

Julho de 2025

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Jun	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início * **	
TAACo	3,3%	7,6%	9,4%	11,2%	9,3%	6,2%	4,9%	5,3%	10,4%
Referência	3,4%	7,6%	9,4%	11,7%	9,4%	5,2%	4,3%	4,1%	10,2%
Desempenho inferior/superior	-7	-2	-4	-50	-15	106	59	122	
Ações	4,9%	12,3%	12,9%	14,9%	13,7%	10,2%	6,5%	4,4%	15,2%
Benchmark	4,9%	12,3%	13,1%	15,3%	14,0%	10,1%	6,4%	3,9%	15,1%
Renda Fixa	1,8%	2,9%	5,7%	8,0%	4,9%	0,6%	2,3%	4,3%	6,5%
Benchmark	1,8%	2,9%	5,7%	8,0%	4,8%	0,2%	1,9%	3,7%	6,5%
Caixa	0,3%	1,1%	2,1%	4,7%	4,6%	2,8%	2,0%	1,7%	0,7%
Ouro	0,3%	5,5%	26,0%	41,0%	21,9%	13,2%	10,9%	11,0%	15,0%

Resultados em 30 de junho de 2025

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Brace for impact..... 1

Alocação de Ativos | Julho
2025 4

Resultados globais da
TAACo | Junho 2025..... 23

Desempenho histórico 25

Brace for impact ¹

Junho foi um mês em que o *momentum* foi exacerbado; o mercado experimentou uma espécie de "sugar rush"² e as ações globais, medidas pelo índice MSCI ACWI, subiram USD 4,5% no mês. Nos EUA, o desempenho também foi positivo, e ainda mais forte nas ações de tecnologia; o Nasdaq subiu 6,6% em junho. Os mercados emergentes contribuíram para a recuperação e os títulos de dívida também conseguiram registrar retornos positivos com a queda das taxas e a compressão do *spread*, embora em menor grau.

O *momentum* das ações
em junho é exacerbado.

Em junho, o mercado parece ter passado do *TACO Trade* (*Trump always chickens out*) para o *comércio* YOLO (*You only live once*), assumindo o máximo de risco possível.

Do TACO trade ao YOLO

Apesar dos ventos contrários e da volatilidade que observamos em alguns momentos durante o mês, depois que alguns focos de incerteza se dissiparam, o MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro - ultrapassou a barreira dos 90 pts e, em alguns dias do mês, ficou em níveis mínimos não vistos desde fevereiro passado. Por outro lado, a volatilidade do mercado acionário dos EUA (VIX) também caiu para ~16%, um nível historicamente associado a certa calma no ambiente econômico global.

Baixa volatilidade

Em suma, o mercado parece complacente, apesar de uma série de eventos que estão ocorrendo e ocorrerão em julho, o que pressionará ainda mais os ativos de risco. Por um lado, há a aprovação da *One Big Beautiful Bill*, que, de acordo com estimativas do *Congressional Budget Office* (CBO daqui em diante), poderia aumentar o déficit fiscal em

¹ Música de Sturgill Simpson, "Brace for impact".

² Em espanhol, "subidón de azúcar".

USD 3,4 *trilhões* nos próximos 10 anos, permanecendo em torno de 7% do PIB daqui para frente e adicionando novas pressões fiscais durante o mandato de Trump. Entre outras coisas, essa medida inclui a extensão das isenções fiscais de Trump em 2017, a eliminação do imposto verde, cortes em alguns programas sociais e aumento do financiamento para defesa e segurança nas fronteiras.

A aprovação da reforma tributária acrescenta ruído fiscal

Por outro lado, a trégua tarifária de 90 dias estava prevista para expirar em 9 de julho e há poucos países conhecidos com acordos comerciais com os EUA, como o Reino Unido, a China e o Vietnã. Mais recentemente, Trump estendeu a data final da trégua para 1º de agosto e enviou cartas a alguns países, como Japão, Coreia do Sul e África do Sul, que enfrentarão tarifas de 25% para os dois primeiros e 30% para o último. Outras declarações do presidente sugerem que as tarifas finais podem chegar a 70% para alguns países, o que é um cenário pior do que o esperado pelo mercado, onde se especulava que a China terminaria com tarifas de 30% e o resto do mundo na ordem de 10%.

O desdobramento das tensões comerciais ainda é incerto

Em junho, houve uma série de eventos que injetaram volatilidade, mas de natureza bastante transitória. Por um lado, o conflito armado entre o Irã e Israel levou os preços do petróleo a apresentar movimentos de dois dígitos em menos de 24 horas e em diferentes direções. Entretanto, o cessar-fogo dessa chamada "guerra de 12 dias" anunciado por Donald Trump permitiu que a calma voltasse aos mercados. Daqui para frente, é improvável que o Estreito de Ormuz seja bloqueado, já que 33% dos 20 milhões de barris por dia que transitam pelo Estreito de Ormuz têm como destino a China, um dos principais aliados do Irã.

A "guerra dos 12 dias" injetou volatilidade nos preços do petróleo

Em relação às taxas de juros, o Fed se reuniu e divulgou seu documento de projeções, sinalizando um tom mais *hawkish* e com uma projeção de dois cortes até o final do ano, elevando sua projeção de desemprego para 4,5% e o núcleo da inflação PCE para 3,1% até o final de 2025. Por sua vez, revisou para baixo sua estimativa de crescimento para este ano, para 1,4%. Entretanto, após essa reunião, vários membros do Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) emitiram comentários *dovish* em várias atividades, favorecendo o retorno dos cortes nas taxas na reunião de julho. Isso, em um contexto em que o presidente dos EUA provavelmente nomeará o novo presidente do Fed no primeiro trimestre do próximo ano.

Fed mais *hawkish*, mas há divergência entre seus membros

Os dados econômicos dos EUA foram mistos, e sua divulgação permeou os preços e as taxas de juros. Por um lado, ouvimos a terceira revisão do PIB do primeiro trimestre de 2025, que foi ajustado para baixo, para uma contração trimestral anualizada de 0,5%, devido ao consumo mais fraco. Por outro lado, os dados do mercado de trabalho de junho mostraram criação de empregos acima das expectativas, e a taxa de desemprego caiu para 4,1%, também melhor do que o esperado. Assim, o mercado oscilou entre internalizar 2 cortes nas taxas este ano e perto de 3.

Dados econômicos dos EUA mistos

Em agosto, será realizado o Simpósio Econômico de Jackson Hole, que reúne anualmente banqueiros centrais de todo o mundo. Podemos esperar que, após esse evento, veremos os membros do FOMC um pouco mais alinhados e com uma visão mais clara da direção que a política monetária tomará.

Jackson Hole será fundamental para a direção da política monetária

Outra tendência que se manteve foi a fraqueza do dólar. Em junho, o índice DXY se desvalorizou mais 2,5% e acumula ~10% até agora neste ano. Isso torna a perspectiva de curto prazo mais desafiadora, mesmo que possa continuar a diminuir no médio prazo. De acordo com a última pesquisa do Bank of America com gestores de fundos, uma das operações mais saturadas é a posição vendida em dólar, que está em seu nível mais alto desde 2005.

O dólar vendido é uma das operações mais saturadas

Nos mercados emergentes, as ações chinesas acompanharam o *momentum* de junho, mas com ganhos mais limitados (índice MSCI China +3,7% em USD). Os dados econômicos continuam mistos, sem uma clara aceleração do consumo doméstico, enquanto a diferença entre a produção industrial e as vendas no varejo aumenta, em linha com o excesso de capacidade que discutimos no mês passado. Agora, com o acordo comercial entre a China e os EUA - do qual não temos muitos detalhes - não vemos nenhuma aceleração clara no consumo doméstico. -Como não temos muitos detalhes sobre isso, é provável que o *ímpeto* diminua e o mercado seja levado a uma correção após o aumento de aproximadamente 38% desde setembro do ano passado. Do lado das autoridades, não esperamos que elas anunciem um pacote de estímulo econômico e monetário significativo antes de setembro, quando ainda falta um trimestre para que a meta de crescimento autoimposta pelo governo de 2025 seja atingida.

A correção do mercado chinês pode ser desencadeada

Assim, está começando a se formar um cenário em que a preferência por ações da Ásia Emergente fora da China, em vez de especificamente no gigante asiático, está se tornando mais atraente. Países como Taiwan, Coreia do Sul e Índia estão mais bem posicionados e têm uma aliança mais clara com os EUA do que a China. Alguns desses mercados se beneficiam de valuations atraentes e do *momentum* das ações de tecnologia em todo o mundo. Por outro lado, a Coreia do Sul tem um atraso significativo em termos de ações, enquanto a Índia tem uma situação macroeconômica sólida, além de estabilidade política interna e externa.

Aumenta a atratividade da Ásia Emergente ex-China

Embora ainda seja muito cedo para descrever o impacto das tarifas, ele começará a ser visto com o tempo. Julho será um mês de definições importantes e haverá espaço para correções, por isso mantemos a alocação conservadora no portfólio, com uma leve posição vendida em ações e um *underweight* mais pronunciado em renda fixa, para deixar uma posição de caixa. No portfólio de ações, continuamos a preferir as ações emergentes em relação às ações desenvolvidas, com uma superexposição às ações de *crescimento*

Manutenção do portfólio conservador

dos EUA devido à continuação desse *momentum*. No portfólio de títulos, continuamos com duration curta, aumentando nossa exposição à renda fixa emergente.

Alocação de ativos | Julho 202 5

TAACo Global	Bench.	Jun	Jul	OW / UW		Câmbio		
Ações	50%	48%	48%	UW	-2%			Títulos e ações da UW, OW em caixa
Renda Fixa	50%	46%	46%	UW	-4%			
Caixa		6%	6%	OW	6%			
Ouro				N				
Total Carteira								
Europa, ex Reino Unido	13,7%	13,7%	13,2%	UW	-0,5%	-0,5%	-	EUA: OW Large Cap Growth, Value e Small Cap neutralizados do UW
Europe Small Cap ex Reino Unido	1,2%	1,2%	1,2%	N				
REINO UNIDO	2,9%	1,9%	1,9%	UW	-1,0%			UW Reino Unido e Europa, esta última de neutra
US Large Caps Growth	17,3%	17,8%	17,8%	OW	0,5%			
US Large Caps Value	14,7%	13,7%	14,7%	N		1,0%	+	UW Japão, de neutro
US Small Caps	3,5%	2,5%	3,5%	N		1,0%	+	
Japão	4,7%	4,7%	3,7%	UW	-1,0%	-1,0%	-	OW LatAm Large e Small Cap
Mercados desenvolvidos	58,0%	55,5%	56,0%	UW	-2,0%	0,5%	+	
América Latina	4,4%	5,4%	5,4%	OW	1,0%			Neutro China, de OW
LatAm Small Caps	0,8%	1,3%	1,3%	OW	0,5%			
China	12,3%	13,3%	12,3%	N		-1,0%	-	OW Ásia EM ex. China, de neutro
EM Ásia ex China	19,6%	19,6%	20,1%	OW	0,5%	0,5%	+	
EM Ásia Small Cap	4,9%	4,9%	4,9%	N				
Mercados emergentes	42,0%	44,5%	44,0%	OW	2,0%	-0,5%	-	
Total de ações	100,0%	100,0%	100,0%					Em renda fixa: duration do UW
Treasuries 2Y	8,3%	9,3%	9,3%	OW	1,0%			Títulos do Tesouro dos EUA: OW 2 anos e UW 30 anos
Treasuries 10Y	11,1%	11,1%	11,1%	N				
Treasuries 30Y	6,1%	5,6%	5,6%	UW	-0,5%			
TIPS dos EUA	2,6%	2,6%	2,6%	N				TIPS neutro e UW Global IG e HY, este último de neutro
Global Corporate IG	26,5%	26,0%	26,0%	UW	-0,5%			
Global Corporate HY	4,0%	4,0%	3,5%	UW	-0,5%	-0,5%	-	Ações de mercados emergentes: OW CEMBI IG, EMBI neutro, CEMBI HY e Mercados locais de neutro
Dívida desenvolvidos	58,6%	58,6%	58,1%	UW	-0,5%	-0,5%	-	
EMBI	9,5%	9,5%	9,5%	N				
EM Corporate IG	2,8%	2,8%	3,3%	OW	0,5%	0,5%	+	
EM Corporate HY	3,8%	3,8%	3,8%	N				
EM Local Markets	25,3%	25,3%	25,3%	N				
Dívida Emergentes	41,4%	41,4%	41,9%	OW	0,5%	0,5%	+	
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%					

