

Setembro de 2025

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Ago	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início **	
TAACo	1.9%	5.5%	11.7%	9.6%	9.8%	5.2%	5.8%	5.4%	10.4%
Benchmark	1.9%	5.7%	11.9%	10.0%	10.0%	4.3%	5.1%	4.2%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	3	-19	-16	-39	-24	99	70	121	
Acciones	2.5%	8.7%	16.9%	15.1%	14.3%	8.7%	7.9%	4.5%	15.2%
Benchmark	2.6%	8.7%	17.2%	15.5%	14.6%	8.6%	7.9%	4.1%	15.1%
Renta Fija	1.2%	2.7%	6.7%	4.7%	5.4%	0.2%	2.5%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.2%	2.7%	6.7%	4.6%	5.5%	-0.2%	2.2%	3.7%	6.5%
Caja	0.4%	1.1%	2.9%	4.5%	4.8%	3.0%	2.0%	1.7%	0.7%
Oro	3.9%	4.6%	31.4%	36.4%	26.0%	11.9%	11.7%	11.1%	14.3%

Resultados em 31 de agosto de 2025

*Atualizado ** Desde 2001

Monetary illusion¹

Agosto foi marcado por um claro apetite pelo risco dos investidores globais, com altas generalizadas nas bolsas, algumas mais pronunciadas do que outras. Esse bom desempenho dos ativos se insere em um cenário em que começam a ser internalizadas políticas fiscais e monetárias expansionistas, que darão suporte ao crescimento e permitirão que o impulso das ações continue.

Donald Trump — até agora — concretizou várias de suas propostas, levando as tarifas a níveis não vistos em quase um século, que se tornaram sua principal moeda de troca. Há alguns meses ([link](#)), comentamos que o sistema financeiro teria que se adaptar a essa nova ordem política global e às diferentes fases do governo Trump. Hoje, acreditamos que a primeira etapa terminou, dando lugar a uma segunda, caracterizada pelo mundo se adaptando a essa nova realidade global. Os investidores tentam descobrir quem serão os vencedores dessa nova ordem, que culminará em uma nova realidade nos EUA, marcada por uma maior interferência do Executivo sobre o Banco Central e pelo avanço da desglobalização.

Com Scott Bessent no comando, o Departamento do Tesouro dos EUA implementou uma estratégia para evitar emissões na parte longa da curva, a fim de conter os aumentos das taxas devido às maiores pressões fiscais. Nesse sentido, a taxa do título do Tesouro de 30 anos não apresentou grandes variações durante agosto, mas no início de setembro aumentou, aproximando-se do teto psicológico de 5%, em linha com as preocupações fiscais. Esse fenômeno não é exclusivo dos EUA, pois também é observado no Reino Unido,

Índice

Ilusão monetária.....	1
Alocação de ativos setembro de 2025	4
Resultados TAACo Global Agosto 2025.....	23
Desempenho histórico.....	24

[Retorna o apetite pelo risco](#)

[Segunda fase do governo Trump: o mundo se acomoda](#)

[Fenômeno global: taxas de juros de 30 anos em alta](#)

¹ “Ilusão monetária”

Canadá, Japão e Alemanha, entre outros. Nesse contexto, as novas receitas fiscais derivadas das tarifas ganham relevância ao ajudar a moderar o déficit que poderia aumentar com a política expansionista e a aprovação da *One Big Beautiful Bill*. A esse respeito, a Suprema Corte poderia reverter os acordos comerciais firmados por Trump, reduzindo pela metade a tarifa média e tirando do presidente uma vantagem estratégica fundamental nas negociações internacionais.

