

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Jul	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início * **	
TAACo	0,2%	6,2%	9,6%	9,7%	8,3%	5,3%	5,1%	5,3%	10,4%
Referência	0,4%	6,5%	9,8%	10,2%	8,4%	4,3%	4,5%	4,1%	10,2%
Desempenho inferior/superior †	-14	-29	-19	-52	-13	96	60	121	
Ações	1,0%	11,6%	14,0%	14,7%	12,5%	9,0%	6,8%	4,4%	15,2%
Benchmark	1,0%	11,6%	14,3%	15,1%	12,7%	9,0%	6,7%	4,0%	15,1%
Renda Fixa	-0,3%	1,6%	5,4%	5,4%	4,2%	-0,1%	2,3%	4,2%	6,5%
Benchmark	-0,3%	1,6%	5,4%	5,4%	4,1%	-0,4%	1,9%	3,6%	6,5%
Caixa	0,4%	1,1%	2,5%	4,6%	4,7%	2,9%	2,0%	1,7%	0,7%
Ouro	0,3%	-0,1%	26,4%	36,0%	23,5%	10,9%	11,6%	11,0%	14,3%

Resultados em 31 de julho de 2025
*Anualizado ** Desde 2001

Índice

The Fed Throne 1

Alocação de ativos | Agosto de 2025 4

Resultados TAACo Global | Julho de 2025 23

Desempenho histórico 24

The Fed Throne¹

Julho foi marcado por uma série de eventos monetários, fiscais e comerciais que definiram o rumo dos mercados globais, com destaque para os confrontos entre Trump e Powell, que chamaram a atenção dos investidores. O risco de o presidente dos EUA destituir o presidente do Fed é baixo, uma vez que precisa de motivos pesados e justificáveis. Powell liderará o Fed até maio de 2026, data em que deverá ser substituído por uma proposta presidencial.

A isso se somam a renúncia da governadora Adriana Kugler, que será substituída temporariamente até janeiro, data em que Donald Trump poderá nomear seu substituto. Provavelmente, isso significará que Powell terá um aliado de Trump no Comitê exercendo certa pressão sobre suas decisões e a mensagem que o Fed transmitirá.

Além das pressões do executivo sobre a autoridade monetária, tivemos a demissão de uma funcionária relevante do *Bureau of Labor Statistics* após a publicação dos dados de emprego de julho. Durante esse mês, a criação de empregos não agrícolas decepcionou, ficando em 73 mil, enquanto um novo fator de ajuste sazonal levou à correção de períodos anteriores, subtraindo 238 mil postos de trabalho nos dois meses anteriores. Isso levou o presidente dos Estados Unidos a acusar a demitida de manipular os dados e coloca em dúvida a solidez institucional da maior economia do mundo.

Embora os dados sobre o emprego tenham decepcionado o mercado, não são alarmantes e continuam a sugerir que os EUA funcionam sem grandes desequilíbrios

Julho marcado por eventos monetários, fiscais e comerciais

Powell terá um aliado de Trump pressionando

Ruídos institucionais

¹ “The Fed Throne”, inspirado na série Game of Thrones

macroeconômicos. Isto, levou o Fed a manter a taxa de juros inalterada na sua reunião de julho, tal como era esperado, e a enviar uma mensagem mais *hawkish*. Além disso, dois membros do Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) optaram por reduzir as taxas; desde 1993 não víamos dois membros do FOMC emitirem votos dissidentes. Após o discurso, o mercado ajustou suas expectativas para as taxas e passou a esperar, de forma transitória, apenas um corte de 25 pontos-base para o restante do ano. No entanto, após os dados sobre o emprego, duas reduções voltaram a ser internalizadas, causando uma inclinação adicional da curva de taxas de juros.

Com relação ao mandato do Fed, além do pleno emprego, ele deve manter a estabilidade dos preços, com dados de inflação que não têm mostrado grandes pressões por causa dos tarifários. A esse respeito, os serviços apresentam um pouco mais de persistência, enquanto a inflação dos bens continua recuando.

A ausência de desequilíbrios macroeconômicos também foi observada na temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre. As empresas conseguiram, mais uma vez, administrar as expectativas dos analistas e os resultados voltaram a surpreender. Até o momento, 91% das empresas do S&P publicaram seus relatórios do segundo trimestre, apresentando tanto crescimento quanto surpresas positivas nas vendas e nos lucros. Assim como observado em anos anteriores, as *Magnificent 7*² continuam liderando em termos de crescimento dos lucros e, em geral, as empresas não declaram grandes interrupções em suas operações devido às tarifas. Destaca-se o crescente gasto em inteligência artificial que as empresas estão realizando para tornar seus processos mais eficientes. Ainda resta descobrir os ganhos em produtividade que esse fator pode gerar.

A questão fiscal continuará presente nos mercados globais, impactando principalmente os títulos de renda fixa. O presidente Trump deu sinais de que tem interesse em arrecadar mais receitas fiscais, para que, até certo ponto, a expansão do *One Big Beautiful Bill* passe despercebida. Foi assim que ele comemorou o aumento da arrecadação fiscal por tarifas até USD 136 bilhões no acumulado do ano fiscal até julho. No final das contas, tudo parece ser um autêntico *Money game*.

A volatilidade do mercado concentrou-se nas moedas, com o dólar recuperando força em julho e as demais moedas se desvalorizando em relação à moeda norte-americana. As perspectivas para o futuro são incertas: por um lado, no acumulado de agosto, o dólar retoma a trajetória de desvalorização, com um mercado que começa a internalizar mais cortes por parte do Fed. A isso se somam maiores ruídos fiscais nos EUA e a economia

Dois dissidentes no Fed pela primeira vez desde 1993

Inflação de bens em queda

Resultados corporativos surpreendem, liderados pelas Magnificent 7

Trump comemora maior arrecadação com tarifas

Perspectivas para o dólar são incertas

² Apple, Microsoft, Alphabet – controladora do Google –, Amazon, Nvidia, Meta – anteriormente Facebook – e Tesla

crescendo abaixo do resto do mundo. Caso contrário, novos ruídos comerciais e pressões inflacionárias associadas a eles podem fortalecer novamente a moeda americana.

Os acordos comerciais foram outro dos principais impulsionadores do mercado durante julho. Embora a trégua anunciada após o *Liberation Day* terminasse no dia 9 do mês, ela foi adiada e, ao longo de julho, surgiram notícias sobre as novas condições tarifárias que os diferentes parceiros comerciais dos EUA enfrentariam. De maneira geral, os acordos alcançados terminaram com taxas abaixo das ameaças iniciais, dando suporte a alguns mercados acionários, como Japão e Europa. No entanto, em ambos os casos, o bom desempenho das bolsas foi temporário e retomaram suas tendências de queda, fechando julho com retornos negativos em dólares.

Os acordos foram fechados com tarifas a partir de 15%, e algumas das economias cujas situações acabaram sendo mais desafiadoras do que as ameaças iniciais foram Suíça, Índia e Brasil; os dois últimos são membros importantes do BRICS. No caso do Brasil, as ameaças iniciais tiveram uma motivação claramente política, acusando o ex-presidente Jair Bolsonaro de um julgamento injusto, entre outras coisas. O mercado acionário e o real brasileiro foram amplamente punidos durante julho, em uma situação em que, com as informações mais recentes, quase 700 produtos exportados pelo Brasil para os EUA estão isentos de tarifas, e o impacto econômico das medidas seria limitado. Os fundamentos macroeconômicos do Brasil permanecem intactos.

O *momentum* do mercado acionário nos EUA não foi interrompido em julho, apesar da série de eventos e perturbações que enfrentou. As empresas de maior capitalização bolsista continuaram liderando os retornos e é difícil lutar contra esse bom desempenho. É por isso que, para agosto, decidimos neutralizar o underweight em ações, diminuindo a overweight em caixa. Por sua vez, a preferência por ações americanas do tipo *Growth* é duplicada, reafirmando a convicção nesses ativos. No lado de renda fixa, o underweight é mantido, reconhecendo que as taxas podem ser a maior fonte de volatilidade devido aos persistentes ruídos fiscais e institucionais.

Acordos comerciais dão suporte temporário aos mercados nos EUA

Fundamentos de médio prazo do Brasil permanecem intactos

Overweight em ações é neutralizado

Ações neutras, UW em renda fixa e diminuição da OW em caixa

Alocação de Ativos | Agosto 2025

TAACo Global	Bench.	Jul	Ago	OW / UW	Câmbio		
Ações	50%	48%	50%	N	2,0%	+	
Renda Fixa	50%	46%	46%	UW	-4%		
Caixa		6%	4%	OW	4%	-2,0%	-
Ouro				N			
Total Carteira							
Europa, ex Reino Unido	13,7%	13,2%	12,7%	UW	-1,0%	-0,5%	-
Europe Small Cap ex Reino Unido	1,2%	1,2%	1,2%	N			
REINO UNIDO	2,9%	1,9%	1,9%	UW	-1,0%		
US Large Caps Growth	17,3%	17,8%	18,3%	OW	1,0%	0,5%	+
US Large Caps Value	14,7%	14,7%	14,7%	N			
US Small Caps	3,5%	3,5%	3,5%	N			
Japão	4,7%	3,7%	3,7%	UW	-1,0%		
Mercados desenvolvidos	58,0%	56,0%	56,0%	UW	-2,0%		
América Latina	4,4%	5,4%	5,4%	OW	1,0%		
LatAm Small Caps	0,8%	1,3%	1,3%	OW	0,5%		
China	12,3%	12,3%	12,3%	N			
EM Ásia ex China	19,6%	20,1%	20,1%	OW	0,5%		
EM Ásia Small Cap	4,9%	4,9%	4,9%	N			
Mercados emergentes	42,0%	44,0%	44,0%	OW	2,0%		
Total de ações							
Treasuries 2Y	8,3%	9,3%	8,8%	OW	0,5%	-0,5%	-
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			
Global Corporate IG	26,5%	26,0%	26,0%	UW	-0,5%		
Global Corporate HY	4,0%	3,5%	3,5%	UW	-0,5%		
Dívida desenvolvidos	58,6%	58,1%	57,6%	UW	-1,0%	-0,5%	-
EMBI	9,5%	9,5%	9,5%	N			
EM Corporate IG	2,8%	3,3%	3,3%	OW	0,5%		
EM Corporate HY	3,8%	3,8%	4,3%	OW	0,5%	0,5%	+
EM Local Markets	25,3%	25,3%	25,3%	N			
Dívida Emergentes	41,4%	41,9%	42,4%	OW	1,0%	0,5%	+
Total Renda Fixa							

EUA: Aumenta o overweight em Large Cap Growth, neutraliza Value e Small Cap

Underweight no Reino Unido e aumentamos o underweight na Europa

Underweight no Japão

OW LatAm Large e Small Cap

China neutra

OW Ásia EM exceto China

Em renda fixa: UW duration

Treasuries dos EUA: Reduzir OW 2 anos e manter UW 30 anos

Neutro em TIPS e UW Global IG e HY

Aumento do OW emergente sobre o desenvolvido

RF emergente: OW CEMBI IG e passa para OW CEMBI HY, neutro EMBI e Mercados Locais

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX UK: aumenta o underweight de Large Cap, enquanto Small Cap permanece neutra

Em julho, a recuperação das ações europeias foi interrompida após três meses, e o Stoxx 50 caiu 2,6%, desacoplando-se do S&P 500, que subiu 2,2%. A incerteza diante da falta de um acordo comercial, que só foi alcançado nos últimos dias de julho, pressionou os retornos durante o mês.