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX REINO UNIDO: rebaixado para *underweight Large Cap* de neutro e *Small Cap* permanece neutro

Em junho, as ações europeias continuaram a ampliar a alta, mas novamente ficaram atrás de outros mercados desenvolvidos. O Stoxx 50 subiu USD 2,4%, com desempenho inferior ao do S&P 500, de 5%, e ao do Nasdaq 100, de

6,3%. Em 7 de julho, a Europa está marginalmente positiva, em um contexto em que os riscos globais continuam elevados e ainda não se chegou a um acordo comercial com os EUA.

O bloco europeu está negociando com os EUA para chegar a um acordo que evite uma escalada tarifária. A União Europeia (UE) estaria disposta a aceitar a tarifa universal de 10% de Trump, mas negociaria isenções em setores como o farmacêutico, de álcool, de semicondutores e de aeronaves comerciais. Além disso, tentaria reduzir a tarifa de 25% sobre automóveis e o imposto de 50% sobre aço e alumínio.

Com relação à política monetária, a inflação de junho subiu para 2% a.a. (de 1,9%), enquanto o núcleo da inflação permaneceu em 2,3%. A autoridade monetária estima que a inflação permaneceria em torno da meta de 2% em uma base sustentável, como resultado da moderação salarial, dos preços mais baixos da energia e de um euro mais forte. Assim, o Banco Central Europeu (BCE) reduziu novamente as taxas de juros em junho em 25 pontos-base, levando a taxa de depósito para 2,00%. A decisão, amplamente antecipada pelo mercado, foi em resposta à convergência da inflação para a meta e ao aumento dos riscos associados ao impacto das tarifas dos EUA sobre a economia europeia. A Presidente Christine Lagarde disse que o nível atual das taxas é adequado para lidar com um ambiente volátil, embora tenha enfatizado que as decisões continuarão dependendo dos dados e serão avaliadas em uma base de reunião a reunião. O mercado interpretou a reunião com um viés *dovish*, especialmente depois que o BCE revisou para baixo suas projeções de crescimento para 2025 (para 1,1%) e, acima de tudo, a inflação para 2026 (1,6%). Entretanto, o banco indicou que o aumento dos gastos públicos com defesa e infraestrutura poderia dar algum suporte à atividade. O mercado continua a prever um novo corte entre setembro e outubro, nível em que as taxas permaneceriam até 2026.

Olhando para o futuro, permanece a incerteza sobre o impacto das tarifas dos EUA sobre os preços, embora uma desaceleração no comércio internacional - especialmente com a China - possa levar a pressões deflacionárias no resto do mundo. Em outros lugares, o índice de surpresas econômicas da zona do euro continua em alta em julho. O PMI do setor industrial subiu em junho para 49,5 pontos e permanece próximo dos 50 pontos (o limite de expansão/contração do setor), seu melhor nível em quase três anos; enquanto o PMI de serviços voltou a ficar acima dos 50 pontos (50,5 pontos).

Quanto ao mercado, os valuations das ações europeias tornaram-se mais caras e o índice Preço/Earnings (P/E *fwd.*) de 12 meses está sendo negociado em níveis justos em termos absolutos, embora ainda com um desconto em relação aos pares desenvolvidos. Enquanto isso, de acordo com o EPFR, os fluxos de entrada nas últimas semanas perderam a força do mês anterior.

Quanto ao setor corporativo, a perspectiva de lucros para este ano está sendo corrigida para baixo em meio à incerteza global (de 8,5% em março para 1,8% em julho). A mesma tendência é observada nos dois principais países, França e Alemanha.

Em consonância com a perda de *momentum* e fluxos de ações, e com a fraca perspectiva econômica e corporativa, **a decisão foi tomada no sentido de retirar o *underweight* das ações de *Large Caps* do nível neutro e manter o nível neutro das *Small Caps*.**

Reino Unido: Manter UW

Apesar da recuperação dos mercados globais e do acordo anunciado com os EUA no início de maio, o Reino Unido estendeu o atraso de maio para junho. O FTSE 100 subiu USD 1,7%, bem atrás do Nasdaq e do S&P 500, refletindo sua menor exposição a setores como o de tecnologia. Enquanto isso, a extensão da alta tornou os valuations mais caros. O índice P/E *fwd* é negociado em médias de 5 anos em termos absolutos e em comparação com o resto da Europa.

As expectativas de crescimento continuam a refletir uma recuperação fraca: as projeções para 2025 e 2026 foram ajustadas marginalmente para cima (de 1% para 1,1% em 2025 e de 1,1% para 1,2% em 2026). A frágil situação econômica se reflete no setor corporativo. Até 2025, os lucros das ações do MSCI UK mostrariam uma contração de 2,2%, corrigindo para baixo o crescimento de 6% em janeiro e abaixo de seus pares desenvolvidos.

Do lado econômico, as pressões inflacionárias ressurgem e lançam dúvidas sobre a trajetória do processo desinflacionário devido aos aumentos sustentados dos preços dos alimentos. A inflação permaneceu alta em maio (3,4% a/a), assim como o núcleo da medida (3,5%). No entanto, a situação econômica é precária e o emprego está enfraquecendo. Em maio, houve a maior destruição de empregos em cinco anos, o que levou a um aumento da taxa de desemprego para 4,6%, enquanto o crescimento dos salários está diminuindo. Assim, apesar da inflação alta, o mercado internaliza que o Banco da Inglaterra cortará a taxa de referência mais duas vezes este ano (agosto e novembro).

Na frente política, foi assinado em junho um acordo comercial com os EUA, que envolve tarifas de 10% sobre a maioria dos produtos britânicos, reduzindo as tarifas sobre os primeiros 100.000 carros enviados do Reino Unido para os EUA de 27,5% para 10%. O acordo também inclui tarifas mais baixas do que as anunciadas em abril para produtos farmacêuticos, aeroespaciais e metais. Apesar do acordo, a popularidade de Keir Starmer, do Partido Trabalhista, está em declínio em um ano de governo. As promessas de impulsionar a economia, aumentar o emprego e reduzir o custo de vida se transformaram em decepção diante de uma economia fraca e de uma inflação implacável. O aumento das contribuições para a seguridade social irritou os empregadores e os cortes nos programas sociais irritaram os cidadãos, enquanto os aumentos de impostos são previstos para financiar o programa do governo.

No contexto dos problemas políticos internos, do baixo dinamismo econômico, juntamente com a fraca trajetória projetada para os lucros e o aumento dos valuations, a decisão é **manter a posição *underweight* nas ações do Reino Unido**.

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Value* e *Small Cap* são atualizadas de *Underweight* para *Neutral*, enquanto o *Large Cap Growth OW* é mantido.

Em junho, os mercados dos EUA ampliaram fortemente a recuperação iniciada no final de abril. O S&P 500 e o Nasdaq subiram 5% e 6,3%, respectivamente. A recuperação foi liderada pelo setor de tecnologia - com alta de quase 10% - e foi apoiada pela pausa na aplicação de tarifas sobre os parceiros comerciais dos EUA, apesar de eventos que aumentaram a incerteza em determinados momentos do mês, como o ataque dos EUA a instalações nucleares no Irã. Nos primeiros dias de julho, os principais índices dos EUA continuam em alta após a aprovação da *One Big Beautiful Bill*, aguardando o início da temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre e apesar do aumento das tensões comerciais.

Faltando dois dias para o fim do prazo para o adiamento das tarifas dos EUA sobre parceiros comerciais, o Presidente Trump anunciou o envio de cartas tarifárias em 1º de agosto para vários países. Isso inclui tarifas de 25% sobre o Japão e a Coreia do Sul, o que pode levar a um cenário em que as tarifas básicas serão mais altas do que os 10% esperados

pelo mercado. No entanto, o novo atraso de três semanas nas negociações - de 9 de julho a 1º de agosto - dá tempo para que os países continuem as negociações e cheguem a acordos comerciais.

O plano tributário "*One Big Beautiful Bill*" (OB BB) promovido pelo governo Trump obteve aprovação no Congresso em uma votação apertada. O plano inclui a extensão dos cortes de impostos aprovados em 2017, cortes orçamentários em programas sociais (saúde pública, alimentação, desemprego, entre outros) e aumento dos gastos com defesa e segurança, incluindo maiores controles de imigração. O Congressional Budget Office (CBO) estima que esse pacote aumentaria o déficit fiscal em USD 3,4 trilhões nos próximos dez anos e que a dívida chegaria a quase USD 56 trilhões, sem considerar um custo mais alto de empréstimo derivado de taxas de juros mais altas. O OB BB, por sua vez, alivia o risco de uma paralisação do governo ao aumentar o teto da dívida em USD 5 trilhões.

Os dados econômicos têm sido mistos e a economia continua a mostrar sinais de desaceleração. O PIB do primeiro trimestre foi corrigido para baixo em face do enfraquecimento do consumo e o mercado de trabalho mostra sinais de fragilidade. Embora 147.000 novos empregos tenham sido criados em junho, acima das expectativas, e a taxa de desemprego tenha caído inesperadamente para 4,1%, a participação no mercado de trabalho diminuiu e a criação de empregos privados decepcionou. Quase metade dos empregos criados no mês foi no setor público, enquanto a criação de empregos privados foi a mais fraca em 8 meses.

A inflação acelerou ligeiramente em maio para 2,4% em relação ao ano anterior, em linha com as expectativas do mercado. Entretanto, a surpresa veio do núcleo da inflação, que permaneceu em 2,8%, apesar das expectativas de aceleração. Esse é o quarto mês consecutivo em que o núcleo da inflação surpreende para baixo, sugerindo que as empresas estão absorvendo alguns dos custos associados às tarifas ou ajustaram os estoques antecipadamente.

Em linha com a redução da inflação, mas permanecendo acima da meta, em sua reunião de junho o Federal Reserve Bank decidiu manter a taxa de referência inalterada em 4,50%, reiterando sua abordagem de esperar para ver e a dependência dos dados. A reunião também atualizou a perspectiva para a trajetória da taxa (*Dot Plot*), que mostrou um viés um tanto *hawkish* para taxas mais altas, refletido principalmente nas projeções para os próximos dois anos; mantendo a expectativa de dois cortes durante 2025. O mercado está alinhado com o Fed, esperando que os cortes nas taxas comecem em setembro.