Neste cenário complexo para o mercado de renda fixa, Jerome Powell adotou um tom mais *dovish* em seu discurso durante o simpósio anual de Jackson Hole e abriu as portas para retomar os cortes. O consenso agora é que o Fed reduzirá a taxa de referência em setembro, o que deu um novo impulso às bolsas e ativou este “*Powell Put*”, que pode se prolongar. Durante agosto, a autoridade monetária continuou enfrentando pressões políticas com a demissão de Lisa Cook por uma suposta fraude hipotecária. Daqui para frente, o Fed continuará lidando com esses desafios, em um contexto de inflação que se mantém persistentemente acima da meta e dados do mercado de trabalho que voltam a decepcionar em agosto, criando apenas 22 mil novos empregos e com uma taxa de desemprego que sobe marginalmente para 4,3%. No curto prazo, não se prevê grandes pressões inflacionárias; o componente de serviços — que representa cerca de dois terços do dado — continuará em queda devido à desaceleração dos aluguéis. Por sua vez, os preços dos bens estão acelerando, devido às tarifas e outros fatores, o que, segundo Powell, seria transitório.

Uma eventual aceleração da inflação dos serviços, resultado da resiliência econômica projetada nos EUA com uma política fiscal e monetária expansiva, poderia desencadear o retorno de um cenário de aversão ao risco.

Na Europa, agosto foi dominado por tensões políticas e fiscais que trouxeram à tona problemas estruturais nas principais economias do bloco. Na França, o primeiro-ministro perdeu o voto de confiança, o que levará Emmanuel Macron a nomear o quinto primeiro-ministro de seu mandato, aumentando significativamente a incerteza política. Alguns analistas afirmaram que o que aconteceu na França poderia ser causa de uma eventual recessão. Por sua vez, o caso do Reino Unido também é alarmante. A acalorada discussão sobre o orçamento pressionou as taxas dos títulos soberanos de 30 anos para cima, com uma dívida pública que se aproxima de 100% do PIB.

Quanto a outros tipos de ativos, o dólar retomou as baixas durante agosto e provocou um maior apetite pelo risco nos mercados acionários de países emergentes, em particular na América Latina e na China. A fraqueza do dólar historicamente favorece as matérias-primas, deixando fora da análise as *commodities agrícolas* e a energia, que têm fundamentos distintos. Nesse sentido, os metais industriais continuaram em alta, acompanhando esse cenário de maior sustentação para o crescimento econômico. Por sua vez, o ouro continuou em alta, acumulando um retorno superior a 30% no acumulado

“*Powell Put*” injeta otimismo no mercado

Inflação real pode interromper o impulso

Problemas estruturais na Europa

Fraqueza do dólar e força dos metais industriais e do ouro

do ano (até 31 de agosto), como uma espécie de ativo anti-dólar e antes do reinício iminente do corte de taxas por parte do Fed.

Em resumo, o panorama se torna um pouco mais visível e esta segunda fase do governo Trump parece vir com um apoio político ao crescimento econômico, o que poderia manter o mercado acionário com desempenhos semelhantes aos que temos visto até agora. Por enquanto, os investidores têm ignorado os ruídos institucionais que surgiram do poder executivo, e parece que os potenciais cortes nas taxas estão injetando um otimismo difícil de contrariar.

Nesse sentido e no nível do portfólio, para setembro, decide-se manter a posição neutra em ações, *underweight* Europa, Reino Unido e Japão, dada sua fragilidade fiscal e problemas estruturais. Nos EUA, reduz-se o *overweight* em ações do tipo *growth* para alocar uma porcentagem em *value* e *small caps*, neste cenário de resiliência econômica e diante de uma eventual rotação. Nos mercados emergentes, mantém-se a convicção na América Latina, encerrando o *overweight* na Ásia EM, exceto China, devido à perda de *momentum*. Em renda fixa, apesar dessa manipulação artificial da curva de taxas, mantém-se o *underweight* no nível de classe de ativos, a posição curta em *duration* e *underweight* ainda mais a posição em *treasuries* de 30 anos. Por sua vez, aumenta a preferência por títulos emergentes, levando à *overweight* da dívida em moeda local, num contexto em que, apesar do valor que o dólar já perdeu no acumulado do ano, as moedas emergentes continuam subvalorizadas e desacopladas de seus fundamentos. Finalmente, reatribui-se uma parte da caixa ao ouro, considerando que pode continuar a destacar-se perante a iminente descida das taxas.