Somente em 27 de julho, os EUA e a União Europeia (UE) fecharam um acordo que impõe uma tarifa de 15% sobre a maioria das exportações europeias, incluindo automóveis. Setores-chave ficam isentos, como: aeronaves e seus componentes, determinados produtos químicos, semicondutores, alguns produtos agrícolas, recursos naturais e matérias-primas críticas; no entanto, ainda estão em discussão a tarifa de 50% sobre o aço e o alumínio, juntamente com um m produtos farmacêuticos. Além disso, o tratado inclui a compra de produtos energéticos norte-americanos (GNL, petróleo e tecnologia nuclear) no valor de USD 750 bilhões, além do investimento de USD 600 bilhões por parte de empresas europeias nos EUA.

Em matéria de política, parece haver maior consenso entre os líderes europeus sobre a crise humanitária em Gaza, condenando a atuação de Israel. No entanto, há poucos avanços concretos em relação à guerra na Ucrânia. Esta semana, Trump e Putin se reunirão no Alasca para negociar um cessar-fogo. Nesse sentido, os países europeus avançam em matéria de segurança. Em julho, a Alemanha e o Reino Unido assinaram o Tratado de Kensington, um acordo bilateral histórico pós-Segunda Guerra Mundial centrado na assistência mútua em caso de qualquer ataque externo e no aprofundamento de seus laços militares.

No que diz respeito à política monetária, a inflação em julho manteve-se em 2% em termos homólogos, enquanto a inflação subjacente se situou em 2,3%, tal como no mês anterior. A autoridade monetária estima que a inflação se manterá em torno da meta de 2% numa base sustentável, em resultado da moderação dos salários, dos preços mais baixos da energia e de um euro mais forte. Assim, o Banco Central Europeu (BCE) manteve em julho suas taxas de juros, situando a taxa de depósito em 2,00%. A decisão, amplamente antecipada pelo mercado, ocorre em um contexto de inflação convergente para a meta e aumento dos riscos associados ao impacto das tarifas americanas sobre a economia europeia. O mercado está dividido diante da possibilidade de um novo corte este ano.

Por outro lado, o índice de surpresas econômicas da zona do euro reverte a tendência de alta do mês anterior. O PMI de manufatura sobe em julho para 49,8 pontos e continua se aproximando dos 50 pontos (limiar de expansão/contração do setor), seu melhor nível em quase três anos; enquanto o PMI de serviços sobe para 51,2 pontos.

Passando para o mercado, as valorizações das ações europeias estão subindo e a relação preço/lucro em doze meses (*P/E fwd.*) está sendo negociada em níveis justos em termos absolutos, embora com um acentuado desconto em relação às ações americanas. Por sua vez, de acordo com a EPFR, embora se observem entradas líquidas de fluxos no acumulado do ano, nas últimas semanas elas perderam a força dos meses anteriores.

No setor corporativo, a temporada de relatórios do segundo trimestre do ano mostra contração e surpresas negativas em relação às vendas das empresas, mas surpresas positivas nos lucros. Os dados mistos levam a uma revisão para baixo das perspectivas de lucros para este ano, em meio à incerteza global (de 8,5% no início do ano para 1,3% em agosto). A mesma tendência é observada na França, enquanto na Alemanha, no último mês, a estimativa de lucros foi revisada para cima, de 2,6% para 3,8% para este ano.

Em linha com um plano de expansão fiscal na Alemanha que já está internalizado nos preços dos ativos de risco, perda de *momentum* das ações e dos fluxos, e perspectivas econômicas e corporativas fracas, **decidimos aumentar o underweight das ações Large Cap e manter em neutro as Small Cap** devido à atratividade de suas valorizações.

REINO UNIDO: Mantém-se *UW*

O Reino Unido foi um dos primeiros países a chegar a um acordo comercial com os EUA, no entanto, a maior certeza comercial não conseguiu permear significativamente o mercado acionário. Em junho, foi assinado um acordo comercial com os EUA, que implica tarifas de 10% sobre a maioria dos produtos britânicos, reduzindo de 27,5% para 10% as tarifas sobre os primeiros 100 mil automóveis enviados do Reino Unido para os EUA. O acordo também prevê tarifas mais baixas do que as anunciadas em abril para os setores farmacêutico, aeroespacial e metalúrgico. Apesar do acordo, a popularidade do trabalhista Keir Starmer está em declínio um ano após assumir o governo. As promessas de relançar a economia, fomentar o emprego e aliviar o custo de vida se transformaram em decepção diante de uma economia fraca e uma inflação que não cede. O aumento das contribuições para a previdência social incomodou os empresários, e os cortes nos programas sociais incomodaram os cidadãos, enquanto se antecipam aumentos de impostos para financiar o programa do governo.

Assim, durante julho, o atraso das ações em relação ao S&P500 se ampliou, com o FTSE 100 subindo 0,5%, muito atrás do Nasdaq e do S&P 500, refletindo sua menor exposição a setores como tecnologia. Apesar do atraso, as ações britânicas mantiveram uma tendência de alta que encareceu as valorizações. O índice *P/E fwd.* negocia um desvio padrão sobre a média de 5 anos em termos absolutos e em comparação com o resto da Europa.

Por sua vez, as expectativas de crescimento continuam refletindo uma recuperação fraca: as projeções para 2025 e 2026 permanecem em 1,1% para 2025 e em 1,2% para 2026. A frágil situação econômica se reflete no setor corporativo. Para 2025, os lucros das ações do MSCI Reino Unido apresentariam uma contração de 1,5%, dado que foi corrigido para cima no último mês, mas está abaixo dos pares desenvolvidos (8,1%).

No lado econômico, a surpresa econômica torna-se negativa, enquanto as pressões inflacionárias ressurgem e colocam em dúvida a trajetória do processo de desinflação devido aos aumentos sustentados dos alimentos. O Banco da Inglaterra (BoE) alerta que, por esse componente, a inflação pode chegar a 4% ao ano em setembro. A inflação acelerou em junho para 3,6% ao ano (3,4% em maio), enquanto a medida subjacente aumentou de 3,5% para 3,7%. Por sua vez, a situação econômica é precária e o emprego enfraquece, com a taxa de desemprego subindo para 4,7%, a mais alta em quatro anos. Assim, com este balanço misto, em que a inflação acelera enquanto o desemprego aumenta, o Banco da Inglaterra decidiu reduzir em 25 pontos base (pb) para 4,00% a sua taxa de política monetária em agosto, numa decisão histórica e dividida. Pela primeira vez na história, houve um empate entre os nove membros (quatro a favor de manter a taxa, quatro a favor de reduzi-la em 25 pb e um membro que propunha um corte maior, de 50 pb), o que levou a uma segunda votação inédita. Dada a complicada situação econômica, daqui para frente, as expectativas de cortes nas taxas de juros se moderaram, com o mercado esperando para este ano um corte adicional entre novembro e dezembro; e outro em 2026 para estabilizar a taxa em 3,50%.

No contexto de problemas políticos internos, baixo dinamismo econômico, inflação acelerada que complica a manobrabilidade do BoE para manter uma política monetária expansiva, juntamente com uma trajetória fraca de lucros projetados e valorizações que se encarecem, decide-se **manter a posição *underweight* em ações britânicas.**

ESTADOS UNIDOS: as ações *Large Cap Value* e *Small Cap* permanecem neutras, enquanto aumenta a *OW* em *Large Cap Growth*

Em julho, o TACO trade (*Trump always chickens out*) continuou funcionando para os ativos de risco, ou seja, após anúncios agressivos, Trump se arrepende, em certa medida, prorroga os prazos, modera os anúncios e impulsiona o

mercado acionário. Dessa forma, o S&P500 subiu 2,2% no mês, enquanto as ações com viés mais tecnológico do Nasdaq 100 subiram 2,4%; o Dow Jones, que possui um viés mais industrial, ficou para trás com um desempenho praticamente estável (+0,1%). Assim, se estende pelo quarto mês a recuperação das ações americanas em um ambiente e de menor incerteza comercial – após uma série de acordos – e com o apoio de uma temporada positiva de relatórios corporativos.

Até o momento, 91% das empresas do S&P500 divulgaram seus resultados, com lucros que cresceram em média 11% em relação ao ano anterior, superando a expectativa de 5% no início da temporada. Tanto o crescimento dos lucros quanto as surpresas concentraram-se em setores ligados à tecnologia e ao desenvolvimento e implementação de inteligência artificial, com as empresas ainda sem relatar grandes perturbações devido às tarifas. Nesse sentido, os lucros do setor de serviços de comunicação cresceram 44% em relação ao ano anterior, os de tecnologia 17% e os financeiros 8%. As 7 magníficas continuam liderando o crescimento dos lucros, embora se espere que nos próximos trimestres haja uma moderação e que as outras 493 empresas do S&P500 acelerem seu crescimento de lucros em torno de 10% interanual. Assim, a Facset corrige para cima, no último mês, a expectativa de crescimento dos lucros para este ano, de 10% para 12% anual, enquanto para 2026 espera-se um crescimento dos lucros em torno de 13%.

Em termos de fluxos, de acordo com a EPFR, apesar de as ações americanas liderarem as entradas de fluxos no acumulado do ano, observam-se saídas de fluxos durante 5 das últimas 8 semanas. Isso poderia indicar cautela em relação aos ativos americanos, apesar do *momentum*, e estaria em linha com o posicionamento de alguns agentes do mercado que preferiram realizar lucros e buscar refúgio em outras classes de ativos após um primeiro semestre muito bom.

Por sua vez, as valorizações das ações do tipo *growth* estão sendo negociadas em torno de sua média de 5 anos no índice P/E *fwd.*, apesar dos recentes aumentos concentrados nesse estilo. Já as ações do tipo *value* estão sendo negociadas com valorizações que chegam a um desvio padrão acima da média de 5 anos, embora com desempenho inferior ao *growth*, tanto no curto quanto no longo prazo. Por fim, as ações de *pequena capitalização* apresentam valorizações atraentes, mantendo o atraso no médio e longo prazo.

No plano comercial, foram alcançados acordos com a União Europeia, Japão e Coreia do Sul, todos com tarifas de 15%, certas isenções e compromissos de investimento. Por sua vez, foram anunciadas tarifas de 50% para o Brasil e a Índia, em ambos os casos com uma motivação mais política e por serem países-chave dentro do BRICS (associação política e econômica do Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). Além disso, estão sendo avaliadas tarifas adicionais para os países que comercializam com a Rússia, enquanto a Suíça passou a pagar tarifas de 39% a partir de 1º de agosto. Com a China, a trégua foi prorrogada por mais 90 dias, até novembro, na busca por um acordo consensual entre as partes. Assim, o aumento das tarifas se torna o maior desde a Grande Depressão dos anos 30, chegando a uma média de 18,3%, em grande parte com o objetivo de obter uma maior arrecadação tributária que ajude a financiar a reforma fiscal – *One Big Beautiful Bill*. Durante julho, a arrecadação com tarifas atingiu um novo recorde de USD 28 bilhões, um aumento de 273% em relação ao mesmo mês do ano anterior. O secretário do Tesouro, Scott Bessent, indicou que as receitas com tarifas podem chegar a USD 300 bilhões este ano, o equivalente a 1% do PIB.