Além disso, o Fed reduziu sua projeção de crescimento para 2025 de 1,7% para 1,4%, e para 2026 de 1,8% para 1,6%, em linha com as revisões feitas por outras organizações internacionais. O Fed também ajustou para cima suas estimativas de inflação PCE para 2025, tanto para o índice quanto para o núcleo, em 0,3 ponto percentual, e em 0,2 ponto percentual para 2026.

Quanto ao mercado, de acordo com o EPFR, foram observadas saídas de dinheiro em 6 das últimas 8 semanas. Isso pode indicar cautela em relação aos ativos dos EUA, apesar do *momentum* do último mês, e estaria de acordo com o posicionamento de alguns participantes do mercado que preferiram realizar lucros e buscar refúgio em outras classes de ativos.

Os valuations das *ações de crescimento* estão sendo negociadas em torno de seu índice P/E *fwd* médio de 5 anos, apesar das altas recentes. As *ações de valor*, por outro lado, estão sendo negociadas com um desvio padrão acima da média de

cinco anos, embora com *desempenho inferior* ao das *ações de crescimento*. Por fim, as ações de *small caps*, parecem ter valuations atraentes e, embora tenham retornado USD 5,2% em junho, ainda estão defasadas no médio e longo prazo.

No lado corporativo, de acordo com a Factset, espera-se que os lucros das empresas do índice MSCI US cresçam 10% este ano, mantendo as projeções estáveis em relação ao mês passado, apesar da continuidade da política errática de tarifas. O crescimento seria impulsionado pelo setor de tecnologia e serviços de comunicação, que têm um peso elevado no índice de *ações de crescimento*. Enquanto se aguarda o início da temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre, o crescimento dos lucros do S&P 500 está projetado em 5%, o que seria o menor desde o quarto trimestre de 23 e foi corrigido para baixo em relação aos 9% estimados em 31 de março.

Em linha com a força do *momentum* das ações e esperando surpresas positivas da temporada de relatórios, o *crescimento* longo é mantido, onde o setor de tecnologia é predominante e continuaria a se beneficiar do forte *momentum* associado à narrativa da inteligência artificial. Foi tomada a decisão de mudar as ações *Large Cap Value* e *Small Cap* de *underweight* para *neutral*, à medida que se aproxima o início do corte da taxa de juros do Fed, o que beneficiaria ambas as classes de ativos devido à sua alta sensibilidade às taxas de juros.

JAPÃO: A posição das ações japonesas passou de neutra para *underweight*.

Após o *Dia da Libertação*, o Japão foi apontado como um dos países a se beneficiar das negociações de redução de tarifas e a ter prioridade sobre outros parceiros comerciais dos EUA. Entretanto, as negociações foram paralisadas, com as autoridades japonesas declarando repetidamente que priorizariam a economia doméstica, rejeitariam tarifas diretas sobre o setor automotivo e não aceitariam um acordo apressado. Embora o prazo para a pausa nas tarifas tenha sido estendido até 1º de agosto, o Japão sofreu um revés e foi o primeiro país a ser notificado com as cartas do Presidente Trump, e a tarifa sobre produtos importados da economia japonesa subirá para 25% (mais alta do que os 24% conhecidos em 2 de abril) se um acordo não for alcançado em julho.

Em junho, as ações caíram USD 0,7% nos dois primeiros terços do mês, antes de se recuperarem fortemente e subirem USD 7,1% no último terço, com a especulação de que as ações se beneficiariam da declaração das autoridades dos EUA sobre o acordo com 10 parceiros comerciais. Para finalizar, o retorno acumulado no ano foi de USD 6,4%, *superando* seus pares desenvolvidos e fazendo com que as ações parecessem mais caras do que no mês anterior, mas abaixo de sua média histórica do índice P/E *fwd*. No entanto, de acordo com o EPFR, foram observados fluxos de saída nas últimas 4 semanas (a partir de 2 de julho). Por sua vez, antes do início da temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre, a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para baixo, para 3,7%, de 10% em março, para 2025. Como resultado, o desempenho observado em junho careceu de fundamentos sólidos e, em 8 de julho, as ações haviam caído 2,0%.

Por outro lado, a eleição dos membros da Câmara Alta ocorrerá em 20 de julho. Entre as implicações das eleições estão (i) o enfraquecimento ainda maior do primeiro-ministro Ishiba, que, apesar de a oposição ter decidido não apresentar uma moção de desconfiança contra ele, corre o risco de perder apoio no período que antecede as eleições. Atualmente, a coalizão governista tem 75 assentos e precisa conquistar pelo menos 50 assentos dos 124 assentos a serem renovados para manter sua maioria, mas, de acordo com as pesquisas, conquistaria apenas 27 assentos. (ii) Por outro lado, as eleições poderiam desacelerar as negociações já obstruídas com os EUA e (iii) teriam o potencial de desacelerar as negociações já obstruídas com os EUA. (iii) efeitos sobre o iene: embora em junho ele tenha permanecido inalterado e

terminado em JPY 144,5 por dólar, em meio às eleições e à pressão das tarifas, o mercado espera que a moeda flutue entre JPY 142 -148 por dólar.

Na frente econômica, o mercado espera um crescimento de 0,8% este ano, e as expectativas caíram de 1,2% no início do ano. Ainda assim, o *ímpeto* está melhorando na margem e o índice PMI de manufatura melhorou para 50,1 pontos em junho, acima dos 50 pontos neutros pela primeira vez desde junho de 2024. A inflação permanece acima da meta de 2% do banco central e foi de 3,5% a/a em maio. As pressões sobre os preços dos alimentos continuam e mostram que os esforços do governo estão tendo um impacto limitado, embora as expectativas de inflação permaneçam inalteradas para o final do ano em 2,8%. Com relação à política monetária, na reunião de junho, o banco central decidiu manter a taxa de referência em 0,5%. Quanto às intervenções individuais, quatro dos cinco consultores de política mencionaram o efeito das tarifas sobre a economia e a alta incerteza, enquanto a intervenção restante abordou a possibilidade de apertar a política monetária diante de uma inflação maior do que a esperada. Assim, daqui para frente, os investidores continuam a minimizar as chances de um aumento da taxa de juros este ano e os preços internalizam menos um aumento da taxa.

No contexto de valuations menos atraentes, mas de saídas de capital, pressão das tarifas e deterioração das perspectivas econômicas, decidimos **deixar as ações japonesas em posição neutra**.

REDUÇÃO DO OW EM AÇÕES: OW em LatAm Large Cap e Small Cap, China passou de OW para neutro e Asia EM ex-China de neutro para OW.

Com vistas a um mês de julho que pode estar sujeito a uma maior volatilidade, decidimos reduzir marginalmente a superexposição a países emergentes, neutralizando o OW na China, que após um aumento de quase 40% desde setembro do ano passado e o resultado do cenário comercial, o mercado pode optar por desfazer posições no gigante asiático, em meio a uma economia que não está puxando. Por outro lado, continuamos positivos na América Latina, tanto em ações *Large* quanto *Small cap*, até certo ponto isolada do conflito comercial e com maior resiliência econômica. Por outro lado, neste mês, decidimos levar nossa posição em Ásia EM ex China para OW, particularmente devido ao *momentum* das ações sul-coreanas e taiwanesas, além do bom desempenho do setor de tecnologia e das boas relações diplomáticas com os EUA.

AMÉRICA LATINA: OW em Large e Small Caps

Os mercados latino-americanos voltaram a ganhar força em junho, com o índice MSCI subindo USD 6,1% no mês, liderado pelo Brasil, que subiu USD 7,2%. Os retornos de todos os países da região foram positivos, apoiados por uma valorização de suas moedas com uma depreciação do DXY. Em nível macro, as economias continuam a crescer, com exceção do México. O Banxico é o único que continua resolutamente com os cortes nas taxas, enquanto os demais bancos centrais da região devem se juntar à flexibilização monetária no restante do ano. O Brasil está em dúvida, mas já anunciou que encerrará seus aumentos de taxas. Os valuations da região continuam atraentes e podem ampliar o *desempenho superior* com uma reversão à média.

No **Brasil**, continuam a ser observados dois ventos favoráveis importantes para o mercado de ações: primeiro, a eventual mudança política no próximo governo e, segundo, o início dos cortes nas taxas pelo Banco Central. Com relação à política, a popularidade de Lula continua a declinar e, considerando uma média de sete pesquisas, ~45% da população avalia mal o desempenho do atual presidente. Nesse contexto, a Suprema Corte decidiu recentemente anular os

decretos sobre o imposto sobre operações financeiras, tanto o decreto presidencial que aumentou o imposto quanto o decreto do Congresso que suspendeu os aumentos. O tribunal declarou que as conversações entre os outros ramos do governo terão de ser realizadas para decidir sobre o assunto. Apesar das receitas fiscais mais baixas devido à falta de progresso nessa questão, espera-se que o déficit fiscal primário seja de ~0,5% do PIB este ano, uma melhora substancial em relação aos anos anteriores. No próximo ano, espera-se que o déficit diminua ainda mais. O menor momentum fiscal ajudou a inflação a desacelerar e, na primeira quinzena de junho, ela ficou em 5,3% ao ano. Assim, a projeção para o final deste ano cai marginalmente para 5,18% e, para 2026, permanece em 4,5%, o limite superior da faixa de tolerância do banco central. No que tange à política monetária, na reunião de junho teria ocorrido o último aumento desse ciclo de ajustes, levando a taxa Selic para 15,00%. A mediana das estimativas enviadas pelos economistas ao Banco Central sugere que ela permanecerá nesses níveis pelo resto do ano; entretanto, há espaço para que a autoridade monetária comece a reduzir as taxas em dezembro. Por sua vez, a atividade econômica continua a crescer e os números de abril mostraram uma expansão de 2,5% a.a., superando as expectativas. O mercado continua a esperar que o crescimento econômico fique em 2,2% este ano. O corte iminente das taxas descrito acima geralmente está relacionado a um bom desempenho do mercado de ações. O mesmo se aplica quando as participações dos investidores locais em ações brasileiras são baixas, o que está sendo observado agora em ~8,2% da carteira. Por outro lado, e apesar do bom desempenho até agora neste ano, os valuations continuam a ser negociados em níveis atraentes em perspectiva histórica, com o índice P/E *fwd.* a 0,6 desvios-padrão abaixo de sua média de 10 anos. Ao mesmo tempo, de acordo com os dados do EPFR, no acumulado do ano foram registrados ingressos de USD 915 milhões em fundos e ETFs brasileiros até 2 de julho. Por fim, o Brasil sediou a cúpula do BRICS, na qual dois importantes presidentes do bloco, o chinês e o russo, estiveram ausentes. Mais recentemente, Trump ameaçou impor tarifas adicionais de 10% aos membros do BRICS por causa de políticas antiamericanas. Entretanto, o Brasil não seria significativamente afetado por essa medida. Dessa forma, a convicção nas ações brasileiras permanece, apoiada por influxos, uma eventual mudança política para a centro-direita e valuations atraentes, o que nos leva a **manter nosso OW em ações brasileiras**.