Otimismo com cortes nas
taxas supera riscos
institucionais

Ações neutras, convicção
na América Latina e
porcentagem atribuída ao
ouro

Alocação de ativos | Setembro 2025

TAACo Global	Bench.	Ago	Set	OW / UW	Câmbio			
Ações	50%	50%	50%	N				Ações neutras, UW títulos
Renda Fixa	50%	46%	46%	UW	-4%			Diminui OW em caixa e atribui-se ao ouro
Caixa		4%	2%	OW	2%	-2.0%	-	
Ouro			2%	OW	2.0%	2.0%	+	
Total Carteira								
Europa, ex Reino Unido	13.7%	12.7%	12.7%	UW	-1.0%			EUA: diminui OW Large Cap Growth e passa para OW Value e Small Cap, de neutro
Europe Small Cap ex Reino Unido	1.2%	1.2%	1.2%	N				UW no Reino Unido e Europa
REINO UNIDO	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%			UW Japão
US Large Caps Growth	17.3%	18.3%	17.8%	OW	0.5%	-0.5%	-	OW LatAm Large e Small Cap
US Large Caps Value	14.7%	14.7%	15.2%	OW	0.5%	0.5%	+	
US Small Caps	3.5%	3.5%	4.0%	OW	0.5%	0.5%	+	
Japão	4.7%	3.7%	3.7%	UW	-1.0%			Neutro China
Mercados desenvolvidos	58.0%	56.0%	56.5%	UW	-1.5%	0.5%	+	
América Latina	4.4%	5.4%	5.4%	OW	1.0%			OW Ásia EM exceto China neutralizado
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%	19.6%	N		-0.5%	-	Em renda fixa: UW duration
EM Ásia Small Cap	4.9%	4.9%	4.9%	N				
Mercados emergentes	42.0%	44.0%	43.5%	OW	1.5%	-0.5%	-	Títulos do Tesouro dos EUA: OW 2 anos e aumento de UW 30 anos
Total de ações	100.0%	100.0%	100.0%					
Treasuries 2Y	8.3%	8.8%	8.8%	OW	0.5%			Neutral TIPS e UW Global IG e HY
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	11.1%	N				
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	5.1%	UW	-1.0%	-0.5%	-	Aumenta OW Emergente sobre desenvolvido
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%			
Divida desenvolvidos	58.6%	57.6%	57.1%	UW	-1.5%	-0.5%	-	RF emergente: OW CEMBI IG e HY, neutral EMBI e passa a OW Mercados Locais de neutral
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%	4.3%	4.3%	OW	0.5%			
EM Local Markets	25.3%	25.3%	25.8%	OW	0.5%	0.5%	+	
Divida Emergentes	41.4%	42.4%	42.9%	OW	1.5%	0.5%	+	
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%					

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX UK: mantém-se o Underweight em Large Cap e Small Cap em neutro

Em agosto, as ações europeias se recuperaram após as perdas de julho, em um ambiente de maior apetite pelo risco. O Stoxx 50 subiu 3,1%, com um *desempenho* superior ao S&P 500, que subiu 1,9%, apesar da incerteza política que afeta

a região. Entre os países com melhor desempenho, destacam-se os periféricos, como Espanha (USD +6,3%) e Itália (USD +5,5%).

As preocupações comerciais ficaram para trás, dando lugar à incerteza política e fiscal. Na França, o primeiro-ministro François Bayrou perdeu o voto de confiança na Assembleia Nacional e seu cargo após obter pouco apoio para o orçamento de 2026. O plano previa um ajuste fiscal significativo com o objetivo de reduzir a dívida pública e o déficit fiscal — de 5,8% para 4,6% do PIB — por meio de cortes de gastos e aumento de impostos. Assim, Macron se prepara para a terceira mudança em seu governo em um ano, o que, juntamente com a incerteza política, gerou um aumento na curva de taxas de juros soberanas, com a taxa de 30 anos subindo 20 pontos-base (pb) no último mês, para 4,33% (em 9 de setembro).