Quanto aos dados econômicos, estes têm sido mistos e a economia continua mostrando sinais de desaceleração. O índice de surpresa econômica online mantém-se com altas e baixas, aproximando-se de zero, ou seja, dados que, em

média, estão em linha com as expectativas. O indicador líder ISM de manufaturas caiu em julho para 48 pontos, o nível mais baixo em nove meses, com o subindicador de emprego atingindo seu nível mais baixo em cinco anos. Por sua vez, o indicador ISM de serviços também decepcionou, situando-se em 50,1 pontos. O PIB do segundo trimestre cresceu 3% em termos anualizados, com o consumo continuando a mostrar força, apesar da deterioração do mercado de trabalho. Durante julho, foram criados 73 mil novos empregos, um número abaixo do esperado, enquanto os dados de junho foram corrigidos para baixo, de 147 mil para apenas 14 mil postos. A taxa de desemprego aumentou para 4,2%, com a criação de empregos privados voltando a decepcionar. Os dados negativos levaram Trump a demitir a comissária do BLS (*Bureau of Labor Statistics*), Erika McEntarfer, acusando-a de manipulação de dados para fins políticos.

Em relação à inflação, os dados de julho ainda não mostram pressões por causa dos tarifários. A inflação *headline* manteve-se em 2,7% ao ano, abaixo das expectativas, enquanto a medida subjacente surpreendeu ao subir para 3,1%, quebrando quatro meses consecutivos em que os dados surpreenderam pela baixa.

Em sua reunião de julho, o Fed decidiu manter a taxa de referência inalterada em 4,50%, reiterando sua abordagem de espera e dependência dos dados. O mercado está alinhado com o Fed, esperando que os cortes nas taxas comecem em setembro. A magnitude e o caminho dos cortes, no entanto, tornam-se incertos à medida que aumenta a pressão política de Trump para que o Fed corte as taxas de juros. Vale ressaltar que o mandato de Powell, presidente do Fed, se estende até maio de 2026, o que levou vários membros do Conselho a se alinharem com Trump na busca por candidaturas ao cargo de liderança do Fed. O presidente do Fed é nomeado por Trump e ratificado pelo Senado.

Em linha com a resiliência econômica derivada do consumo, o *momentum* das ações e a solidez corporativa aumentam o crescimento de longo prazo, onde predomina o setor tecnológico, que continuaria se beneficiando do forte impulso associado à narrativa da inteligência artificial. Por sua vez, decidimos manter a posição neutra em ações *Large Cap Value* e *Small Cap*, na medida em que se aproxima o início do corte das taxas de juros pelo Fed, o que beneficiaria ambas as classes de ativos devido à sua alta sensibilidade às taxas.

JAPÃO: Decide-se manter uma posição *underweight* em ações japonesas

Em julho, o Japão e os Estados Unidos assinaram um acordo comercial que prevê uma redução da tarifa sobre as importações de produtos japoneses de 25% para 15%, incluindo o setor automotivo. O acordo inclui o compromisso do Japão de investir USD 550 bilhões em áreas estratégicas nos EUA. O pacto representa um alívio para os fabricantes de automóveis, porém, o setor estaria assumindo o aumento dos preços e comprimindo as margens, pelo menos momentaneamente. O mercado reagiu positivamente, mas depois se dissipou com o passar dos dias e o índice Nikkei caiu 2,9% em julho.

No plano interno, nas eleições para a Câmara Alta, a coalizão governista (Partido Liberal Democrático e Komeito) perdeu a maioria, obtendo 47 das 124 cadeiras em disputa. O resultado reflete o crescente descontentamento da população com o aumento dos preços, especialmente do arroz, enquanto os eleitores consideram que a resposta do governo tem sido insuficiente. Assim, o primeiro-ministro Ishiba lidera o país com um governo enfraquecido, sem maioria nas duas câmaras e em meio a um ambiente de instabilidade política, já que diferentes partidos da oposição pediram a renúncia de Ishiba. Por sua vez, durante a última reunião bicameral, foram abordados o aumento da produção de arroz, o aumento dos salários e a possível implementação de um orçamento suplementar. O atual ambiente político pressionou o iene, que em julho se desvalorizou 4,5% em relação ao dólar. Daqui para frente, o iene enfrenta pressões por fatores

domésticos, mas pode ser influenciado pelo contexto global e, no decorrer do mês, a moeda se valorizou 2,0% em relação ao dólar (em 8 de agosto).

No lado econômico, o FMI revisou marginalmente para cima as perspectivas de crescimento econômico para este ano em 0,1 ponto percentual, para 0,7%. No entanto, o índice PMI de manufaturas caiu para 48,8 pontos em julho, entrando em terreno contrativo. Quanto à inflação, ela desacelerou para 3,3% ao ano em junho, embora os preços dos alimentos tenham subido 7,2%, o maior aumento desde março. Por sua vez, a inflação subjacente permanece em 1,6%. No entanto, o Banco do Japão (BoJ) revisou para cima suas estimativas de inflação subjacente para este ano, de 2,2% para 2,7%. Além disso, a autoridade monetária decidiu por unanimidade manter a taxa de referência em 0,5% na reunião de julho. Para o futuro, o FMI antecipa um aumento adicional das taxas no restante do ano.

Quanto ao mercado, as valorizações do índice MSCI são negociadas ajustadas na relação P/E *fwd*. Por sua vez, de acordo com a EPFR, observam-se saídas de fluxos durante as últimas quatro semanas (até 6 de agosto) de fundos e ETFs, ao mesmo tempo em que se registram saídas líquidas no acumulado do ano. No que diz respeito aos relatórios corporativos do segundo trimestre, 86% das empresas já divulgaram seus resultados, destacando-se uma contração nos lucros com surpresas negativas. Por sua vez, as perspectivas de crescimento dos lucros para este ano foram revisadas para baixo, de 10% em março para 3%.

No contexto de valorizações ajustadas, saídas de fluxos, perspectivas econômicas e corporativas fracas, **decidimos manter uma posição *underweight* em ações japonesas.**

MANTEM-SE OW EM AÇÕES EMERGENTES: OW *LatAm Large Cap e Small Cap*, neutro na China e OW *Ásia EM ex China*

Julho foi um mês misto para os mercados emergentes; a China liderou em termos de rendimentos do mercado, enquanto os mercados acionários latino-americanos caíram, pressionados pelo Brasil, que se viu envolvido em tensões comerciais que provocaram uma melhora na popularidade de Lula. Apesar desses ruídos de curto prazo, os fundamentos de médio prazo na América Latina permanecem. No lado da Ásia EM ex China, países cujos índices de ações superponderam o setor de tecnologia também serão favorecidos pelo *momentum* global. Isso em um cenário de inflação que continua cedendo e projeções de crescimento econômico nos mercados emergentes que se mantiveram resilientes ou até melhoraram em alguns países.

AMÉRICA LATINA: OW em *Large e Small Cap*

Conforme mencionado no parágrafo anterior, o índice MSCI de ações latino-americanas perdeu 4,4% em julho, pressionado pelo Brasil, que recuou 7,1% em dólares. A ameaça e o desfecho das tarifas impostas por Trump levaram o executivo a ganhar popularidade, o que acreditamos ser transitório e não trazer impactos significativos para a economia. Em nível regional, é provável que o Banco Central do Brasil se junte aos cortes de taxas no final deste ano, o que historicamente desencadeia um bom desempenho das ações. Por sua vez, a região tem se mantido resiliente em termos econômicos e as projeções de crescimento de alguns países estão melhorando. Além disso, continua sendo uma região atraente em termos de valorizações, o que constitui outra razão para a confiança no mercado acionário latino-americano.

No **Brasil**, as tensões comerciais com os EUA começaram em 9 de julho, com o envio de uma carta de Donald Trump declarando a imposição de uma tarifa de 50% sobre todos os produtos de origem brasileira. O que chamou a atenção nessa carta foi que, ao contrário das que outros mandatários receberam, ela anunciava explicitamente sua insatisfação com o tratamento dado ao ex-presidente Jair Bolsonaro e o papel do Supremo Tribunal Federal em limitar as eleições livres e a liberdade de expressão. É assim que essa ameaça se diferenciava das recebidas por outros países por ter um caráter e , o que levou Lula a melhorar sua aprovação (marginalmente) em uma série de pesquisas, em um período em que o foco político está voltado para as eleições gerais de 2026. Dessa forma, o real se desvalorizou 3% em julho. Após uma série de especulações, o governo dos Estados Unidos decidiu isentar de tarifas quase 700 produtos brasileiros, juntamente com outros como petróleo e celulose, que não enfrentam esse tipo de imposto. Assim, o impacto no PIB será limitado e da ordem de 0,1 ponto percentual, levando o mercado a estimar que o crescimento deste ano será da ordem de 2,2%. As perspectivas para a inflação também melhoram e situam-se em torno de 5% para o final deste ano e 4,4% para 2026, o que levou diferentes agentes do mercado a antecipar o início dos cortes nas taxas do Banco Central para dezembro deste ano. No que diz respeito aos acontecimentos políticos, o ex-presidente Bolsonaro foi colocado em prisão domiciliar enquanto aguarda o julgamento que provavelmente o condenará à prisão efetiva. Após a carta de Donald Trump, Lula começou a ganhar algum terreno nas pesquisas, mas espera-se que isso seja transitório e retome a tendência de alta na desaprovação que vinha sendo observada antes de julho. Outros acontecimentos econômicos que se somaram às más notícias externas foram a publicação do relatório fiscal bimestral de julho (que registrou uma menor contenção de gastos) e a reinstituição de parte do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que não foi totalmente bloqueado pela Suprema Corte. No mercado, no final de julho, começaram a ser observadas saídas líquidas de fluxos de investimento de fundos e ETFs (segundo a EPFR), que acumularam três semanas consecutivas (até 6 de agosto). Isso também se insere em um contexto de férias de verão no hemisfério norte e menor liquidez nos mercados globais. O retorno dos fluxos é um componente essencial para o bom desempenho do mercado acionário brasileiro. Por sua vez, as valorizações continuam descontadas, negociando ~0,6 desvios padrão abaixo de sua média de 10 anos, na relação P/E *fwd*. Com relação à temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre, observa-se um crescimento nas vendas e nos lucros, com mais de 60% das empresas do Bovespa tendo publicado seus resultados. Além disso, as surpresas também são positivas nas vendas e nos lucros e, de acordo com o Citi Factset, os lucros do índice MSCI Brasil crescerão ~12% este ano. Dessa forma, os fundamentos de médio prazo da maior economia da região permanecem intactos, com um crescimento que deve ultrapassar 2% tanto neste ano quanto no próximo, inflação em queda, um Banco Central que deve iniciar cortes nas taxas no futuro próximo, valorizações atraentes e solidez corporativa. No que diz respeito à política, ainda falta mais de um ano para as eleições gerais de 2026, mas certos sinais indicam que o atual presidente não se apresentará como candidato, sendo ainda muito cedo para antecipar quem será o próximo presidente do Brasil. Assim, apesar da volatilidade que pode continuar presente no curto prazo, decidimos **manter a OW em ações brasileiras**.