No **México**, o mercado acionário perdeu um pouco de tração em junho e o Mexbol retornou USD 2,4%, apenas graças a um peso mexicano que se valorizou 3,7% no mesmo mês. Apesar de um cenário local que continuou a se complicar, a fraqueza do dólar prevaleceu nos movimentos da moeda. Em nível macro, a atividade contraiu-se novamente em abril, em 1,6% em relação ao ano anterior, mas cresceu 0,5% no mês (com ajuste sazonal). Os principais indicadores do IMEF permaneceram em território contracionista em junho, sugerindo que a fraqueza econômica continuou ao longo do segundo trimestre. Apesar dessa desaceleração, a inflação continuou a se acelerar e o recorde quinzenal para a primeira metade de junho atingiu 4,5% a/a, enquanto o núcleo da inflação ficou bem fora da faixa de tolerância do Banco Central e se situou em 4,2% em doze meses. Nesse contexto, embora na reunião de junho o Banxico tenha continuado a reduzir a taxa de referência no mesmo ritmo (50 bps. por reunião) e a tenha levado para 8,00%, a decisão não foi unânime e um dos membros da Assembleia de Governadores optou por não reduzi-la. No futuro, espera-se que a desaceleração desacelere e que a falta de acordo entre os banqueiros centrais continue, com a inflação permanecendo sob pressão e provocando revisões para cima nas projeções de fim de ano. No lado do mercado, os valuations continuam a ser negociadas abaixo das médias P/E de 5 e 10 anos, mas as projeções de crescimento dos lucros foram revisadas para baixo. A temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre está se aproximando e as expectativas são negativas, já que a desaceleração econômica começa a permear os lucros corporativos. O consumo foi prejudicado e as remessas mais baixas em abril e maio, que são um componente importante do consumo mexicano, também afetaram os balanços patrimoniais. Na frente política, o foco está na negociação do T-MEC (acordo de livre comércio com o Canadá e os EUA), que começará em agosto/setembro deste ano. As conclusões dessas negociações podem resultar em uma revisão anual

do acordo ou em uma continuação dos termos decididos para os próximos 16 anos. Se o acordo for benéfico para o México, em médio prazo ele poderá ser um dos grandes vencedores no novo cenário comercial, enfrentando tarifas médias mais baixas do que o resto do mundo. Entretanto, a incerteza comercial permanece para o México. Com a aprovação da reforma tributária dos EUA, as remessas enviadas para fora do país em dinheiro estarão sujeitas a uma taxa de imposto de 1%, o que não afetaria significativamente a atividade econômica mexicana. Em nível local, o poder continua concentrado e a Guarda Nacional foi recentemente aprovada para ser colocada sob o Ministério da Defesa, fazendo com que o partido governista lidere os poderes executivo, legislativo, judiciário e de segurança pública. Dessa forma, os limites da institucionalidade ficarão à mercê do que os EUA decidirem e das margens que forem definidas após a negociação do acordo. Assim, embora no curto prazo as perspectivas para o México não sejam positivas, o resultado da negociação do acordo comercial pode ser favorável para o comércio exterior e a economia. Nesse contexto, decidimos **manter uma posição neutra nas ações mexicanas**, mesmo com maior ruído local, mas com a possibilidade de nos beneficiarmos do bom *momento* das ações latino-americanas.

No **Chile**, o cenário político se complicou e, após as eleições primárias, que foram realizadas apenas pelo partido governista, a candidata do partido comunista (Jeannette Jara) triunfou com 60% dos votos. Entretanto, o comparecimento a essas eleições foi baixo; apenas 9,2% do eleitorado votou. No entanto, as primeiras pesquisas após as eleições a mostram como favorita para o primeiro turno em novembro. Entretanto, em cenários de segundo turno, o candidato da oposição que eventualmente a enfrentasse venceria. De qualquer forma, a candidata comunista está com *força* nas pesquisas e suas propostas econômicas estão longe do que seria sugerido para recuperar a trajetória de crescimento. No aspecto macro, a atividade mensal decepcionou as expectativas, mas cresceu 3,2% em relação ao ano anterior. Entretanto, em termos mensais, foi observada uma contração de 0,2% (ajustada sazonalmente). A inflação desacelerou em junho para 4,1%, surpreendendo as expectativas. Em sua última reunião, em junho, o banco central manteve a taxa de política monetária (TPM) em 5,0%, conforme esperado, e publicou o Relatório de Política Monetária do segundo trimestre, no qual a projeção de crescimento para este ano foi revisada para cima (2,0% - 2,75%) e a inflação para baixo (3,7% a/a). Essa última estimativa não está em linha com os 4% que o mercado espera, mas, dado que o tom da última reunião foi mais *dovish*, o mercado agora internaliza que a autoridade retomará os cortes nas taxas em julho e fará outro em outubro, com a TPM fechando o ano em 4,50%. Com relação ao mercado, os valuations permanecem com um desconto em relação às médias de 10 anos, e os fluxos de entrada para os ETFs como um todo continuaram a ser vistos em 5,4% do AUM no último mês. No entanto, a porcentagem de ações chilenas em gestores de fundos de pensão, como porcentagem do portfólio total, diminuiu marginalmente em junho. Com relação a outras questões de política, foi aprovada a lei que reduz os tempos de aprovação para licenças de investimento, o que apoiará a tendência de crescimento no médio prazo. No restante do mandato do governo, é improvável que haja progresso nos projetos de lei estruturais, devido aos poucos meses restantes no cargo. Vale a pena mencionar a reforma política, que foi aprovada no Senado e interrompida na Câmara dos Deputados, que busca reduzir a polarização política no Congresso chileno. O executivo apresentou um projeto de lei paralelo que, segundo ele, poderia ser aprovado em todos os setores. Em suma, o cenário político está se tornando mais turbulento e a maioria das pesquisas está começando a mostrar Jara como o favorito para o primeiro turno. O que acontecer em novembro será transversal para o curso da política chilena, considerando que toda a Câmara dos Deputados e metade do Senado serão renovados; a composição da Câmara será definida pela força do candidato que representa os diferentes pactos. Mais recentemente, Trump anunciou que pode impor tarifas de cobre de 50%, o que, embora tenha impulsionado o preço do cobre, poderia reduzir as exportações chilenas de cobre para os EUA, adicionando uma nova fonte de incerteza. Assim, apesar dos fundamentos sólidos,

decidiu-se neutralizar a posição da OW em ações chilenas, pelo menos temporariamente, devido ao aumento do ruído político.

Na **Colômbia**, a delicada situação fiscal finalmente levou ao que muitos previam: um rebaixamento de crédito pela Moody's e pela S&P, a primeira para Baa3 e perspectiva estável, a segunda para BB com perspectiva negativa, piorando ainda mais a perspectiva fiscal do país. A publicação da Estrutura Fiscal de Médio Prazo expôs ainda mais a fragilidade das contas fiscais. Anteriormente, a cláusula que permitia a suspensão da regra fiscal já havia sido ativada e, nessa nova estrutura, a meta de déficit fiscal para 2025 foi elevada para 7,1% do PIB. Além disso, o governo anunciou sua intenção de promover uma reforma tributária para arrecadar \$ 19 trilhões de COP, embora sem fornecer mais detalhes. O Comitê de Regras Fiscais expressou preocupação com a falta de um plano de ajuste concreto para atingir as metas fiscais. Por outro lado, a atividade econômica continua resiliente e, em abril, surpreendeu as expectativas ao crescer 1,1% em relação ao ano anterior, impulsionada pela forte demanda interna e pelos gastos do governo. Em termos de inflação, o número de junho surpreendeu negativamente e ficou em 4,8% ao ano, rompendo a barreira dos 5% após vários meses de estagnação acima desse nível. Em termos de política monetária, em sua reunião de junho, o Conselho de Administração do Banco de la República decidiu manter a taxa de referência em 9,25%, permanecendo cauteloso diante dos novos riscos relacionados à convergência da inflação para a meta e à incerteza nas condições financeiras globais. Para o restante do ano, o mercado espera que a flexibilização monetária seja acelerada, desde que a evolução dos dados econômicos o permita. Por outro lado, o cenário político continua bastante animado com relação às reformas e propostas promovidas pelo poder executivo. A reforma trabalhista foi finalmente aprovada pelo Senado, enquanto a reforma previdenciária está sendo discutida novamente na Câmara dos Deputados após uma falha processual no processo legislativo. Além disso, o executivo está tentando implementar uma Assembleia Constituinte, acrescentando uma nova cédula nas próximas eleições gerais em 2026, embora vários atores políticos declarem que essa seria uma medida inconstitucional. Apesar disso, o mercado de ações continua sendo um dos grandes vencedores globais, com um retorno de ~ USD 30% até o momento neste ano, e continua a mostrar valuations atraentes ao ser negociado abaixo dos índices P/E *fwd* médios. Além disso, foram observados novamente fluxos de entrada no principal ETF de 2% do AUM durante o último mês. Assim, em meio a uma crise fiscal e a vários ruídos políticos, mas com um mercado de ações que continua a se destacar e com valuations ainda atraentes, decidiu-se **manter a posição neutra em ações colombianas**.

No **Peru**, a atividade econômica em abril decepcionou, com crescimento de 1,4% em relação ao ano anterior. No entanto, a economia continua resiliente e, embora o Ministério da Economia e Finanças tenha reduzido ligeiramente sua projeção de crescimento para este ano, ainda se espera uma expansão de mais de 3%. Por outro lado, a inflação permanece dentro do intervalo da meta e ficou em 1,7% ao ano em maio. Embora se espere que o indicador se acelere no final do ano, ele permanecerá dentro do intervalo da meta e entre os níveis mais baixos da região. Com relação à política monetária, o Banco Central manteve a taxa de referência em 4,50% em sua reunião de junho, e espera-se que o faça novamente este mês. A situação fiscal parece parecer um pouco mais complexa, depois que o Reserve Bank atualizou sua projeção de déficit fiscal para cima neste e no próximo ano, para 2,5% e 2,1% do PIB, respectivamente. O banco enfatiza que o país tem o menor nível de dívida pública da região, que as expectativas de inflação são menores do que nos Estados Unidos e que o processo de flexibilização monetária está próximo de atingir seu nível neutro. Entretanto, outras instituições financeiras projetam um nível de déficit fiscal acima da meta para o final do ano, deixando de cumprir a regra fiscal pelo terceiro ano consecutivo. No aspecto político, foi oficializado o aumento do salário presidencial para 35.586 soles por mês (~USD 9.990), mais do que o dobro do valor anterior. Essa notícia não foi bem recebida pela população, onde o presidente já tem um dos mais altos níveis de desaprovação do mundo (93%). Além disso, algumas

figuras políticas polêmicas, como Antauro Humala e o ex-presidente Pedro Castillo, reapareceram no cenário eleitoral. Embora nenhum deles possa se candidatar à presidência, eles podem concorrer a uma cadeira no Congresso. Essa possibilidade levou alguns partidos a considerar sua incorporação, com o objetivo de capitalizar o apoio que ainda têm entre determinados setores do eleitorado. Sua eventual participação acrescenta ainda mais ruído a uma temporada eleitoral já marcada pela polarização e fragmentação. Por outro lado, o mercado acionário mais uma vez fechou um mês positivo, com um retorno de 5,2% em termos de dólares, o que lhe permitiu recuperar parte da defasagem acumulada durante o primeiro semestre do ano em comparação com o restante da região. Em termos de valorizações, os índices permaneceram descontados, já que foram negociados abaixo da média de 10 anos da relação P/E *fwd*, enquanto em junho foram observados fluxos positivos para o principal ETF, representando 2% do AUM. Assim, com um mercado se aproximando dos níveis *de desempenho superior* da região e uma economia saudável, mas com instabilidade política persistente, decidimos **manter nossa posição neutra nas ações peruanas**.