Por sua vez, a rápida entrada em vigor da reforma do sistema de pensões na Holanda está gerando pressões no mercado de títulos europeu, principalmente por meio de uma maior volatilidade na parte longa da curva de taxas. Embora a Holanda represente cerca de 7% do PIB da zona do euro, seu sistema de pensões é o maior do bloco. A mudança para um sistema de contribuição definida está levando as gestoras de fundos a ter maior liberdade para investir os recursos, com maior posicionamento em ativos de maior risco e menor exposição à dívida soberana de longo prazo, o que poderia levar a uma maior inclinação da curva de taxas. A menor demanda por títulos de prazo mais longo pode levar os governos a emitir em uma parte mais curta da curva, deixando-os mais expostos ao risco de refinanciamento e à volatilidade das taxas.

No lado da política monetária, a inflação em agosto acelerou para 2,1% em relação ao ano anterior, enquanto a inflação subjacente se manteve em 2,3%. A autoridade monetária estima que a inflação se estabilizaria em torno da meta de 2% no médio prazo, diante das pressões dos preços domésticos que cedem e dos salários que sobem lentamente. 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, ocorreu em um contexto de expectativas de inflação ancoradas e aumento dos riscos associados ao impacto das tarifas americanas sobre a economia europeia. Daqui para frente, o mercado não prevê cortes adicionais nas taxas este ano, dada a resiliência da economia e uma inflação que não deve continuar caindo em um contexto de alta incerteza global.

Por outro lado, o índice de surpresas econômicas permanece positivo, mas com uma tendência de queda. O PMI de manufatura sobe em agosto para 50,5 pontos, encerrando 37 meses em contração (abaixo de 50 pontos); enquanto o PMI de serviços recua para 50,7 pontos. Resta saber se o ciclo monetário expansionista, os maiores planos de investimento público dos governos e a reativação do consumo são sustentáveis e conseguem reativar de forma sustentada uma economia estagnada.

Passando para o mercado, as valorizações das ações europeias estão ficando mais caras e a relação preço/lucro em doze meses (*P/E fwd.*) está sendo negociada a níveis justos em termos absolutos, embora com um desconto acentuado em relação às ações americanas. Por outro lado, de acordo com a EPFR, embora tenham sido observadas entradas líquidas de fluxos no acumulado do ano, no último mês foram observadas saídas.

Quanto ao setor corporativo, a temporada de relatórios do segundo trimestre do ano termina com uma contração e surpresas negativas em relação às vendas das empresas, mas com surpresas positivas nos lucros. Os dados mistos levam a uma correção para baixo das perspectivas de crescimento dos lucros para este ano em meio à incerteza global

(de 8,5% no início do ano para 1,1% em setembro). Para 2026, espera-se uma recuperação a partir de uma base de comparação mais baixa, com um crescimento dos lucros em torno de 11% — inferior ao de seus pares desenvolvidos (12%).

Em linha com um plano de expansão fiscal na Alemanha que já está internalizado nos preços dos ativos de risco, maior incerteza política e fiscal, perda de *momentum* dos fluxos e perspectivas econômicas e corporativas fracas, **decide-se manter o *underweight* em ações *Large Cap* e *neutral Small Cap*** devido à atratividade de suas valorizações.

REINO UNIDO: Mantém-se *UW*

Durante agosto, as ações britânicas também se juntaram ao impulso dos ativos de risco. Com uma tendência mais *voltada para o valor* do que outros mercados desenvolvidos, o FTSE 100 subiu 2,8%, superando o S&P 500. No entanto, e apesar dos retornos positivos, no acumulado do ano, o desempenho das ações continua atrás dos pares na Europa. Com a tendência de alta, as valorizações ficaram mais caras. O P/E *fwd.* negocia um desvio padrão acima da média de 5 anos em termos absolutos e em comparação com o resto da Europa.

As ações britânicas subiram em agosto, apesar da incerteza política e fiscal. Após a renúncia de Angela Rayner como vice-primeira-ministra no início de setembro devido a um escândalo fiscal, o governo de Keir Starmer enfrenta uma série de desafios locais e externos. Starmer anunciou uma reorganização de seu gabinete, mas o apoio ao Partido Trabalhista caiu consideravelmente.