No **México**, as projeções econômicas melhoram marginalmente e grande parte do mercado prevê uma expansão limitada do PIB para 2025, que, segundo a última atualização do FMI, seria de 0,2% neste ano. O PIB do segundo trimestre surpreendeu e cresceu 0,7% no trimestre, desestacionalizado, como resultado do crescimento das atividades secundárias e terciárias. Os principais indicadores IMEFs apresentam sinais mistos; embora o da indústria tenha recuado em julho para 45,5 pontos, o não industrial melhorou marginalmente para 49,1 pontos, mas ainda em terreno de contração. Em relação à inflação, em julho ela caiu para 3,5%, entrando decididamente na meta do Banxico. No entanto, o registro subjacente permanece acima de 4%, representando um novo desafio para a autoridade monetária. Neste contexto, na última reunião de política monetária, a decisão de reduzir a taxa em 25 pb para 7,75% não foi unânime

e Jonathan Heath optou novamente por manter a taxa de referência estável. O comunicado mantém a *orientação* da reunião anterior e reconhece que o saldo dos riscos para a inflação está inclinado para cima, enquanto o mercado espera outro corte da mesma magnitude no restante do ano. No que diz respeito às tensões comerciais, no final de julho, Donald Trump confirmou que, por mais 90 dias, as exportações mexicanas para os EUA (fora do T-MEC, ou tratado de livre comércio entre Canadá, EUA e México) continuarão enfrentando tarifas de 25% sobre o fentanil, sem aumento para 30%. Se, embora existam diferentes estimativas, a tarifa média do México seria de um dígito e inferior à enfrentada pelo resto do mundo, o que o deixa em uma posição melhor em relação aos outros países. No curto prazo, as expectativas melhoram, mas a revisão do T-MEC será fundamental para determinar o retorno da tendência de *nearshoring*. As negociações começarão no início de outubro deste ano e devem terminar, no máximo, em julho de 2026. Outras notícias que ocorreram no último mês foram o apoio governamental concedido à PEMEX (empresa Petróleos Mexicanos) com a emissão de títulos pré-capitalizados por mais de USD 12 bilhões, garantidos pelo Ministério da Fazenda. No mercado, no último mês, as saídas de fluxos do conjunto de ETFs se exacerbaram, em torno de 2,6% do AUM. As valorizações continuam descontadas, com o índice P/E *fwd.* sendo negociado em torno de 0,5 desvios padrão abaixo de sua média de 5 anos. No que diz respeito aos relatórios corporativos do segundo trimestre, o total das empresas do Mexbol já publicou seus resultados, apresentando crescimento tanto nas vendas quanto nos lucros, mas decepcionando as expectativas e com algumas *orientações* se deteriorando. Embora a atividade econômica continue avançando em ritmo lento, a situação atual deixa o México em uma posição melhor em relação ao resto do mundo no que diz respeito às tarifas que enfrentam. Assim, **decidimos tomar uma posição tática de overweight em ações mexicanas.**

No **Chile**, o IPSA recuou 4,7% em dólares em julho, pressionado por uma importante desvalorização do peso chileno. A moeda local enfrentou uma série de forças contrárias durante o mês, que a levaram a perder mais de 4% do seu valor. Em primeiro lugar, a Casa Branca anunciou que o cobre refinado ficaria fora das tarifas sobre metais, considerando que os EUA são um importador líquido dessa categoria e é especificamente o que o Chile envia para a maior economia do mundo. Isso levou o preço do cobre COMEX a cair abruptamente e a eliminar a diferença que tinha com o preço da Bolsa de Metais de Londres. Por outro lado, o dólar se valorizou globalmente, pressionando as outras moedas. Além disso, o preço do petróleo subiu cerca de 7% no mês, o Fed deu uma mensagem mais *hawkish* e a autoridade monetária local retomou os cortes nas taxas. A isso se somou o fato de que o Banco Central do Chile anunciou um programa de acumulação de reservas internacionais no início de agosto que, embora envolva montantes limitados e não deva influenciar a tendência do câmbio, adicionou volatilidade ao mercado cambial de curto prazo. Como mencionado, a autoridade monetária retomou os cortes na taxa de referência em julho, reduzindo-a em 25 pb para 4,75%. Embora os dados de inflação de junho tenham ficado abaixo do esperado, os de julho levaram a uma aceleração para 4,3% ao ano, enquanto o registro sem voláteis subiu para 4,0% em doze meses, atingindo o limite superior da faixa de tolerância. Essa surpresa levou o mercado a adiar suas projeções de novos cortes para dezembro, em conjunto com um Fed que apresentou um discurso mais *hawkish*. A atividade continuou crescendo e, em junho, expandiu-se 3,1% em termos anuais, decepcionando o mercado devido a uma queda no setor de mineração, enquanto a atividade não mineradora expandiu-se 4,8% em doze meses, registrando o melhor resultado desde dezembro. As valorizações das ações chilenas sofreram ajustes, mas o índice P/E *fwd.* continua abaixo da média de 10 anos. Nesta temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre, mais de 60% das empresas publicaram seus resultados e, em geral, os números estão em linha ou ligeiramente acima do esperado. O foco político está nas eleições gerais de novembro, e os partidos têm até 18 de agosto para registrar candidatos. Algumas pesquisas mostram o candidato do Partido Republicano (Kast) como líder e outras a candidata comunista (Jara), mesmo que esta última tenha perdido *força* nas pesquisas. Embora Jara não vença no segundo turno e a mudança política ocorra no Poder Executivo, sua popularidade poderia garantir a

manutenção da maioria da esquerda na Câmara dos Deputados. Nesse cenário em que a virada para políticas pró-mercado deixa de ser tão clara e transversal, as valorizações parecem mais ajustadas e a economia perde um pouco de resiliência, embora com relatórios corporativos saudáveis, **decide-se manter a neutralidade nas ações chilenas.**

Na **Colômbia**, os dados fiscais continuam mostrando um cenário complicado para as finanças públicas do país. O déficit fiscal anual caiu para 7,5% do PIB em maio e está acima da meta traçada no Marco Fiscal de Médio Prazo (7,1% do PIB), enquanto o saldo primário cai para níveis nunca vistos desde a pandemia. Os números mostram uma situação delicada em termos de sustentabilidade do país, o que já resultou em uma redução da classificação de crédito tanto da Moody's quanto da S&P. O governo busca aprovar um orçamento para 2026 de COP 552 bilhões, o mais alto da história da Colômbia, juntamente com uma reforma tributária que financiará COP 26 bilhões desse montante. Apesar de o governo Petro buscar impulsionar este projeto, ele conta com um apoio político limitado no Congresso, o que coloca em dúvida a implementação desta medida fiscal. Por outro lado, a atividade econômica continua resiliente e, em maio, cresceu 2,8% em relação ao ano anterior, impulsionada por uma forte demanda interna. Em relação à inflação, durante julho, observou-se uma aceleração para 4,9% ao ano, evidenciando uma certa estagnação da inflação em torno de 5%. Quanto à política monetária, em sua reunião de julho, o Conselho de Administração do Banco da República surpreendeu e manteve a taxa de referência em 9,25%. O mercado esperava um corte de 25 pontos-base, aproveitando a desaceleração da inflação em junho, mas o órgão argumentou que a decisão se baseou nas pressões inflacionárias que uma economia em crescimento devido à resiliência da demanda interna pode trazer. No âmbito político, foi confirmada a morte do pré-candidato à presidência e senador Miguel Uribe Turbay, após dois meses em estado grave devido a um ferimento à bala na cabeça. As últimas pesquisas eleitorais apontavam o falecido congressista como favorito. Embora as pesquisas ainda apontem uma grande dispersão nas preferências e uma grande porcentagem dos entrevistados se abstenha de responder, é possível evidenciar uma certa preferência por partidos de centro-direita. Gustavo Petro proibiu as pesquisas eleitorais até outubro deste ano, três meses antes do início do período de inscrição de candidaturas, pelo que esta será a última medição em alguns meses. Por outro lado, o ex-presidente Álvaro Uribe foi considerado culpado por um caso de suborno em ação penal e fraude processual, sendo o primeiro ex-mandatário julgado e condenado na história do país. O mercado acionário colombiano obteve um retorno de 3,2% em junho e continua sendo uma das bolsas com melhor desempenho em nível mundial. Além disso, as valorizações continuam atraentes, negociando abaixo da média de dez anos no índice P/E *fwd.*, embora no último mês tenham sido observadas saídas significativas de fluxos do principal ETF, por *a*~ 10% do AUM. Assim, em meio a uma crise fiscal persistente, mas com um mercado acionário que continua com *momentum* e valorizações ainda atraentes, decidimos **manter a posição neutra em ações colombianas.**

No **Peru**, a situação fiscal mostra uma melhora durante o primeiro semestre do ano. O Ministério da Economia e Finanças registrou um superávit trimestral entre abril e junho de 0,7% do PIB, o primeiro nos últimos oito trimestres. Além disso, o déficit fiscal anual caiu para 2,6% do PIB em junho, atingindo o nível mais baixo de endividamento público desde janeiro de 2024, graças a uma maior arrecadação tributária. O ministério reafirma que a meta de déficit fiscal para este ano é de 2,2% do PIB, e as projeções apontam que ela será alcançada. No entanto, podem surgir pressões sobre os gastos à medida que começarem as campanhas eleitorais para as eleições gerais do próximo ano. Em linha com o tema fiscal, a economia se manteve resiliente, impulsionando as receitas fiscais neste primeiro semestre do ano. A atividade econômica em maio acelerou para 2,7% ao ano, e o governo aponta para um crescimento entre 3,1% e 3,5% este ano, acima do projetado para o crescimento mundial. Por outro lado, a inflação em julho se manteve pelo quarto mês consecutivo em torno de 1,7% ao ano, e espera-se que permaneça dentro da meta para o final do ano. Em relação à

política monetária, em sua reunião de julho, o Banco de Reserva decidiu manter sua taxa de referência em 4,50%, diante da incerteza e das perspectivas econômicas globais. No âmbito político, o Congresso definiu sua nova Mesa Diretora para a legislatura anual de 2025-2026, com José Jerí à frente do que será o último parlamento unicameral. Dessa forma, reforça-se a permanência de Dina Boluarte como president e até o final de seu mandato, após o apoio dado pela nova mesa, dissipando em grande parte o risco de censura por parte do Congresso. Para esta segunda parte do ano, espera-se que aumentem os rumores políticos à medida que comecem a ser conhecidos os respectivos candidatos e alianças eleitorais, no que se prevê ser uma disputa fragmentada devido ao grande número de partidos políticos inscritos. Por outro lado, o mercado acionário encerrou o mês com um resultado marginalmente positivo, com um retorno de 0,7%, acompanhando os retornos positivos da região no acumulado do ano, com um desempenho de 22,9% em 2025. Quanto às valorizações, estas continuam descontadas, negociando abaixo da sua média de 10 anos no rácio P/E *fwd.*, enquanto que, do lado dos fluxos, observam-se saídas do principal ETF em 2% do AUM em julho. Assim, com uma economia que se mantém saudável e um cenário político que começará a se agitar à medida que nos aproximamos da data das eleições, decidimos **manter a posição neutra em ações peruanas.**