Na **Argentina**, a inflação em maio surpreendeu ao romper a barreira mensal de 2%, ficando em 1,5%, o menor valor em cinco anos. Essa desaceleração foi explicada por fatores específicos, como pressões menores nos setores de alimentos e transportes e uma moderação na variação dos preços regulados. Por outro lado, durante a última semana, uma comissão técnica do Fundo Monetário Internacional visitou a Argentina para revisar os requisitos do acordo de financiamento. Do ponto de vista fiscal, os resultados do país têm sido ainda melhores do que as exigências do FMI, com um superávit primário de 0,8% do PIB nos primeiros cinco meses do ano. Entretanto, a revisão do acúmulo de reservas internacionais foi adiada para julho, devido às dificuldades que a Argentina tem enfrentado nessa área. O governo finalmente optou por intervir no mercado futuro a fim de conter a volatilidade da taxa de câmbio, com a aprovação do Fundo Monetário Internacional (FMI). Essa ação marcou a primeira medida dentro do novo esquema de taxas de câmbio, que, até agora, se caracterizava por evitar intervenções diretas, de acordo com o foco em priorizar o controle da inflação, o que dificultou o cumprimento de certos compromissos do acordo. Nesse contexto, o governo enfrenta um dilema monetário importante antes das eleições de meio de mandato em outubro, em que ainda não está totalmente claro o impacto que a condenação da ex-presidente Cristina Fernández pode ter sobre as intenções de voto. Além disso, há a recente queda no Índice de Confiança no Governo, o que aumenta a incerteza quanto ao resultado favorável das eleições para o partido governista. Nesse contexto, as conversas estão progredindo entre La Libertad Avanza e Propuesta Republicana para formar uma aliança na província de Buenos Aires, a região com o maior número de eleitores e onde a oposição tradicionalmente consegue prevalecer. Por outro lado, o PIB no primeiro trimestre cresceu 5,8% em relação ao ano anterior, abaixo do projetado, e impulsionado principalmente pelo crescimento do investimento. Embora os dados de atividade do primeiro trimestre tenham decepcionado abaixo das expectativas, os de abril surpreenderam acima das expectativas, recuperando parte da perda observada anteriormente. Quanto ao fluxo, as saídas do principal ETF de 7% de AUM foram retomadas no mês passado, após fluxos positivos em maio. Assim, embora os dados inflacionários e fiscais sejam positivos, persiste a incerteza com relação à política cambial para o restante do ano. As eleições de meio de mandato são uma questão fundamental para o projeto de governo de Milei, em um contexto em que a economia ainda é frágil e exposta a choques internos e externos, portanto, decide-se **manter uma posição neutra nas ações argentinas**.

CHINA: Decidiu-se neutralizar a exposição às ações chinesas a partir do overweight.

Em junho, as ações subiram USD 3,1%, com *desempenho inferior ao de* seus pares regionais. Embora as ações tenham subido 36,5% desde o piso em setembro de 2024 e tenham retornado USD 15,9% no acumulado do ano, nos últimos

três meses o mercado de ações não teve tração e subiu apenas USD 0,4%. Os investidores internalizaram alguns eventos negativos, como uma possível pausa no estímulo econômico por parte das autoridades.

Quanto às notícias positivas, a China e os EUA confirmaram ter chegado a um acordo comercial, no qual a China prometeu revisar e aprovar os controles de exportação de mercadorias para os EUA, incluindo remessas de terras raras, enquanto os EUA cancelariam uma série de medidas restritivas contra a China. Dessa forma, o mercado corrigiu para cima suas expectativas de crescimento econômico para este ano, de modo que, em vista da melhoria das perspectivas econômicas, uma pausa no estímulo econômico está começando a ser internalizada, pelo menos até setembro, desde que os dados econômicos permaneçam em linha com a meta de crescimento econômico de 5% autoimposta. Por sua vez, o primeiro-ministro disse estar confiante em um crescimento econômico sólido e estável.

Na mesma linha, o índice PMI do setor industrial melhorou para 50,4 pontos em junho, saindo do território contracionista em maio. As vendas no varejo surpreenderam ao crescer 6,4% a.a. em maio, enquanto a produção industrial decepcionou ao crescer 5,9% a.a. no mesmo mês. Entretanto, de uma perspectiva de longo prazo, permanece uma grande lacuna entre esses indicadores, em linha com o excesso de capacidade do gigante asiático. Por outro lado, as perspectivas para o consumo doméstico não mostram uma aceleração sustentada. Ao mesmo tempo, para a segunda metade do ano, o programa que estimula a demanda doméstica teria menos recursos disponíveis do que na primeira metade do ano.

Por outro lado, a pressão deflacionária continua. Embora a inflação de junho ainda não seja conhecida, o consenso do mercado espera uma variação nula em termos anuais, enquanto alguns agentes antecipam que os preços continuarão pelo quinto mês consecutivo em território negativo (-0,1% anual). Nessa linha, as autoridades anunciaram um plano para lidar com os preços baixos, tanto para o consumidor quanto para o produtor, mas sem detalhes. Enquanto isso, o banco central decidiu manter as taxas de empréstimo de 1 ano e 5 anos em 3,00% e 3,50%, respectivamente, em sua reunião de junho, e o mercado está dividido entre cortar mais as taxas ou mantê-las inalteradas até o final do ano.

Embora as ações estejam sendo negociadas de forma atraente em sua relação P/E *fwd*. em relação à sua média histórica e a projeção de crescimento dos lucros tenha sido corrigida para cima no último mês, para 8,3% neste ano, não foram observadas entradas ou saídas líquidas de fluxos de investimento no último mês para o principal ETF do país.

No contexto de notícias positivas, mas com o risco de uma pausa no estímulo econômico, valuations atraentes e revisão para cima do crescimento dos lucros, mas com a falta de *momentum* e fluxos de ações, **decidiu-se neutralizar o posicionamento em ações chinesas de overweight.**

EMERGING ASIA EX CHINA: Decisão de mudar para OW Neutro

Na época da decisão de posicionamento, os mercados acionários da Ásia Emergente ex-China pareciam mais atraentes em comparação com o gigante asiático. Os mercados sul-coreanos e taiwaneses haviam aumentado o *ímpeto* das ações de tecnologia em todo o mundo, e esses dois países e a Índia são historicamente aliados dos EUA e pareciam relativamente mais bem posicionados para lidar com o fim da trégua comercial, que deveria expirar em 9 de julho.

Em junho, o mercado acionário **indiano** teve um retorno de USD 3,2%, com *desempenho inferior ao* de seus pares regionais. A rúpia se desvalorizou marginalmente em 0,2% em relação ao dólar, mas foi a única moeda a se desvalorizar

junto com as Filipinas na região, enquanto o dólar (DXY) perdeu 2,5% de seu valor no mesmo mês. Nesse contexto, as ações indianas no acumulado do ano tiveram um retorno de USD 5,7% até 2 de julho, ficando atrás da região e mostrando uma falta de tração no mercado, apesar dos fundamentos claros. O principal obstáculo são as altas valuations, que voltaram a ser negociadas acima da média histórica do índice P/E *fwd*, depois de alguns meses sendo negociadas abaixo desses níveis. No entanto, do lado do fluxo, há sinais mistos; em primeiro lugar, observam-se entradas líquidas de fluxos de investimento para o principal ETF em 12% do AUM no último mês; no entanto, os fluxos de investidores estrangeiros registraram uma saída líquida até agora neste ano, em linha com a falta de tração no mercado de ações. Por outro lado, as expectativas de crescimento dos lucros foram corrigidas para cima no último mês, antes da temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre. No futuro, as valuations continuam a obstruir a atratividade das ações indianas em relação a seus pares regionais, que têm valuations mais atraentes e *momentum* acionário. Do ponto de vista econômico, a resiliência continua a ser o tom e os indicadores PMI de manufatura e serviços permaneceram amplamente expansionistas em junho e até melhoraram em relação ao mês anterior. Quanto à inflação, ela continua a desacelerar e, em maio, caiu para 2,8% a/a e, para o terceiro trimestre, espera-se que a inflação permaneça abaixo de 3%. Em sua última reunião, a autoridade monetária mudou sua postura de expansionista para neutra, de modo que, na reunião de agosto, espera-se que a taxa permaneça em 5,50%, embora alguns agentes do mercado esperem que ela retome a flexibilização no quarto trimestre, após uma transmissão de liquidez mais limitada do que o esperado e os efeitos da incerteza global. Na frente geopolítica, o ministro do comércio destacou que um acordo comercial com os EUA só ocorrerá se ambos os lados se beneficiarem e que o interesse nacional é primordial. No contexto de valuations apertadas, falta de tração no mercado acionário e sinais mistos nos fluxos de investimento, decidimos **manter as ações indianas neutras**, levando em conta a resiliência econômica e seu perfil defensivo antes de julho, um mês que pode ser marcado por alta volatilidade ligada às tarifas.

Em junho, as ações **sul-coreanas** tiveram um retorno de USD 18%, *superando seus* pares regionais e mantendo o excepcional *momentum* das ações, enquanto o won se valorizou 2,1% em relação ao dólar no mesmo mês. O sentimento dos investidores melhorou após o fim da incerteza doméstica e a eleição do Presidente Lee Jae-myung. O presidente foi rápido em aprovar um orçamento adicional de USD 22,2 *bilhões* para mitigar o enfraquecimento da economia, em linha com sua campanha eleitoral sobre uma política fiscal expansionista. Em relação à política externa, o presidente sinalizou um compromisso de chegar a um acordo comercial com os EUA, enquanto os negociadores sul-coreanos sinalizaram a necessidade de conversações após 9 de julho, mas mantiveram uma perspectiva otimista. Mais recentemente, Trump enviou a carta de atualização tarifária ao Presidente Lee, sinalizando a imposição de tarifas de 25% sobre os produtos importados da Coreia do Sul, a partir de 1º de agosto. Do lado macroeconômico, há sinais de melhora e o índice PMI de manufatura, embora ainda em território contracionista em junho, melhorou em relação ao mês anterior. Enquanto isso, a confiança do consumidor em junho atingiu o maior nível em quatro anos, ao passo que as exportações de junho se recuperaram (4,3% a.a.), após contração em maio, impulsionadas pelos embarques de semicondutores. Assim, o mercado revisou para cima o crescimento econômico para este ano, pela primeira vez, para 1,0%, após revisões consecutivas para baixo desde outubro do ano passado. A inflação permanece próxima da meta do banco central e, em junho, foi de 2,2% a/a e espera-se que permaneça próxima de 2% até o final do ano. Do lado da política monetária, o Banco Central poderia flexibilizar a taxa de referência em vista da notificação de Trump sobre tarifas. Antes disso, o consenso de mercado esperava que a taxa permanecesse em 2,50% na reunião de julho, embora com cortes de 50 bps. no restante do ano. Por outro lado, os valuations continuam atraentes na relação P/E *fwd*. em relação à sua média histórica, embora menos confortáveis do que no mês passado, enquanto no último mês foram observadas entradas líquidas de 21% do AUM para o ETF principal e as projeções de crescimento dos lucros foram corrigidas para cima no

mesmo período. Tendo como pano de fundo dados econômicos melhores, *momentum*, fluxos de entrada, valuations atraentes e correção para cima do crescimento dos lucros, **a decisão é manter o overweight em ações sul-coreanas.**

