025 foi de 5,2% em média. Na margem, em termos dessazonalizados, o crescimento desacelerou em relação ao visto na metade do ano passado (alcançou 6,1% no 3º e 4º trimestres de 2024), ficando entre 4,1% e 4,9%. Mas mesmo com essa desaceleração, a meta para o ano, que é “em torno de 5%”, está quase garantida.

O crescimento mais forte no final do ano passado foi resultado de estímulos fiscais, e uma parte da desaceleração que está sendo vista ao longo desse ano é o esgotamento do efeito deles. As vendas no varejo, por exemplo, foram impulsionadas no ano passado por programas de trocas de bens duráveis (como celulares, linha branca, linha marrom, eletrodomésticos) por versões mais novas com descontos. O aumento nas vendas com esse tipo de medida não dura para sempre, e por isso, entre outros motivos, houve apenas um mês de variação positiva nas



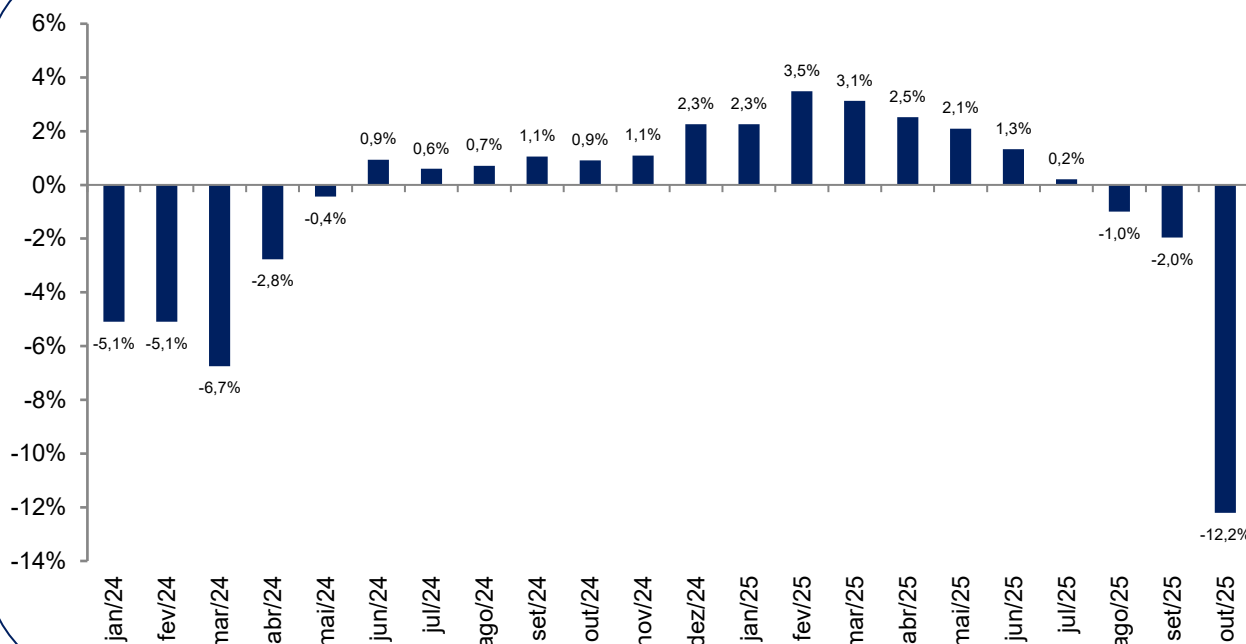
Natalie Victal,
economista-chefe

vendas no varejo dentre os últimos cinco.

A parte mais preocupante da desaceleração chinesa ocorre no setor imobiliário. Esse setor está em contração desde 2021, com indicadores como vendas de casas novas e produção de cimento já tendo caído 60% do pico visto em 2020 ou 2021 e mesmo assim o ritmo mensal de quedas voltou a acelerar recentemente. A queda no investimento em construção civil passou de -10,6% no final de 2025 para -14% em outubro. Os preços de casas novas, cuja queda estava ao menos desacelerando de -0,73% M/M em set/24 para -0,07% M/M em mar/25, recrudescer para -0,45% M/M em outubro. Já há indícios de que mais incorporadoras podem entrar em default, incluindo empresas teoricamente ligadas a governos regionais.

Na visão da SulAmérica Investimentos, o crescimento da atividade chinesa deve desacelerar ao longo dos próximos trimestres, mas não nesse ritmo. O crescimento de 2026 deve ficar em 4,5%, contra 5,0% de 2025, com menor contribuição do setor externo e do investimento. Alguns dados já mostram uma virada de tendência, como o diferencial entre novas encomendas e estoques na pesquisa com gerentes de compras (PMI), mas para efetivamente evitar um desaquecimento maior deve ser necessário um aumento da execução dos gastos fiscais ao longo dos próximos meses.

China: Investimentos Ativos Fixos Urbanos (YoY YTD)



Índices de Mercado

Índice	Novembro	Ano	Índice	Novembro	Ano
CDI	1,05%	12,94%	IGP-M	0,27%	-1,03%
IBOV	6,37%	32,25%	IPCA*	0,20%	3,82%
IBX-50	6,29%	30,23%	IRF-M	1,67%	17,86%
IBX	6,44%	31,89%	IMA-B 5	1,08%	10,60%
USD	-0,94%	-13,86%	IMA-B	2,04%	12,82%

*Projeção ANBIMA



Investimentos

Disclaimer

Taxa de administração: é apropriada diariamente sendo paga mensalmente até o 10º dia útil do mês subsequente ao vencido. Taxa de Performance: O valor devido como taxa de performance será pago semestralmente, por períodos vencidos, ou no resgate de cotas, o que ocorrer primeiro. Este documento foi produzido pela SulAmérica Investimentos, com fins meramente informativos não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento de ativos; Apesar do cuidado utilizado tanto na obtenção quanto no manuseio das informações apresentadas, a SulAmérica Investimentos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem inclusive ser modificada sem comunicação; RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE DE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. ESTE FUNDO UTILIZA ESTRATÉGIAS QUE PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARRETER PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQÜENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS, PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. Não há garantia de que o fundo terá tratamento tributário para fundos de Longo Prazo. MANTENHA SEMPRE SEUS DADOS CADASTRAIS ATUALIZADOS. A ATUALIZAÇÃO CADASTRAL É FUNDAMENTAL PARA UMA COMUNICAÇÃO MAIS EFICIENTE, SEGURA E CONTÍNUA. EM CASO DE DÚVIDAS, LIGUE PARA NOSSA CENTRAL DE RELACIONAMENTO PELO NÚMERO 0800 0178700 OU ENVIE E-MAIL PARA investimentos@sulamerica.com.br. Ouvidoria: 0800 725 3374. SAC | Reclamações, Cancelamentos e Informações Institucionais: 0800-722-0504.



@sulamericainvestimentos



Gestão de Recursos