Na **Argentina**, o governo interveio na taxa de câmbio dentro da brecha cambial diante da tendência de alta do dólar, com o objetivo de controlar a alta da taxa de câmbio até a banda superior, por meio de compras no mercado futuro e absorção de pesos. Este último mecanismo gerou algum ruído devido ao seu impacto nas taxas de curto prazo, face à eliminação das letras fiscais (Lefis) pelo governo. Estes instrumentos eram utilizados para absorver a liquidez restante em pesos, pelo que o governo se viu obrigado a intervir por outras vias face à subida do dólar, o que gerou alguma desestabilização nas taxas mais curtas. Por outro lado, o governo conseguiu um acordo técnico com a equipe do Fundo Monetário Internacional (FMI) para um segundo desembolso de USD 2 bilhões, após a primeira revisão do programa acordado em abril. Dentro dos requisitos, a Argentina cumpriu amplamente a parte fiscal, alcançando um superávit primário de 0,9% do PIB no primeiro semestre, embora não tenha conseguido arrecadar as reservas internacionais exigidas, pelo que a instituição concedeu um novo *weiver* (prazo extra) para melhorar este aspecto. Graças à saudável situação fiscal do país, o presidente Javier Milei anunciou de forma definitiva a redução das retenções sobre a carne, a soja e o milho, entre outros produtos, cumprindo uma de suas principais promessas de campanha. No lado macroeconômico, a atividade econômica em maio sofreu uma contração mensal marginal de 0,1%, mas apresentou um crescimento de 5,0% na variação interanual, enquanto a inflação em junho voltou a surpreender e se manteve pelo segundo mês consecutivo abaixo de 2% ao mês (1,6%). Parte da intervenção governamental mencionada anteriormente ocorreu nas taxas de colocação overnight, com o objetivo de reduzir a transmissão da taxa de câmbio para a inflação. A inflação continua sendo um dos pilares centrais do governo para as eleições intermediárias de outubro, nas quais a imagem e a aprovação de Milei desempenham um papel importante. Em linha com isso, o Índice de Confiança no Governo (ICG) subiu em julho e está próximo de 50% de aprovação. Em setembro, haverá eleições regionais na província de Buenos Aires, que concentra mais de 30% do eleitorado. Ante elas, La Libertad Avanza formou uma aliança com a Propuesta Republicana para enfrentar a oposição, em uma região onde historicamente o peronismo tende a vencer. Em termos de fluxos, destacam-se as saídas do principal ETF em 16% do AUM no último mês. Assim, embora os dados inflacionários e fiscais continuem positivos, persistem os riscos políticos em relação ao sistema cambial, em uma economia instável e bastante frágil no contexto mundial, pelo que se decide **manter a posição neutra em ações argentinas.**

CHINA: Decide-se manter uma posição neutra em ações chinesas

Entre 27 e 30 de julho, foi realizada a terceira rodada de negociações comerciais entre a China e os EUA em Estocolmo, liderada pelo vice-primeiro-ministro chinês He Lifeng e pelo secretário do Tesouro dos EUA, Scott Bessent. O principal objetivo foi acordar a prorrogação da trégua tarifária de 90 dias, prevista para expirar em 12 de agosto. Trump, por sua vez, confirmou a extensão do acordo comercial que reduz as tarifas sobre as importações americanas para 30%. No que diz respeito às restrições tecnológicas e aos envios dos EUA, a Nvidia e a Advanced Micro Devices indicaram que entregariam 15% das receitas das vendas à China dos seus chips H20 e MI308 ao governo dos EUA. Tal medida visa garantir as licenças de exportação para o gigante asiático, embora os meios de comunicação chineses apontem riscos de segurança e ineficiência dos chips.

No âmbito interno, em julho foi realizada a reunião do Politburo. As autoridades enfatizaram a necessidade de impulsionar a demanda interna e abordar o excesso de capacidade, embora não tenham mencionado novas medidas de estímulo. Além disso, durante o mês foi anunciado um subsídio anual de USD 503 por um a três filhos nascidos, até os três anos de idade, com pagamento retroativo por criança nascida desde janeiro deste ano. A medida visa impulsionar a natalidade no país, que enfrenta uma crise demográfica. No entanto, a política teria um impacto baixo na natalidade, mas poderia ter um impacto secundário no consumo e no emprego feminino.

No lado econômico, as exportações em julho cresceram 7,2% ao ano, surpreendendo as expectativas e mantendo a resiliência durante o ano, apesar da perturbação causada pelos tarifários de Trump. Por outro lado, embora as autoridades tenham sinalizado que buscam abordar o excesso de capacidade produtiva do país ao mesmo tempo em que impulsionam a demanda interna, a produção industrial e as vendas no varejo em junho apresentaram movimentos divergentes, e a diferença entre ambos continua aumentando. No entanto, o crescimento econômico expandiu 5,2% ao ano no segundo trimestre, acima das expectativas do mercado. Mesmo assim, os índices PMI de manufatura e serviços registraram movimentos divergentes; o primeiro caiu para terreno contrativo em julho e o segundo melhorou para o nível mais alto desde maio de 2024.

No lado da inflação, esta registrou uma variação nula em julho em termos anuais, embora a inflação subjacente tenha aumentado para 0,8% anual, o registro mais alto em 17 meses. Daqui para frente, espera-se que as medidas *anti-inflação*, que buscam combater a queda dos preços, demorem pelo menos seis meses para surtir efeito sobre a inflação. No entanto, os preços ao produtor em julho contraíram 3,6% ao ano. Por sua vez, o Banco Central decidiu manter a taxa de referência para 1 e 5 anos em 3,10% e 3,50%, respectivamente, em sua reunião de julho, em linha com o estimado. O mercado espera que a autoridade mantenha o conjunto de taxas durante o terceiro trimestre.

Passando para o mercado, em julho, o índice MSCI China subiu 4,5%, registrando um *desempenho* superior ao de seus pares regionais. No entanto, as ações continuam sendo negociadas com valorizações atraentes no índice P/E *fwd.* em relação à sua média histórica. Em termos de fluxos, o cenário é divergente, de acordo com a EPFR, observando-se saídas de fundos e ETFs nas últimas duas semanas (até 6 de agosto), assim como saídas líquidas no acumulado do ano. No entanto, o principal ETF do país apresenta entradas líquidas de fluxos de investimento no último mês. Por fim, a temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre acaba de começar e, com 7% das empresas reportadas, destaca-se um crescimento marginal dos lucros, juntamente com surpresas positivas. Por sua vez, para este ano, as perspectivas de crescimento dos lucros são revisadas para baixo, de 7,4% há um mês para 5,8%.

No contexto de dados econômicos e fluxos divergentes, valorizações atraentes e perspectivas de lucros revisadas para baixo, **decidimos manter uma posição neutra em ações chinesas.**

ÁSIA EMERGENTE EXCLUINDO A CHINA: Mantém-se o OW

Na Ásia emergente ex-China, dois dos três principais mercados têm predominância do setor tecnológico em seus índices de ações, o que permitiu que, em julho, tanto a Coreia do Sul quanto Taiwan registrassem retornos positivos. Daqui para frente, espera-se que o *momentum* das ações do tipo *Growth* nos EUA continue e impulsione o desempenho do resto do mundo. No caso da Índia, mantém-se uma postura mais cautelosa, com uma clara perda de tração do seu mercado acionário e aumento das tensões comerciais.

Durante julho, o principal tema que orientou o mercado **indiano** foi o aumento das tensões com os EUA, após críticas americanas ao comércio com a Rússia, principalmente por produtos energéticos e militares. O atrito levou o presidente Trump a incluir uma tarifa adicional de 25% sobre as importações de produtos indianos, aumentando para uma tarifa cumulativa de 50% a partir de 27 de agosto. Embora as autoridades indianas continuem com as negociações, o primeiro-ministro sinalizou que não comprometerá os interesses nacionais e não cederá às exigências americanas. Isso afetou o sentimento dos investidores em relação às ações indianas. O índice MSCI caiu 5,2% em julho, desacoplando-se da região e registrando um *desempenho* inferior ao de seus pares. A rupia, por sua vez, se desvalorizou 2,1% em relação ao dólar no mesmo mês. Quanto à economia, o FMI revisou para cima as perspectivas de crescimento econômico para este ano, de 6,2% em sua projeção de abril para 6,4%. Enquanto isso, os indicadores PMI de manufatura e serviços mantiveram-se em terreno amplamente expansivo durante julho, mantendo sua resiliência. Quanto à inflação, ela continua desacelerando e, em julho, caiu para 1,6% ao ano, com expectativa de permanecer abaixo de 3% no futuro. Por sua vez, a autoridade monetária decidiu manter a taxa de referência em 5,50% na reunião de agosto. Embora o Banco Central tenha mudado para uma postura neutra, após o aumento das tensões com os EUA, o mercado aumenta as probabilidades de cortes adicionais nas taxas, uma vez que a inflação na Índia continuaria desacelerando, somada a uma possível desaceleração da economia. Uma maior flexibilização monetária poderia reativar a economia com uma transmissão defasada das taxas mais baixas. Apesar da queda das ações, estas continuam sendo negociadas com valorizações ajustadas na relação P/E fwd. No lado dos fluxos, de acordo com a EFPR, observam-se saídas de fluxos de investimento de fundos e ETFs durante as últimas duas semanas (até 6 de agosto) e acumulando saídas líquidas no acumulado do ano. Finalmente, durante a temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre, 92% das empresas apresentaram seus resultados corporativos, destacando o crescimento dos lucros em 6,9%. No contexto de valorizações ajustadas, falta de tração no mercado acionário e perda de *momentum*, além de saídas de fluxos, **decide-se manter as ações indianas neutras**, levando em conta a resiliência econômica.

As ações **sul-coreanas** renderam 3,2% em julho, registrando um *desempenho* superior ao de seus pares regionais e mantendo o *impulso*. O won se desvalorizou 2,9% em relação ao dólar no mesmo mês. O atual governo mantém um alto índice de aprovação, impulsionado por medidas para reativar a economia e pela meta de elevar o índice Kospi para 5.000 pontos (atualmente em 3.189 pontos). Embora o governo tenha sinalizado a intenção de reduzir o limite de investimentos tributáveis e o Kospi tenha caído 3,7% em um dia, o mercado não internaliza a implementação da medida em sua proposta original. No âmbito internacional, a Coreia do Sul fechou um acordo comercial com os EUA. Como resultado, a tarifa alfandegária a que estariam sujeitas as importações de produtos sul-coreanos caiu de 25% para 15%, incluindo o setor automotivo e de autopeças. Além disso, como parte do acordo, a Coreia do Sul se compromete a investir USD

350 bilhões nos EUA e comprar USD 100 bilhões em produtos energéticos. Por outro lado, a Samsung e a SK Hynix evitariam as possíveis tarifas sobre semicondutores apontadas por Trump, já que ambas as empresas têm investimentos nos EUA. Isso é positivo, pois o setor de Tecnologias da Informação (TI) representa 42% do índice de ações MSCI. Por sua vez, o presidente Lee se reunirá com Trump em 25 de agosto, e espera-se que abordem os detalhes do plano de investimento nos EUA e a cooperação militar. Passando para a economia, o índice PMI de manufaturas em julho permaneceu em terreno contrativo, mas as exportações do mesmo mês expandiram-se 5,9% ao ano, surpreendendo as expectativas. Em relação à inflação, em julho, ela ficou em 2,1% ao ano, quase em linha com a meta de 2% do Banco Central. Daqui para frente, espera-se que a inflação fique abaixo de 2% ao ano em agosto. Por sua vez, o Banco Central se reunirá nesse mês e o mercado está dividido entre se a taxa será reduzida em 25 pontos-base, para 2,25%, ou se será mantida em 2,50%. No mercado, as ações sul-coreanas são negociadas com valorizações atraentes, e observam-se entradas líquidas de fluxos de investimento no principal ETF de 6% do AUM durante o último mês. Por fim, 76% das empresas divulgaram seus resultados corporativos do segundo trimestre, destacando uma contração nos lucros e crescimento nas vendas, ao mesmo tempo em que se espera um crescimento nos lucros de 18% para 2025, de acordo com a Factset. No contexto de melhores dados econômicos, *momentum* das ações e perspectivas positivas no setor de TI, ligado ao *momentum* das ações do tipo *Growth* nos EUA, entrada de fluxos e valorizações atraentes, **decidimos manter o overweight em ações sul-coreanas.**

Em julho, as ações **taiwanesas** renderam 2,7%, enquanto o dólar taiwanês se desvalorizou 2,2% em relação ao dólar americano. A Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), principal empresa do índice MSCI com um peso de 55%, elevou suas perspectivas de crescimento de receita e vendas para 2025, reforçando as perspectivas e investimentos em inteligência artificial, nuvem e construção de centros de dados. Por outro lado, a empresa estaria isenta da possível tarifa de 100% sobre as importações de semicondutores, uma vez que instalou fábricas nos EUA. Assim, as ações da TSMC subiram 6,7% em julho. Continuando com as tarifas, as autoridades indicaram que continuam em negociações para reduzir a atual taxa tarifária de 20%. Apesar da perturbação das tarifas, as exportações taiwanesas surpreenderam e, em julho, expandiram-se 42% ao ano, enquanto os envios para os EUA cresceram 63%. Na mesma linha, a economia acelerou para 8,0% ao ano durante o segundo trimestre, com as exportações líquidas sendo o principal contribuinte. Por sua vez, a inflação ficou em 1,5% ao ano em julho, abaixo da meta de 2% do Banco Central. No lado da política monetária, o mercado começa a se alinhar em torno de um corte nas taxas nas próximas reuniões. Quanto ao mercado, as valorizações estão ajustadas em relação à sua média histórica na relação P/E *fwd.*, enquanto, durante o último mês, os fluxos de investimento mostram sinais de arrefecimento. Por fim, 72% das empresas já divulgaram seus resultados corporativos do segundo trimestre, destacando um crescimento de 17,8% nos lucros, ao mesmo tempo em que se espera um crescimento de 11% para 2025, de acordo com a Factset. Assim, dada a força do setor de semicondutores, suas melhores perspectivas e dados econômicos positivos, **decidimos manter uma posição overweight em ações taiwanesas**, apesar das altas valorizações.