As ações **taiwanesas** retornaram USD 6,1% em junho, ficando atrás apenas das ações sul-coreanas, e impulsionadas pelo *momentum* das ações de tecnologia, enquanto o dólar taiwanês valorizou-se 2,2% em relação ao dólar americano no mesmo mês. Do ponto de vista econômico, o PMI industrial de junho permaneceu em território contracionista (47,2 pontos), mas as exportações cresceram 34% em relação ao ano anterior no mesmo mês, impulsionadas pela demanda por semicondutores, e as remessas desses produtos continuam a crescer em dois dígitos. As surpresas positivas no setor de exportação levaram a uma correção para cima nas projeções de crescimento econômico do mercado para 3,0% este ano, em comparação com os 2,6% anteriores. Na frente da inflação, a inflação continua a desacelerar em junho pelo terceiro mês consecutivo, para 1,4% a/a, e, embora alguns participantes do mercado estejam começando a internalizar um corte na taxa para o restante do ano, isso não é consenso de mercado e outros esperam que ela continue em 2,00%. Quanto ao mercado, os valuations estão sendo negociadas em torno de sua relação P/E *fwd*. média histórica e parecem menos atraentes do que no mês passado, enquanto, no último mês, a projeção de lucros foi corrigida para baixo, mas acima de seus pares regionais. Além disso, os ingressos líquidos no principal ETF do país foram de 12% do AUM. Assim, considerando o *momentum* das ações, a correlação com o *momentum* das ações globais de tecnologia e os influxos, decidimos **fazer um overweight da exposição às ações de Taiwan, passando de neutro para neutro.**

As ações **indonésias** reverteram seu *ímpeto* e caíram USD 4,8% em junho, permanecendo erráticas após um aumento de USD 9,5% em maio, enquanto a rupia se valorizou 0,5% em relação ao dólar. As políticas expansionistas do Presidente Prabowo levaram a uma correção para cima da perspectiva de déficit fiscal para 2025, para 2,8% do PIB, em comparação com os 2,5% do Ministério das Finanças. Por outro lado, Trump sinalizou uma atualização da taxa tarifária sobre produtos de origem indonésia para 32%, a mesma anunciada em 2 de abril. Enquanto isso, o índice PMI do setor industrial acelerou sua queda para o território contracionista em junho, atingindo 46,9 pontos. A inflação acelerou para 1,9% a.a. em junho, enquanto o banco central manteve a taxa de referência em 5,50% na reunião do mesmo mês. Quanto ao mercado, os valuations estão sendo negociadas de forma atrativa em uma relação P/E em relação ao seu histórico, embora no último mês tenha havido saídas líquidas do principal ETF de 46% do AUM e uma contração antecipada dos lucros em 2025. Nesse contexto de um mercado de ações errático, mas com valuations atraentes e fortes saídas, decidimos **manter nossa exposição às ações indonésias em neutro.** Por outro lado, as ações **tailandesas** caíram USD 3,8% em junho, dando continuidade ao *desempenho inferior* em relação a seus pares regionais nos meses anteriores e acumulando uma queda de USD 16% até o momento neste ano, sendo o mercado de pior desempenho na Ásia EM ex-China. Entretanto, no curto prazo, não há catalisadores claros para uma correção para cima; pelo contrário, o ambiente continua a se deteriorar para as ações tailandesas. Na frente política, a primeira-ministra foi suspensa para uma investigação ética, semelhante à investigação que levou ao impeachment de seu antecessor. Esse processo pode durar entre um e três meses e pode prejudicar a aprovação do orçamento de 2026, que será votado em agosto, provocar uma queda no investimento privado e até mesmo aumentar a probabilidade de eleições antecipadas. Na frente econômica, o PMI de manufatura melhorou para 51,7 pontos em junho, enquanto Trump notificou o reino de que ele enfrentará novamente tarifas de 36% (em linha com o que foi anunciado em 2 de abril), a partir de 1º de agosto. Com relação aos preços, a inflação continua sob pressões deflacionárias em junho, pelo terceiro mês consecutivo em território contracionista (-0,3% a/a). Quanto à política monetária, o banco central decidiu manter a taxa de referência em 1,75% na reunião de junho, mas, daqui para frente, em meio à nova crise política, ela poderá ser reduzida em mais de 50 bps nos próximos 12 meses. Quanto ao mercado, as ações estão sendo negociadas com valuations atraentes de P/E e, no último mês, foram

observadas entradas líquidas no principal ETF, embora a projeção de crescimento dos lucros tenha sido corrigida para baixo. Assim, dadas as pressões deflacionárias, a crise política e a incerteza doméstica, a falta de catalisadores de curto prazo e a correção para baixo dos lucros, optou-se por **manter o *underweight* em ações tailandesas**.

EMEA

A decisão foi tomada para diminuir o *underweight* nas ações da região no caso de um portfólio de mercados emergentes.

As ações sul-africanas tiveram um desempenho inferior ao de seus pares regionais e subiram USD 4,3% em junho, em linha com a correlação positiva entre as ações sul-africanas e o preço do ouro, que subiu apenas USD 0,3%, enquanto o ZAR se desvalorizou 1,5% em relação ao dólar. Enquanto isso, a política interna no último mês impulsionou o sentimento dos eleitores; os partidos do Governo de Unidade Nacional (GNU) se comprometeram a priorizar o crescimento econômico, a criação de empregos e a proteção da Constituição, além de aprovar o orçamento, que estava quatro meses atrasado, já que o partido DA se opôs à implementação do aumento do IVA, uma medida que foi finalmente removida e aprovada no orçamento. A melhora no cenário político e o maior envolvimento dos partidos melhoraram o sentimento dos eleitores e o apoio ao GNU aumentou. A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) observou que a África do Sul precisa de reformas estruturais para aumentar a produtividade, reduzir a pobreza e o desemprego. Essas reformas incluem: (i) reduzir as barreiras comerciais, (ii) resolver a escassez de eletricidade e (iii) melhorar o planejamento urbano. Embora a inflação permaneça sob controle (2,8% a.a. em maio), a instituição espera que a inflação acelere ainda mais para 3,2% até o final do ano e 4,2% no próximo ano. Na mesma linha, o Banco Mundial aprovou um financiamento de USD 1,5 bilhão para o plano de modernização da infraestrutura da África do Sul, que se concentrará na infraestrutura de energia e na logística de frete. No que diz respeito à política monetária, o Banco Central cortou 50 bps. até agora neste ano, até sua última reunião em maio, reduzindo a taxa além das expectativas do mercado neste ano (25 bps.), de modo que, para a reunião de julho, espera-se que a taxa permaneça em 7,25% até o final do ano e retome a redução no próximo ano. No mercado acionário, as ações foram negociadas com valuations atraentes na relação P/E *fwd*. e, durante o último mês, foram observadas entradas líquidas de fluxos de 3% do AUM, enquanto a projeção de crescimento dos lucros para este ano foi corrigida para cima. No contexto de valuations atraentes, retorno dos fluxos de entrada, mas perspectiva econômica fraca, correlação do mercado de ações com o ouro e a perda de *momentum* do metal precioso, **decidimos manter as ações sul-africanas em neutro**.

As ações turcas tiveram um retorno de USD 9,0% em junho, liderando o desempenho da região e *superando* seus pares. Enquanto isso, a lira turca se desvalorizou 1,5% em relação ao dólar e, no primeiro semestre do ano, acumulou uma desvalorização de 11%, pressionada pelo ambiente político doméstico e apesar de o dólar ter perdido ~ 11% de seu valor no mesmo período. As ações foram impulsionadas depois que o Tribunal decidiu adiar o julgamento com o partido de oposição CHP, dissipando parcialmente a incerteza de curto prazo. No médio prazo, entretanto, o ambiente doméstico continua frágil e incerto, com grande agitação social e polarização em relação à repressão política. Na frente macroeconômica, o índice PMI do setor industrial caiu ainda mais em território contracionista, atingindo 46,7 pontos em junho. Quanto à inflação, ela permaneceu em 35% ao ano em junho, enquanto se espera que o reajuste do salário mínimo no meio do ano não ocorra para não aumentar as pressões inflacionárias e demonstrar o compromisso das autoridades com a convergência da inflação. Por sua vez, o banco central manteve a taxa de referência em 46% para sustentar a moeda em meio a pressões de desdém, embora o mercado continue a prever que a autoridade voltará à

flexibilidade monetária nos próximos meses. Quanto ao mercado, as ações são negociadas com valuations *ajustadas* de P/E e entradas líquidas no principal ETF no último mês, enquanto a projeção de crescimento dos lucros para este ano é corrigida para baixo, de ~60% em março para uma contração de 3%. Em um cenário de projeções de lucros em baixa, valuations apertadas, deterioração econômica e incerteza política, decidimos **manter nosso posicionamento *underweight* em ações turcas.**

As ações **sauditas** subiram USD 1,7% em junho, *superando o desempenho* de seus pares regionais, já que os preços do petróleo Brent subiram USD 6,3%, impulsionados pelas tensões no Oriente Médio. Essa economia altamente dependente do petróleo continua sob pressão devido a uma perspectiva de petróleo mais fraca, e as receitas de exportação de petróleo caíram para uma baixa de quatro anos, com uma tendência de queda acentuada a partir de 2022. Olhando para o futuro, as perspectivas de curto e médio prazo continuam sob pressão. A Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciou aumentos de produção de 411.000 barris por dia em maio, junho e julho, e em agosto o mercado previu a continuação da política; no entanto, os membros aceleraram o aumento da oferta para mais 548.000 barris por dia. O aumento da oferta pressiona para *baixo* os preços *das commodities*, quando as perspectivas de demanda continuam fracas. O Fundo Monetário Internacional (FMI), por sua vez, destacou a resiliência econômica do setor não petrolífero do reino, mas observou que a demanda mais fraca por petróleo e a maior incerteza mantêm a economia vulnerável. Quanto ao PMI do setor industrial, ele subiu para 57,2 pontos em junho. Do lado do mercado, os valuations permanecem atraentes em uma relação P/E e mais folgadas do que no mês anterior, mas no último mês foram observadas saídas líquidas de 2% do AUM do principal ETF, enquanto a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para baixo. Em um cenário de fluxos de saída, correção para baixo do crescimento dos lucros, alta correlação com o petróleo e deterioração das perspectivas para o petróleo, a **decisão é tomar a decisão de deixar as ações sauditas com peso inferior ao neutro.**

RENDIA FIXA

TÍTULOS DOS EUA: Mantém-se OW em títulos do tesouro de 2 anos, neutro em títulos do tesouro de 10 anos, UW em títulos do tesouro de 30 anos e neutro em TIPS.

Junho foi marcado por vários fatores que afetaram a trajetória das taxas durante o mês. As tensões fiscais aumentaram à medida que o processo *do OBBS* avançava, pressionando especialmente a extremidade longa da curva. Em meados do mês, foi realizada a reunião de política monetária do Fed, na qual ele optou por manter a taxa de referência em 4,50%. Embora a mensagem tenha sido um pouco mais *hawkish* após a atualização *do Dot Plot*, os dois cortes projetados para o final do ano foram mantidos. Entretanto, nos dias que se seguiram, três membros do FOMC fizeram declarações sugerindo um corte em julho. Ao mesmo tempo, Donald Trump insinuou a possibilidade de nomear um novo presidente do Fed, criando a figura de um possível *Shadow Chairman* para a última etapa do mandato de Jerome Powell. Esse conjunto de sinais, somado à correção para baixo no crescimento no primeiro trimestre, levou o mercado a internalizar um viés mais expansionista na política monetária para o segundo semestre do ano, gerando uma queda nas taxas, principalmente na ponta curta da curva. Finalmente, nos primeiros dias de julho, foram divulgados os dados do mercado de trabalho, que surpreenderam positivamente e levaram a uma recuperação das taxas, moderando novamente as expectativas de cortes nas taxas para o restante do ano.