Durante julho, a **Indonésia** fechou um acordo comercial com os EUA, reduzindo as tarifas de 32% anunciadas para 19%. Por sua vez, a Indonésia se comprometeu a eliminar as barreiras tarifárias para 99% das importações dos EUA, além de eliminar outras barreiras não tarifárias. As ações indonésias caíram 0,3% em julho, enquanto a rupia se desvalorizou 1,3% em relação ao dólar. No lado econômico, o país cresceu 5,1% no segundo trimestre, impulsionado pela expansão do investimento fixo e do consumo privado. A inflação acelerou para 2,4% ao ano em julho, pressionada pelo aumento dos preços dos alimentos, embora ainda abaixo da meta do Banco Central (3%). Assim, a autoridade monetária decidiu reduzir a taxa de referência em 25 pontos-base, para 5,25%, na reunião de julho. Quanto ao mercado, as valorizações

transacionam-se atraentes na relação P/E *fwd.* em relação ao seu histórico, enquanto no último mês observam-se entradas líquidas de fluxos de investimento do principal ETF em 2% do AUM, após que, em junho, foram observadas saídas líquidas de 46% do AUM, ao mesmo tempo em que as perspectivas de crescimento dos lucros continuam enfraquecendo e antecipam uma contração de 3,2% para este ano. Neste contexto de um mercado sem *momentum* acionário, contração dos lucros, valorizações atraentes e retorno dos fluxos, **decide-se manter neutra a exposição às ações indonésias.** Por outro lado, as ações **tailandesas** avançaram 14% em julho, liderando os retornos na região e revertendo parte das perdas do ano. Por sua vez, o baht tailandês se desvalorizou 0,9% em relação ao dólar americano. O sentimento do mercado foi impulsionado após o acordo comercial com os EUA, que reduziu a tarifa para 19% dos 36% anunciados anteriormente. Além disso, o país se comprometeu a eliminar os impostos sobre 90% dos produtos importados dos EUA. Apesar do acordo comercial, a política interna continua paralisada, aguardando o julgamento da primeira-ministra, que pode se prolongar por seis meses antes da decisão, que pode resultar na destituição do cargo se o Tribunal a considerar culpada. Por outro lado, no final de julho, aumentou a tensão na fronteira entre a Tailândia e o Camboja, resultando em cinco dias de confrontos militares, os mais mortíferos dos últimos tempos. O cessar-fogo alcançado em 29 de julho foi influenciado em parte pelas ameaças de Trump de suspender os acordos comerciais. No lado econômico, as perspectivas de crescimento econômico do mercado foram revisadas para baixo, de 3% em janeiro para 2% para este ano. Com relação aos preços, a inflação permaneceu com pressões deflacionárias em julho, pelo quarto mês consecutivo em terreno contrativo (-0,7% ao ano). Quanto à política monetária, o Banco Central decidiu reduzir a taxa de referência em 25 pontos-base, para 1,50%, na reunião de agosto. Daqui para frente, o mercado espera uma maior flexibilização da política monetária e prevê cortes que levem a taxa de referência para 1,0% nos próximos 12 meses. Passando para o mercado, as ações são negociadas com valorizações atraentes na relação P/E *fwd.*, e durante o último mês observam-se entradas líquidas de fluxos de investimento no principal ETF, embora a projeção de crescimento dos lucros seja corrigida para baixo, de 8% em junho para 4% atualmente. Assim, dadas as pressões deflacionárias, a crise política, mas o retorno dos fluxos, as valorizações atraentes e o recente *momentum* das ações, **decidimos reduzir o *underweight* em ações tailandesas.**

EMEA

Decide-se aumentar o *underweight* em ações da região no caso de uma carteira emergente.

As ações **sul-africanas** registraram um *desempenho* inferior ao de seus pares regionais e subiram 0,7% em julho, em linha com a correlação positiva entre as ações e o preço do ouro, que subiu apenas 0,3%, enquanto o ZAR se desvalorizou 2,8% em relação ao dólar. Em relação às tarifas, a África do Sul não conseguiu chegar a um acordo antes da entrada em vigor dos impostos em 7 de agosto e registra uma tarifa de 30% para a importação de produtos sul-africanos. As tarifas afetariam 30.000 empregos, em um país com uma taxa de desemprego que aumentou para 33,2% durante o segundo trimestre. Por outro lado, o setor vitivinícola é o mais afetado, após a perda de competitividade devido ao aumento dos preços, embora seu impacto no crescimento econômico seja limitado. No entanto, as autoridades buscariam chegar a um acordo. Por sua vez, o FMI manteve inalteradas as perspectivas de crescimento econômico em 1,0% para este ano. Enquanto isso, a inflação está em 3,0% em junho, o limite inferior da meta de inflação do Banco Central. No lado da política monetária, o Banco Central decidiu reduzir a taxa de referência em 25 pb para 7,00% na reunião de julho. No mercado acionário, as ações são negociadas com valorizações atraentes na relação P/E *fwd.*, embora durante o último mês tenham sido observadas saídas líquidas de fluxos de investimento de 3% do AUM, enquanto a projeção de crescimento dos lucros para este ano foi revisada para baixo. No contexto de valorizações atraentes d , retorno dos

fluxos, mas perspectivas econômicas fracas, correlação do mercado acionário com o ouro e perda de *momentum* do metal precioso, **decidimos manter as ações sul-africanas em neutro.**

As ações **turcas** renderam 6,3% em julho, liderando os retornos da região e registrando um *desempenho* superior ao de seus pares. Enquanto isso, a lira turca se desvalorizou 2,8% em relação ao dólar, pressionada por eventos políticos internos e pela força do dólar. Em relação à política interna, os municípios controlados pela oposição enfrentam novas investigações e 30 pessoas foram presas por corrupção. Além disso, o prefeito de Istambul, Ekrem Imamoglu, foi condenado a 1,8 anos de prisão. Isso intensificou o sentimento de repressão política. Por outro lado, a Moody's melhorou a classificação de crédito da Turquia para Ba3, com perspectiva estável, após a melhoria na implementação de políticas e o retorno a uma política monetária convencional. Em relação aos dados econômicos, o índice PMI de manufaturas acelerou sua queda em terreno contrativo para 45,9 pontos em julho. No lado da inflação, ela desacelerou para 33,5% ao ano em julho, enquanto em termos mensais acelerou para 2,1%. Por sua vez, o Banco Central retomou os cortes nas taxas na reunião de julho e reduziu 300 pb para 43%. Em relação ao mercado, as ações são negociadas com valorizações ajustadas na relação P/E *fwd.* e observam-se saídas líquidas de fluxos de investimento do principal ETF em 9% do AUM durante o último mês, enquanto se projeta uma contração dos lucros para este ano. Em um contexto de contração dos lucros, valorizações ajustadas, saída de fluxos e dados econômicos deteriorados, **decidimos manter a posição *underweight* em ações turcas.**

As ações **sauditas** recuaram 1,8% em julho e registraram um *desempenho* inferior ao de seus pares da região, apesar de o preço do petróleo Brent ter avançado 7,0%, impulsionado pelas ameaças de Trump. Esta economia, altamente dependente do petróleo, continua pressionada por perspectivas menos favoráveis para esta *commodity*. O nível de preço do petróleo que permite o equilíbrio fiscal e a implementação do plano de diversificação econômica é de USD 113 por barril, quase o dobro do preço atual do petróleo Brent, pressionando por um maior déficit fiscal. A Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciou um aumento adicional da produção de 547 mil barris por dia em setembro. Apesar do aumento da oferta, os preços do petróleo subiram nos últimos três meses. Por sua vez, a Saudi Aramco decepcionou no relatório do segundo trimestre, enquanto a dívida aumentou pelo quarto trimestre consecutivo. Nesse sentido, as perspectivas de crescimento dos lucros para este ano foram corrigidas para cima durante o último mês. Enquanto isso, as valorizações continuam atraentes na relação P/E *fwd.*, mas durante o último mês observaram-se saídas líquidas de fluxos de investimento de 4% do AUM do principal ETF. Por sua vez, o Fundo Monetário Internacional (FMI) revisou para cima as perspectivas de crescimento econômico do reino para este ano, de 3,0% para 3,6%, impulsionado pela normalização da produção de petróleo e pelo investimento no plano de diversificação econômica. No contexto de saídas de fluxos, aumento da oferta que pressiona as perspectivas de preço do petróleo e falta de tração do mercado acionário saudita, **decide-se aumentar o *underweight* das ações sauditas.**

RENTA FIXA

TREASURIES DOS EUA: diminui a *OW* em *treasuries* de 2 anos, mantém-se neutra em *treasuries* de 10 anos, e *UW* em *treasuries* de 30 anos e neutra em TIPS

Em julho, os anúncios de novas tarifas por parte de Donald Trump reacenderam as tensões comerciais, exercendo certa pressão sobre as taxas de juros. A este contexto somaram-se as crescentes pressões políticas da administração americana sobre o Fed para promover cortes na taxa de referência e, as ameaças sobre uma nomeação antecipada do

sucessor de Powell. Na última semana do mês, o Fed manteve sua taxa inalterada em 4,50%, transmitindo uma mensagem mais *hawkish* do que o previsto, apesar de a decisão não ter sido unânime devido à dissidência de dois membros que buscavam reduzir o nível das taxas. No entanto, o viés menos expansionista desapareceu rapidamente após a divulgação dos dados fracos do mercado de trabalho em julho, o que levou o mercado a antecipar um cenário ainda mais *dovish* do que o projetado antes da reunião do Fed. Nesse contexto, as taxas encerraram julho com altas em toda a linha, lideradas pelos trechos mais curtos após a reunião de política monetária, embora a correção posterior provocada pelos dados do mercado de trabalho tenha praticamente apagado todo o aumento acumulado durante julho.