Em relação aos dados econômicos, a inflação de maio (IPC) mostrou uma ligeira aceleração para 2,4% a/a, em linha com as expectativas do mercado, enquanto o componente central surpreendeu abaixo das expectativas pelo quarto mês consecutivo, permanecendo em 2,8%. Para junho, espera-se uma aceleração moderada, em que o impacto das tarifas sobre o índice de preços começará a se refletir, gerando novas pressões inflacionárias à medida que se torna claro se o impacto será transitório ou mais permanente. Por outro lado, o mercado de trabalho novamente surpreendeu positivamente com a criação de empregos acima do esperado, mas mostrando fragilidade no setor privado.

Em sua reunião de junho, o Fed decidiu deixar a taxa referencial inalterada em 4,50%, reiterando sua abordagem de esperar para ver e a dependência dos dados. A atualização *do Dot Plot* mostrou um viés um tanto *hawkish*, com menos formuladores de políticas vendo dois cortes nas taxas até o final do ano, mas mantendo a mesma mediana de março. Paralelamente, sinais de divisão dentro do FOMC começaram a se tornar evidentes, em meio às crescentes pressões políticas de Donald Trump. Três conselheiros fizeram declarações *dovish*, alinhando-se, em parte, com as visões mais expansionistas de Trump, que declarou publicamente sua intenção de nomear um novo presidente do Fed mais cedo. Apesar desses movimentos, Powell sinalizou que a autoridade monetária continuará a agir com cautela, aguardando sinais mais claros da inflação e da evolução do mercado de trabalho. Nesse contexto, o mercado espera uma nova pausa na reunião de julho, enquanto avalia o impacto efetivo das tarifas sobre os preços, que o Fed declarou que seria transitório.

O mercado começou a internalizar um cenário de mais flexibilização monetária após a reunião do mês passado, apontando para três cortes até o final do ano. Entretanto, após os fortes dados de emprego, o mercado se moderou e voltou a esperar dois cortes, como fazia antes da reunião de junho e em linha com as sugestões da autoridade monetária. Nesse contexto, e em combinação com o aumento dos ruídos fiscais e comerciais, as taxas de juros nos primeiros dias do mês subiram, a taxa *do tesouro* de 10 anos estava acima de 4,43%, enquanto a taxa *do tesouro* de 2 anos estava acima de 3,92%, com uma curva que permanece íngreme com um spread de 10-2 anos de cerca de 50 bps.

Quanto à volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimentos dos títulos do Tesouro - permaneceu em níveis relativamente moderados, abaixo de 100 pontos, e até mesmo abaixo de sua média de cinco anos (95 pontos) durante a maior parte de junho, em linha com a recuperação do mercado. Os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 5 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, apresentaram aumento nos primeiros dias de julho, registrando 2,43% e 2,36%, respectivamente. Essa recuperação é consistente, considerando que os próximos dados de inflação começariam a incorporar o impacto das tarifas, gerando algum desacoplamento das expectativas de inflação no curto e médio prazo, embora sem gerar uma desancoragem das expectativas em relação à meta de 2%.

Com base no exposto, embora o crescimento econômico seja revisado para baixo em geral, não projetamos uma recessão nos EUA no médio prazo. Por outro lado, projeta-se que os ruídos fiscais, inflacionários e comerciais permaneçam elevados no curto prazo, à medida que a nova lei tributária, os efeitos inflacionários das tarifas e os anúncios de novas tarifas pelo atual governo forem internalizados. Nesse contexto, é mantida uma posição de duration curta em relação ao *benchmark*, mantendo o OW em títulos do tesouro de 2 anos e o UW em títulos do tesouro de 30 anos, em resposta à volatilidade demonstrada pelas taxas longas diante das notícias fiscais e do retorno das tensões comerciais. Por outro lado, a posição neutra em *treasuries* de 10 anos é mantida, dado o nível das taxas e uma possível desaceleração econômica nos EUA. Finalmente, uma posição neutra em TIPS é mantida.

INVESTMENT GRADE GLOBAL: Manutenção da posição UW.

A volatilidade do mercado permaneceu moderada durante a maior parte de junho, embora as tensões tenham começado a ressurgir no final do mês, com a aproximação do fim da trégua tarifária de 90 dias. Os atritos comerciais voltaram a ser o centro das atenções no cenário internacional, com novas ameaças do Presidente Donald Trump.

Nesse contexto, o Fed decidiu deixar a taxa básica inalterada em 4,50%, reiterando sua abordagem de "*esperar para ver*", com ênfase na dependência de dados, e também mantendo a postura adotada em março, de acordo com a atualização *Dot Plot*, que projeta dois cortes para o final do ano, embora com um viés ligeiramente mais restritivo nas projeções futuras. Como resultado, o mercado espera uma pausa na reunião deste mês e um corte de 25 bps na faixa de taxas em setembro. As projeções macroeconômicas também foram revisadas, com uma redução nas estimativas de crescimento e um aumento nas expectativas de inflação para o final do ano. Embora após a reunião alguns membros do FOMC tenham sugerido a possibilidade de um corte em julho, o que levou o mercado a considerar um cenário mais expansionista, as surpresas positivas na criação de empregos em junho dissiparam essas expectativas, e tudo indica que a postura do Fed permanecerá inalterada no curto prazo.

Na Europa, dados favoráveis de inflação em maio permitiram que o BCE reduzisse sua taxa de depósito para 2,00%. A inflação de junho ficou em linha com as projeções do mercado, atingindo a meta anual de 2,0%, enquanto os analistas preveem uma pausa em julho e a retomada do ciclo de cortes em setembro. Por outro lado, o consenso da Bloomberg manteve sua projeção de crescimento em 0,2% para este ano. Assim, tanto o Fed quanto o BCE manteriam suas taxas nos níveis atuais neste mês, com expectativas de uma redução de 25 bps nas reuniões de setembro.

Em junho, a classe global de ativos *Investment Grade* retornou USD 1,4%, em linha com a queda das taxas em todo o mundo. Embora esse tipo de instrumento apresente alguma atratividade, dada a sua qualidade de crédito e o *rendimento* de 4,5%, *os spreads voltaram a se comprimir* para níveis próximos aos do início de abril, mostrando um nível bastante apertado e inconsistente em relação ao cenário econômico dos EUA, dando espaço para possíveis expansões de spread. Além disso, a *duration* mais longa dessa categoria nos leva a ser mais cautelosos com relação a outras alternativas globais de renda fixa. Como resultado, **a posição *underweight* no *Global Investment Grade* é mantida.**

GLOBAL HIGH YIELD: Passa de neutro para UW.

O *High Yield* registrou um excelente retorno mensal de 1,8% em junho, impulsionado tanto pela queda das taxas básicas quanto pela compressão *do spread* em um ambiente financeiro caracterizado por baixa volatilidade e maior apetite por risco. Esse desempenho favorável ocorreu em um contexto relativamente estável, embora possa ser revertido em julho devido ao retorno das tensões comerciais, especialmente devido a novos anúncios, ameaças e negociações conduzidas pelo Presidente Trump. Por outro lado, o Fed cortou sua projeção de crescimento econômico para este e o próximo ano, refletindo uma visão mais cautelosa sobre o desempenho econômico de médio prazo. Em termos de *spreads*, a compressão observada após o rali que se seguiu ao *Dia da Libertação* continuou, com uma queda mais pronunciada nos EUA, onde os *spreads* estão perto de 100 bps abaixo de sua média histórica, evidenciando uma avaliação exigente em relação ao cenário econômico atual.

A classe de ativos continua a oferecer um *rendimento* atraente, que, embora ligeiramente abaixo do nível do mês anterior, de 7,0%, ainda permanece acima de sua média histórica. Entretanto, os *valuations* estão começando a parecer cada vez

mais apertados, especialmente considerando o ambiente de alta incerteza associado aos anúncios comerciais e uma economia que mostra sinais de desaceleração. Esse cenário aumenta a probabilidade de uma maior ampliação do *spread* no curto prazo, limitando o potencial de valorização do segmento e aumentando o risco para os investidores. Com base no exposto, a **posição do Global High Yield foi elevada de neutra para UW**.

DÍVIDA EMERGENTE: Decidiu-se manter a posição neutra em dívida soberana, mover os títulos corporativos IG de neutros para OW e manter o posicionamento neutro em títulos corporativos HY e mercados locais.

Em junho, a curva de rendimento do Tesouro dos EUA caiu de forma generalizada, com a extremidade curta da curva se movendo de forma mais acentuada, levando a uma nova inclinação. Após a reunião do Fed, o mercado começou a internalizar um número maior de cortes, o que levou as taxas a caírem acentuadamente na última parte do mês. As taxas no resto do mundo tenderam a seguir os movimentos dos rendimentos dos EUA, embora com ajustes mais suaves, refletindo uma resposta mais branda à dinâmica do mercado dos EUA. Durante o último mês, a dívida soberana emergente rendeu USD 2,4%, superando o desempenho também positivo de sua contraparte de economia desenvolvida (USD 1,0%). Por sua vez, a dívida corporativa emergente registrou um *desempenho* de USD 1,4%, no mesmo nível da dívida corporativa desenvolvida.

Para a dívida soberana, apesar do excelente desempenho no mês passado e do desempenho positivo até agora neste ano, o cenário global continua incerto, e alguma volatilidade adicional poderia ser adicionada pelo contexto comercial. Por outro lado, embora o mercado tenha começado a internalizar um cenário mais expansionista do Fed, ainda não há certeza de que os cortes serão retomados no curto prazo, as pressões inflacionárias têm se dissipado e o efeito das tarifas seria transitório, enquanto os dados positivos de emprego dão suporte à postura de "*esperar para ver*", mantendo a dependência dos dados. Dessa forma, é mantida uma postura neutra em relação à dívida soberana emergente.

Com relação à dívida corporativa emergente, a posição de títulos corporativos *com investment grade* passou de neutra para *overweight*. Em junho, a classe de ativos manteve um desempenho positivo, com retorno de USD 1,3%, atingindo um desempenho de USD 4,1% no primeiro semestre do ano. Os *spreads* dessa classe de ativos apresentaram um aumento significativo durante a última parte do mês, ao contrário de suas contrapartes desenvolvidas, que já estão em níveis próximos aos observados antes do rali *pós-Dia da Libertação*, abrindo uma oportunidade relativa devido ao desacoplamento dos *spreads*. Por outro lado, os *rendimentos* oferecidos por esses instrumentos permaneceram relativamente estáveis desde o final de 2024, e estão acima de seu valor histórico de 10 anos e acima dos *rendimentos* dos títulos corporativos dos EUA com o mesmo grau de investimento.