No que diz respeito aos dados econômicos, a inflação em julho (IPC) manteve-se em 2,7% ao ano, abaixo das expectativas do mercado, enquanto o componente subjacente surpreendeu positivamente e acelerou para 3,1% ao ano, seu valor mais alto desde fevereiro deste ano. O componente de serviços tem se mostrado mais persistente, enquanto o componente de bens evidencia que ainda não se vê totalmente o efeito das tarifas nos preços. Em sua revisão semestral, o FMI elevou ligeiramente sua projeção de crescimento para os EUA para 1,9% ao ano. Esse aumento, juntamente com o resultado positivo do PIB do segundo trimestre, reflete uma economia sem grandes desequilíbrios. Por outro lado, os dados de emprego decepcionaram e houve até uma forte revisão para baixo nos números de maio e junho, evidenciando uma desaceleração do mercado de trabalho durante o segundo trimestre.

Em julho, o Fed decidiu manter a taxa de referência em 4,50%, reiterando sua postura de dependência dos dados. A reunião foi marcada pela dissidência de dois governadores, Christopher Waller e Michelle Bowman, que se inclinaram por um corte de 25 pontos-base. Waller, um dos principais candidatos à sucessão de Jerome Powell como presidente do Fed, alinhou sua postura com a de Donald Trump em favor de taxas mais baixas, enquanto Bowman foi nomeada *vice-presidente* de Supervisão este ano pelo próprio Trump. As pressões políticas do presidente têm aumentado e devem persistir até a reunião de setembro. Trump indicou que a lista de candidatos para substituir Powell continua crescendo, incluindo atuais governadores do Fed, presidentes regionais do Fed e figuras políticas externas. Por outro lado, a governadora Adriana Kugler apresentou sua renúncia antecipada, antes do término de seu mandato em janeiro de 2026. Em seu lugar, Trump nomeou como governador interino Stephen Miran, presidente do Conselho de Assessores Econômicos do governo, em uma decisão de alto teor político devido à sua proximidade com o atual governo. Miran participará do FOMC até janeiro do próximo ano, quando será nomeado o novo governador que ocupará o cargo de forma permanente, aguardando a confirmação do Senado. No final de agosto, será realizado o simpósio de Jackson Hole, onde se espera uma mensagem mais clara sobre a direção da política monetária.

Após a reunião do Fed, o mercado passou a descontar um único corte nas taxas para o restante do ano, depois que as declarações de Jerome Powell adotaram um tom mais *hawkish* do que o esperado. No entanto, os dados fracos sobre o emprego reverteram esse cenário e reativaram as expectativas de dois cortes até o final de 2025. Em reação a isso, as taxas registraram quedas significativas no mesmo dia, mais pronunciadas no trecho curto da curva: o yield das *treasuries* a 2 anos caiu mais de 20 pb, para 3,68%, enquanto o título a 10 anos recuou em menor grau, para 4,20%, com uma curva que se mantém inclinada com um diferencial de 10-2 anos em torno de 50 pb.

Em termos de volatilidade, o índice MOVE — que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro — permanece abaixo da sua média histórica dos últimos cinco anos desde meados de junho, situando-se em torno de 80 pb. Os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 5 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, aumentaram em linha com a aceleração observada nos últimos dados dos índices de preços, registrando 2,43% e 2,36% d ,

respectivamente. Este ligeiro desacoplamento nas expectativas de curto a médio prazo ocorre num contexto em que começam a ser visíveis alguns efeitos das tarifas nos preços. As tarifas entraram recentemente em vigor, pelo que o seu verdadeiro impacto começará a ser visível nos próximos dados, embora se espere que este efeito seja transitório. Neste sentido, as expectativas a longo prazo mantêm-se ancoradas na meta de 2%.

Diante do exposto, embora se espere uma desaceleração econômica, não projetamos uma recessão nos EUA, diante da publicação de dados que mostram certa resiliência da economia americana. Por outro lado, prevê-se que os ruídos inflacionários e comerciais se mantenham elevados no curto prazo, à medida que os efeitos inflacionários das tarifas e os novos anúncios da atual administração forem internalizados. Nesse contexto, mantemos uma posição curta em duração em relação ao *benchmark*, diminuindo a *OW* em títulos do Tesouro de 2 anos (aproveitando essa posição) e mantendo a *UW* em títulos do Tesouro de 30 anos, em resposta à volatilidade apresentada pelas taxas de longo prazo. Por outro lado, mantemos a posição neutra em títulos do Tesouro de 10 anos, dado o nível atual das taxas. Por fim, mantém-se uma posição neutra em TIPS.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Mantém-se a posição UW

As taxas de juros permaneceram relativamente estáveis até o final de julho. Após a reunião de política monetária do Fed, o mercado começou a internalizar um cenário menos expansionista, o que gerou um aumento das taxas no mês. No entanto, a surpresa negativa dos dados do mercado de trabalho gerou uma queda generalizada das taxas globais, revertendo o movimento de julho dos diferentes trechos da curva.

Após esses movimentos, e no front da atividade econômica, as projeções de crescimento para o meio do ano publicadas pelo FMI foram revisadas ligeiramente para cima para os EUA, em linha com um dado do PIB do segundo trimestre que superou as estimativas, o que reforça que não se observam grandes desequilíbrios macroeconômicos na maior economia do mundo. Por sua vez, a inflação apresentou uma aceleração moderada, impulsionada pelo efeito das tarifas sobre os preços, embora sem gerar grandes surpresas. No entanto, antes da reunião de política monetária de setembro, ainda serão divulgados dados relevantes tanto sobre a inflação quanto sobre o mercado de trabalho, pelo que o cenário atual poderá mudar em função das novas informações.

Na Europa, o Banco Central Europeu (BCE) manteve sua taxa de depósito em 2,00% após um ano de flexibilização monetária. Após as declarações da presidente do BCE, Christine Lagarde, o mercado começou a antecipar uma postura menos expansionista por parte da instituição, colocando em dúvida o corte adicional nas taxas que era esperado para este ano. No âmbito macroeconômico, a inflação em julho foi de 2,0% ao ano, ligeiramente acima das projeções. Além disso, o crescimento no segundo trimestre superou as estimativas, expandindo-se 1,4% em relação ao ano anterior, enquanto o FMI revisou para cima suas expectativas para a economia da região.

Assim, para suas respectivas reuniões de setembro, o mercado antecipa que o Fed corte sua taxa de referência pela primeira vez no ano, embora sujeito a alterações à medida que novos dados econômicos forem conhecidos, enquanto o BCE manteria sua postura de julho e não faria alterações em seu sistema de taxas de juros.

No último mês, a classe de ativos *Investment Grade* global registrou um retorno de 0,3%. Embora esse tipo de instrumento continue atraente devido à sua qualidade de crédito, os *spreads* permanecem em níveis bastante e o comprimidos e em linha com os valores ajustados no início do ano. Esses níveis parecem não ser representativos do

contexto econômico global, apesar da menor probabilidade de recessão. Além disso, a maior duração dessa categoria nos leva a manter maior cautela em relação a outras alternativas dentro do mercado de renda fixa global. Por isso, **mantemos a posição *underweight* em *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Mantém-se a posição *UW*.

Quanto ao *High Yield*, durante julho registrou uma rentabilidade mensal de 0,9%, em linha com o bom desempenho das ações. O cenário global permanece incerto e difícil de prever, diante desta segunda rodada de anúncios comerciais que parece não ter terminado, apesar de ter passado o prazo imposto pelo próprio presidente Trump no início de agosto. Apesar disso, o risco de um cenário de forte desaceleração econômica parece dissipar-se, e até mesmo organismos internacionais revisaram para cima suas perspectivas de crescimento para este ano. Quanto aos *spreads*, eles permanecem em níveis comprimidos após os aumentos de abril e a recuperação que se reverteu rapidamente após o primeiro dia de agosto, situando-se atualmente perto de 80 pb, abaixo de sua média histórica, o que reflete uma valorização exigente diante das condições econômicas atuais.

A classe de ativos continua oferecendo um *yield* atraente acima de sua média de dez anos, embora apresentando uma tendência de queda desde seu nível de fechamento em 2024, situando-se em 6,7%. Por outro lado, as avaliações permanecem ajustadas em um ambiente global que continua incerto e imprevisível, diante das novas ameaças e anúncios comerciais por parte do governo dos Estados Unidos. Esse cenário aumenta a probabilidade de ampliações dos *spreads* no curto e médio prazo, dados seus níveis limitados, elevando o risco para os investidores. Diante disso, **mantém-se a posição *UW* em *Global High Yield*.**

DÍVIDA EMERGENTE: Decide-se manter a posição neutra em dívida soberana, manter a *OW* em títulos corporativos *IG*, levar a *OW* a posição em títulos corporativos *HY* de neutra e manter o posicionamento neutro nos mercados locais.

Em julho, a curva de taxas dos títulos do Tesouro dos EUA registrou altas em todos os seus trechos, com um movimento mais pronunciado na parte curta, o que provocou um achatamento da curva. As taxas tiveram uma alta importante nos últimos dias do mês, após a reunião de política monetária do Fed e sua rodada de perguntas, em que o mercado começou a internalizar menos cortes para o restante do ano. As taxas no resto do mundo mantiveram a tendência de ajustes mais limitados do que as taxas norte-americanas, refletindo respostas mais moderadas às dinâmicas do mercado norte-americano. Além do que ocorreu no mês passado, o primeiro dia de agosto registrou uma queda acentuada nas taxas globais, após a divulgação dos dados do mercado de trabalho nos EUA. Durante o mês passado, a dívida soberana emergente teve um *yield* de 1,3%, superando amplamente sua contraparte das economias desenvolvidas (-0,1%). Por sua vez, a dívida corporativa emergente registrou um *desempenho* de 0,9%, acima do desempenho da dívida corporativa desenvolvida.

Para a dívida soberana, apesar do bom desempenho ao longo do ano, o cenário global permanece incerto diante da nova escalada comercial e dos diferentes anúncios vindos do governo americano. Após o dia 1º de agosto, prazo final estabelecido por Trump para as novas tarifas, os anúncios e ameaças continuaram, e o presidente americano chegou a comentar sobre a possibilidade de impor novas retaliações a alguns parceiros comerciais em particular. Embora o mercado não tenha reagido de forma exagerada, como aconteceu após os anúncios de abril, a imprevisibilidade dessas medidas volta a gerar incerteza. Assim, optamos por manter uma posição neutra em dívida soberana emergente.

Passando para a dívida corporativa dos mercados emergentes, mantém-se uma posição *overweight* em títulos corporativos com classificação *Investment Grade*. Durante o último mês, essa classe de ativos registrou um desempenho positivo, com um avanço de 0,7%. Apesar desse bom desempenho, os *spreads* ainda mostram um certo atraso em relação à compressão observada em seus equivalentes nos mercados desenvolvidos, após a recuperação que experimentaram após o *Liberation Day*. Na primeira parte deste mês, a queda nas taxas globais impulsionou um aumento mais acentuado nos *spreads* desses ativos, superando amplamente a reação moderada observada nos mercados dos EUA e da Europa. Essa diferença oferece uma oportunidade tática, diante de uma potencial compressão nos mercados emergentes.

Quanto ao *High Yield*, a classe de ativos registrou um desempenho positivo de 1,2% em julho. Os *spreads* dos títulos corporativos emergentes de menor qualidade creditícia tiveram um comportamento semelhante ao dos títulos corporativos emergentes *Investment Grade*, com um atraso na compressão após abril, embora sua alta tenha sido mais limitada do que os *spreads* dos títulos desenvolvidos. Por outro lado, a classe de ativos apresenta níveis de *yield* atraentes acima da sua média dos últimos dez anos e acima dos níveis oferecidos por instrumentos europeus e norte-americanos da mesma categoria. Assim, decidimos passar a uma *posição overweight* na exposição à dívida emergente de *high yield*, desde uma posição neutra.

No *mercado local*, a tendência de valorização das moedas emergentes foi interrompida em julho, com uma desvalorização de 1,2% do índice geral. Paralelamente, o dólar (DXY) obteve seu primeiro mês do ano com ganhos, com uma valorização de 3,2%. Nestes primeiros dias de agosto, retomou-se o que se observou durante os outros meses do ano, com as moedas emergentes em alta e a moeda norte-americana registrando perdas. Esta fraqueza do dólar poderá continuar, com base nos seus fundamentos e na situação econômica norte-americana, mas o cenário permanece bastante imprevisível para as moedas a nível global. Assim, mantém-se a posição neutra nos *mercados locais*.

Em linha com o acima exposto, **mantém-se neutra a posição em dívida soberana emergente e mercados locais, a OW em obrigações corporativas IG, e passa-se de neutra para OW a posição em obrigações corporativas HY.**

Exposição a moedas | Agosto de 2025

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

O resultado da atribuição do TAACo resulta numa determinada exposição a moedas que, caso não reflita a nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas. Este mês, as posições em todas as moedas são neutralizadas, dadas as perspectivas incertas.

Resultados TAACo Global | Julho 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%	1,0%	0,51%	0,47%	-1,3	-1,6
Renta Fija	50%	46%	-4%	-0,3%	-0,15%	-0,14%	2,7	0,5
Caja	0%	6%	6%	0,4%	0,0%	0,02%	0,1	
Oro	0%	0%	0%	0,3%	0,0%	0,00%	0,0	
Cobertura						-0,15%	-14,7	
Portfólio					0,36%	0,21%	-13,3	-1,1
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								-14,3
Europa, exceto Reino Unido	13,7%	13,2%	-0,5%	-2,6%	-0,36%	-0,34%	1,8	
Europa Small Cap ex Reino Unid	1,2%	1,2%	0,0%	-0,8%	-0,01%	-0,01%	0,0	
REINO UNIDO	2,9%	1,9%	-1,0%	0,9%	0,02%	0,02%	0,2	
Crescimento de grandes capitali	17,3%	17,8%	0,5%	4,0%	0,69%	0,71%	1,5	
Valor Large Cap dos EUA	14,7%	14,7%	0,0%	0,2%	0,03%	0,03%	0,0	
Pequenas empresas dos EUA	3,5%	3,5%	0,0%	2,0%	0,07%	0,07%	0,0	
Japão	4,7%	3,7%	-1,0%	-1,4%	-0,07%	-0,05%	2,4	
Desarrollados	58,0%	56,0%	-2,0%	0,7%	0,39%	0,42%	5,9	
América Latina	4,4%	5,4%	1,0%	-4,4%	-0,20%	-0,24%	-5,5	
LatAm Small Cap	0,8%	1,3%	0,5%	-6,5%	-0,05%	-0,08%	-3,7	
China	12,3%	12,3%	0,0%	4,8%	0,59%	0,59%	0,0	
EM Ásia ex China	19,6%	20,1%	0,5%	1,2%	0,23%	0,24%	0,1	
EM Ásia Small Cap	4,9%	4,9%	0,0%	1,2%	0,06%	0,06%	0,0	
Emergentes	42,0%	44,0%	2,0%	1,5%	0,63%	0,56%	-9,1	
Ações					1,02%	0,99%	-3,2	
Títulos do Tesouro 2Y	8,3%	9,3%	1,0%	-0,1%	-0,01%	-0,01%	0,2	
Títulos do Tesouro 10Y	11,1%	11,1%	0,0%	-0,7%	-0,07%	-0,07%	0,0	
Títulos do Tesouro 30Y	6,1%	5,6%	-0,5%	-1,2%	-0,07%	-0,07%	0,5	
Dicas dos EUA	2,6%	2,6%	0,0%	0,1%	0,00%	0,00%	0,0	
IG corporativo global	26,5%	26,0%	-0,5%	-0,6%	-0,17%	-0,16%	0,2	
HY corporativo global	4,0%	3,5%	-0,5%	0,1%	0,00%	0,00%	-0,2	
Deuda Desarrollados	58,6%	58,1%	-0,5%	-0,5%	-0,32%	-0,31%	0,6	
EMBI	9,5%	9,5%	0,0%	1,3%	0,12%	0,12%	0,0	
EM Corporativo IG	2,8%	3,3%	0,5%	0,6%	0,02%	0,02%	0,5	
EM Corporativo HY	3,8%	3,8%	0,0%	1,1%	0,04%	0,04%	0,0	
Mercados locais EM	25,3%	25,3%	0,0%	-0,7%	-0,17%	-0,17%	0,0	
Emergência	41,4%	41,9%	0,5%	0,0%	0,01%	0,02%	0,5	
Renda fixa					-0,31%	-0,30%	1,1	

*Anualizado ** Desde 2001

Dados em 31 de julho de 2025

Em julho, o TAACo manteve a posição *underweight* em ações (48%), a *underweight* em renda fixa (46%) e o *overweight* em caixa (6%). Em 31 de julho, a carteira teve um ganho mensal de 0,2%, apresentando um *desempenho* inferior ao do *benchmark* (0,4%).

Durante o mês, em termos de *análise de atribuição*, (i) a **alocação de ativos** reduziu o valor devido à cobertura cambial e, em menor grau, à posição vendida em ações, o que não foi compensado pelos ganhos com a posição vendida em renda fixa e pelo overweight em caixa. A **seleção de instrumentos** reduziu o valor: contribuíram positivamente as posições curtas no Reino Unido e na Europa e as posições longas em ações de *crescimento* dos EUA, mas o overweight em ações latino-americanas reduziu o valor de forma mais acentuada. Na carteira de renda fixa, contribuíram positivamente as posições longas em títulos do Tesouro norte-americano de 2 anos e as posições curtas em 30 anos.

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	0,2%	6,2%	9,6%	9,7%	8,3%	5,3%	5,1%	5,3%	10,4%
Benchmark	0,4%	6,5%	9,8%	10,2%	8,4%	4,3%	4,5%	4,1%	10,2%
Perf. inferior/superior (bps)	-14	-29	-19	-52	-13	96	60	121	
Ações	1,0%	11,6%	14,0%	14,7%	12,5%	9,0%	6,8%	4,4%	15,2%
Benchmark	1,0%	11,6%	14,3%	15,1%	12,7%	9,0%	6,7%	4,0%	15,1%
Europe ex UK	-2,6%	3,3%	18,7%	10,6%	12,2%	8,0%	4,3%	3,3%	18,4%
Europe Small Cap ex UK	-0,8%	8,7%	25,3%	14,6%	9,7%	7,0%	5,8%	7,3%	21,3%
UK	0,9%	6,8%	20,3%	16,1%	14,1%	13,7%	5,4%	5,1%	16,2%
US Large Cap Growth	4,0%	20,9%	10,1%	24,8%	24,0%	18,2%	17,5%	--	20,7%
US Large Cap Value	0,2%	7,4%	7,4%	8,4%	10,3%	12,3%	8,8%	--	14,5%
US Small Caps	2,0%	13,1%	1,7%	3,5%	8,3%	11,2%	8,6%	9,0%	20,6%
Japão	-1,4%	4,2%	9,0%	4,0%	10,1%	6,6%	3,8%	2,3%	14,8%
Desenvolvidos	1,3%	11,9%	10,9%	15,7%	15,8%	13,8%	10,6%	7,3%	14,7%
América Latina	-4,4%	3,0%	24,1%	7,2%	8,4%	7,4%	4,3%	7,4%	25,0%
LatAm Small Cap	-6,5%	1,3%	25,2%	5,5%	4,0%	1,4%	1,0%	5,5%	26,5%
China	4,8%	11,7%	23,0%	42,1%	8,2%	-1,8%	3,8%	8,0%	27,8%
EM Asia ex China	1,2%	15,9%	13,5%	7,7%	12,8%	11,2%	9,1%	--	17,4%
EM Asia Small Cap	1,2%	17,7%	11,0%	9,2%	13,7%	12,8%	7,4%	9,4%	15,2%
EM Europe and Middle East	2,2%	7,3%	16,0%	13,7%	5,7%	2,3%	-1,0%	2,8%	15,5%
Emergentes	1,9%	12,7%	17,5%	17,2%	10,5%	5,2%	5,9%	8,2%	14,7%
Renda Fixa	-0,3%	1,6%	5,4%	5,4%	4,2%	-0,1%	2,3%	4,2%	6,5%
Benchmark	-0,3%	1,6%	5,4%	5,4%	4,1%	-0,4%	1,9%	3,6%	6,5%
Treasuries 2Y	-0,1%	0,2%	2,6%	4,1%	2,7%	1,0%	1,3%	2,3%	2,0%
Treasuries 10Y	-0,7%	-0,5%	4,3%	1,6%	-1,1%	-3,8%	0,4%	3,4%	8,0%
Treasuries 30Y	-1,2%	-2,1%	0,9%	-4,9%	-7,7%	-11,7%	-1,3%	3,7%	15,2%
TIPS dos EUA	0,1%	0,5%	4,8%	4,1%	0,9%	1,2%	2,7%	4,4%	6,1%
Global Corporate IG	-0,6%	1,8%	6,7%	6,3%	4,3%	-0,3%	2,5%	4,4%	8,1%
Global Corporate HY	0,1%	3,9%	7,0%	9,8%	9,0%	4,4%	5,0%	6,9%	7,6%
Divida desenvolvidos [1]	-0,5%	0,8%	5,0%	3,9%	2,3%	-1,3%			
EMBI	1,3%	4,9%	7,0%	9,3%	8,3%	1,3%	3,6%	6,9%	9,2%
EM Corporativo IG	0,6%	2,2%	4,8%	6,0%	5,2%	0,7%	3,0%	--	5,4%
EM Corporativo HY	1,1%	3,5%	4,9%	7,7%	9,4%	2,7%	4,8%	--	7,8%
Mercados locais EM	-0,7%	1,9%	5,8%	7,0%	5,0%	1,7%	2,6%	--	7,1%
Divida emergentes [1]	0,0%	2,7%	5,8%	7,5%	6,4%	1,4%			
Caixa	0,4%	1,1%	2,5%	4,6%	4,7%	2,9%	2,0%	1,7%	0,7%
Ouro	0,3%	-0,1%	26,4%	36,0%	23,5%	10,9%	11,6%	11,0%	14,3%

* Anualizado ** Desde abril 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 qualquer tipo de valor, mas são publicadas com fins meramente informativos para nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram elaboradas por nossa equipe de trabalho, com base nas melhores ferramentas disponíveis, no entanto, isso não garante que elas se concretizarão. As informações contidas neste relatório não correspondem a objetivos de investimento específicos, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer destinatário do mesmo. Antes de realizar qualquer transação de valores, os investidores devem informar-se sobre as condições da operação, bem como sobre os direitos, riscos e responsabilidades implícitos na mesma, pelo que as sociedades da Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, derivada da utilização das opiniões contidas neste relatório. Qualquer opinião expressa neste material está sujeita a alterações sem aviso prévio da Compass, que não assume a obrigação de atualizar as informações nele contidas. A Compass, suas pessoas relacionadas, executivos ou outros funcionários podem fazer comentários de mercado, verbais ou escritos, ou transações que reflitam uma opinião diferente daquelas expressas neste relatório.