Em *High Yield*, a classe de ativos registrou um desempenho positivo de USD 1,5% em junho, em linha com o bom momento das ações, e alcançou um rendimento de USD 4,2% no primeiro semestre do ano. A classe de ativos tem *rendimentos* atraentes de acordo com os padrões históricos, o que pode incentivar os influxos de capital. Por outro lado, a compressão do *spread* após os aumentos de abril ficou atrás de seus pares desenvolvidos, demonstrando maior cautela dos investidores em relação a esses instrumentos. Em consonância com isso, o diferencial de *spread* entre o CEMBI HY e os EUA está agora em sua média de cinco anos. Como resultado, decidimos manter nossa exposição à dívida emergente de *high yield* em nível neutro.

Em relação aos *mercados locais*, as moedas emergentes mantiveram a tendência de alta que apresentaram este ano, registrando mais um mês de ganhos. Ao mesmo tempo, o dólar permaneceu fraco e acumulou uma desvalorização de

2,5% em junho. Embora essas tendências tenham se mantido ao longo do ano, parte do ganho das moedas emergentes se deve ao persistente comportamento de baixa do dólar. Assim, se essa fraqueza do dólar se tornar ainda menos pronunciada, ou parar no curto prazo, a valorização das moedas emergentes poderá se moderar ou se tornar menos significativa. Portanto, a posição neutra nos *mercados locais* é mantida.

De acordo com o exposto acima, a **posição em dívida soberana emergente, títulos corporativos *HY* e mercados locais é mantida neutra, e a posição em títulos corporativos *IG* é movida de neutra para *OW*.**

Exposição cambial | Julho de 2025

Moedas	Bench.	Jun	Jul	OW/UW		Câmbio
USD	55,1%	55,1%	55,1%	N		
EUR	7,5%	7,7%	6,9%	UW	-0,5%	-
GBP	1,5%	0,9%	0,9%	UW	-0,5%	
JPY	2,4%	2,6%	2,9%	OW	0,5%	+
GEMs	33,7%	33,8%	34,3%	OW	0,6%	+
	100,0%	100,0%	100,0%			

O resultado da alocação da TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, que, se não estiver refletindo nossa visão, é ajustada com posições compradas e/ou vendidas. Neste mês, a posição em dólar é neutralizada e transferida para o iene e moedas emergentes *da OW*.

Resultados globais do TAACo| Junho de 2025

Categoria de atividade / Região	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Índices de rentabilidade mensal	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Benchmark	Compass	Curso de Ativo	Seleção
Ações	50%	48%	-2%	4,9%	2,45%	2,37%	-3,1	1,7
Renta Fija	50%	46%	-4%	1,8%	0,90%	0,82%	6,2	-0,8
Caja	0%	6%	6%	0,3%	0,0%	0,02%	-18,1	
Oro	0%	0%	0%	0,3%	0,0%	0,00%	0,0	
Cobertura						0,07%	7,0	
Portfólio					3,35%	3,28%	-8,0	0,9
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								
Europa, exceto Reino Ur	13,7%	13,7%	0,0%	2,2%	0,30%	0,30%	0,0	
Europa Small Cap ex Re	1,2%	1,2%	0,0%	4,0%	0,05%	0,05%	0,0	
REINO UNIDO	2,9%	1,9%	-1,0%	1,4%	0,04%	0,03%	3,5	
Crescimento de grande	17,3%	17,8%	0,5%	5,7%	0,99%	1,02%	0,4	
Valor Large Cap dos EU	14,7%	13,7%	-1,0%	4,7%	0,70%	0,65%	0,2	
Pequenas empresas do	3,5%	2,5%	-1,0%	4,8%	0,17%	0,12%	0,1	
Japão	4,7%	4,7%	0,0%	1,6%	0,08%	0,08%	0,0	
Desarrollados	58,0%	55,5%	-2,5%	4,0%	2,32%	2,24%	4,1	
América Latina	4,4%	5,4%	1,0%	6,1%	0,27%	0,33%	1,2	
LatAm Small Cap	0,8%	1,3%	0,5%	3,8%	0,03%	0,05%	-0,5	
China	12,3%	13,3%	1,0%	3,7%	0,46%	0,49%	-1,2	
EM Ásia ex China	19,6%	19,6%	0,0%	7,7%	1,51%	1,51%	0,0	
EM Ásia Small Cap	4,9%	4,9%	0,0%	6,3%	0,31%	0,31%	0,0	
Emergentes	42,0%	44,5%	2,5%	6,1%	2,58%	2,69%	-0,5	
Ações					4,89%	4,93%	3,6	
Títulos do Tesouro 2Y	8,3%	9,3%	1,0%	0,6%	0,05%	0,05%	-1,2	
Títulos do Tesouro 10Y	11,1%	11,1%	0,0%	1,6%	0,18%	0,18%	0,0	
Títulos do Tesouro 30Y	6,1%	5,6%	-0,5%	2,4%	0,15%	0,14%	-0,3	
Dicas dos EUA	2,6%	2,6%	0,0%	1,0%	0,02%	0,02%	0,0	
IG corporativo global	26,5%	26,0%	-0,5%	2,3%	0,61%	0,60%	-0,3	
HY corporativo global	4,0%	4,0%	0,0%	2,2%	0,09%	0,09%	0,0	
Deuda Desarrollados	58,6%	58,6%	0,0%	1,9%	1,10%	1,08%	-1,8	
EMBI	9,5%	9,5%	0,0%	2,4%	0,23%	0,23%	0,0	
EM Corporativo IG	2,8%	2,8%	0,0%	1,3%	0,04%	0,04%	0,0	
EM Corporativo HY	3,8%	3,8%	0,0%	1,4%	0,05%	0,05%	0,0	
Mercados locais EM	25,3%	25,3%	0,0%	1,5%	0,39%	0,39%	0,0	
Emergência	41,4%	41,4%	0,0%	1,7%	0,71%	0,71%	0,0	
Renda fixa					1,81%	1,79%	-1,8	

*Atualizado ** Desde 2001

Dados em 30 de junho de 2025

Em junho, a TAACo optou por uma posição *underweight* em ações (48%), permaneceu *underweight* em títulos (46%) e *overweight* em caixa (6%). Em 30 de junho, o portfólio teve um ganho mensal de 3,3%, mostrando um *desempenho inferior* em relação ao *benchmark* (3,4%).

Durante o mês, no nível *da análise de atribuição*, (i) **a alocação de ativos** foi prejudicada pelas posições vendidas em ações e compradas em caixa, o que não foi compensado pelos ganhos com renda fixa vendida e cobertura cambial. **A seleção de instrumentos** agregou valor na margem: as ações vendidas no Reino Unido, compradas nos EUA e na

América Latina contribuíram positivamente, enquanto as compradas na China contribuíram negativamente. Na carteira de renda fixa, a posição comprada em títulos do Tesouro dos EUA de 2 anos e vendida em títulos de 30 anos contribuiu negativamente.

Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início**	
TAACo	3,3%	7,6%	9,4%	11,2%	9,3%	6,2%	4,9%	5,3%	10,4%
Benchmark	3,4%	7,6%	9,4%	11,7%	9,4%	5,2%	4,3%	4,1%	10,2%
Perf. inferior/superior (bps)	-7	-2	-4	-50	-15	106	59	122	
Ações	4,9%	12,3%	12,9%	14,9%	13,7%	10,2%	6,5%	4,4%	15,2%
Benchmark	4,9%	12,3%	13,1%	15,3%	14,0%	10,1%	6,4%	3,9%	15,1%
Europe ex UK	2,2%	10,5%	21,8%	15,2%	15,2%	9,5%	4,9%	3,5%	18,4%
Europe Small Cap ex UK	4,0%	16,6%	26,2%	19,5%	12,3%	8,6%	6,2%	7,4%	21,5%
UK	1,4%	8,7%	19,3%	20,0%	14,5%	14,0%	5,3%	5,1%	16,2%
US Large Cap Growth	5,7%	19,2%	5,8%	17,3%	27,0%	19,1%	17,5%	--	20,9%
US Large Cap Value	4,7%	3,1%	7,2%	13,1%	11,9%	13,4%	8,9%	--	14,6%
US Small Caps	4,8%	8,2%	-0,3%	9,2%	11,0%	12,1%	8,3%	9,0%	20,7%
Japão	1,6%	11,2%	10,5%	11,6%	12,7%	6,6%	4,0%	2,3%	14,8%
Desenvolvidos	4,3%	11,5%	9,5%	16,3%	18,3%	14,6%	10,7%	7,3%	14,9%
América Latina	6,1%	15,2%	29,9%	13,4%	11,1%	10,8%	3,8%	7,6%	25,4%
LatAm Small Cap	3,8%	18,6%	33,8%	11,5%	8,1%	5,0%	0,9%	5,8%	26,8%
China	3,7%	2,0%	17,3%	33,8%	3,1%	-1,0%	2,1%	7,8%	28,0%
EM Asia ex China	7,7%	19,1%	12,2%	6,7%	14,3%	13,0%	8,4%	--	17,8%
EM Asia Small Cap	6,3%	19,2%	9,7%	7,5%	12,7%	14,1%	6,1%	9,4%	15,5%
EM Europe and Middle East	4,2%	5,9%	13,5%	15,1%	6,1%	2,3%	-1,8%	2,7%	15,5%
Emergentes	6,0%	12,0%	15,3%	15,3%	10,0%	6,0%	4,9%	8,1%	14,9%
Renda Fixa	1,8%	2,9%	5,7%	8,0%	4,9%	0,6%	2,3%	4,3%	6,5%
Benchmark	1,8%	2,9%	5,7%	8,0%	4,8%	0,2%	1,9%	3,7%	6,5%
Treasuries 2Y	0,6%	1,1%	2,7%	5,4%	2,9%	1,0%	1,4%	2,3%	2,0%
Treasuries 10Y	1,6%	1,0%	5,0%	5,3%	0,1%	-3,4%	0,6%	3,4%	8,0%
Treasuries 30Y	2,4%	-2,2%	2,2%	-0,2%	-6,4%	-10,5%	-0,9%	3,8%	15,5%
TIPS dos EUA	1,0%	0,5%	4,7%	5,8%	2,3%	1,6%	2,7%	4,4%	6,2%
Global Corporate IG	2,3%	4,4%	7,4%	9,6%	5,5%	0,7%	2,6%	4,4%	8,4%
Global Corporate HY	2,2%	4,8%	6,9%	11,9%	10,7%	5,4%	4,9%	7,0%	7,8%
Divida desenvolvidos [1]	1,8%	2,5%	5,6%	7,0%	3,4%	0,0%			
EMBI	2,4%	3,3%	5,6%	10,0%	8,9%	1,8%	3,5%	6,9%	9,3%
EM Corporativo IG	1,3%	1,6%	4,1%	7,0%	5,2%	1,1%	2,9%	--	5,5%
EM Corporativo HY	1,4%	1,2%	3,7%	8,3%	9,1%	3,0%	4,7%	--	7,9%
Mercados locais EM	1,5%	4,7%	6,5%	9,5%	5,4%	2,4%	2,3%	--	7,2%
Divida emergentes [1]	1,7%	3,6%	5,7%	9,3%	6,7%	0,0%			
Caixa	0,3%	1,1%	2,1%	4,7%	4,6%	2,8%	2,0%	1,7%	0,7%
Ouro	0,3%	5,5%	26,0%	41,0%	21,9%	13,2%	10,9%	11,0%	15,0%

* Anualizado ** Desde abril de 2001

[1] Considera Índices de elaboração própria

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe usando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que elas se concretizarão. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Compass, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações aqui contidas. A Compass, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários ou transações de mercado, orais ou escritos, que reflitam uma visão diferente da expressa neste relatório.