Por sua vez, as expectativas de crescimento continuam refletindo uma recuperação fraca: as projeções para 2025 e 2026 permanecem em 1,2% e 1,1%, respectivamente. A frágil situação econômica se reflete no setor corporativo. Para 2025, os lucros das ações do MSCI Reino Unido mostrariam uma contração de 1,2%, dado que foi corrigido para cima no último mês, mas está abaixo dos pares desenvolvidos (8,5%). Para 2026, espera-se um crescimento dos lucros próximo a 11%, também abaixo dos pares desenvolvidos (12%).

No lado econômico, a surpresa econômica torna-se positiva, enquanto as pressões inflacionárias ressurgem. O Banco da Inglaterra (BoE) alerta que a inflação pode chegar a 4% ao ano em setembro e que não convergirá para a meta de 2% até pelo menos 2027. A inflação acelerou em julho para 3,8% ao ano (3,6% em junho), enquanto a medida subjacente ficou no mesmo nível e a dos serviços em 5,0%. Por sua vez, a situação econômica é precária e o emprego enfraquece, a taxa de desemprego subiu em junho para 4,7%, a mais alta em 4 anos, enquanto uma pesquisa do Banco da Inglaterra revelou que o corte de empregos durante o trimestre encerrado em agosto foi de 0,5% ao ano, a maior taxa desde 2021. Assim, com esse saldo misto, em que a inflação acelera enquanto o desemprego aumenta, o Banco da Inglaterra decidiu reduzir em 25 pontos-base, para 4,00%, sua taxa de política monetária em agosto, em uma decisão histórica e dividida. Pela primeira vez na história, houve um empate entre os nove membros (quatro membros a favor de manter a taxa, quatro a favor de reduzi-la em 25 pontos-base e um membro que propunha um corte maior, de 50 pontos-base), o que levou a uma segunda votação inédita. Dada a complicada situação econômica, daqui para frente, as expectativas de cortes nas taxas de juros moderaram-se, com o mercado esperando que a taxa de referência se mantenha no nível atual este ano (4,00%) e que haja uma ou duas reduções em 2026.

Assim, a incerteza política e fiscal, as dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida, juntamente com uma inflação persistente e um banco central que não continuaria a reduzir as taxas este ano, levaram a uma inclinação da curva das

taxas de juros. A taxa soberana a 30 anos aumentou no último mês para 5,75%, seu maior nível desde 1998 e a taxa mais alta dos países do G7.

No contexto de problemas políticos internos, baixo dinamismo econômico, inflação acelerada que complica a manobrabilidade do BoE, juntamente com uma trajetória fraca de lucros projetados, valorizações que se tornam mais caras e saídas persistentes de fluxos, decide-se **manter a posição *underweight* em ações britânicas.**

ESTADOS UNIDOS: diminui-se a *Overweight* em ações *Large Cap Growth*, enquanto se passa a um *overweight* em *Large Cap Value* e *Small Cap*

Em agosto, a recuperação do mercado acionário norte-americano se estendeu pelo quinto mês consecutivo. Enquanto o S&P500 subiu 1,9% no mês – e atingiu 21 novos máximos no ano –, o Nasdaq100 subiu 0,8% e o Dow Jones, com uma tendência mais industrial, subiu 3,2%. Ganhos que ocorrem em um ambiente de menor incerteza comercial e apoio em uma temporada positiva de relatórios corporativos.

A temporada de relatórios do segundo trimestre terminou com os lucros das empresas do S&P500 crescendo em média 12,6% em relação ao ano anterior, superando a expectativa de 5% no início da temporada. Tanto o crescimento dos lucros quanto as surpresas se concentraram 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 45% em relação ao ano anterior, os de tecnologia 23% e os do setor financeiro 16%. 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%. Para o terceiro trimestre do ano, espera-se um crescimento dos lucros de 7,5% ao ano, no que seria o nono trimestre consecutivo de ganhos. Assim, a Facset corrigiu para cima, no último mês, a expectativa de crescimento dos lucros para este ano, de 12% para 13%, enquanto que para 2026 espera-se um crescimento dos lucros de ~ 13%.

Em termos de fluxos, de acordo com a EPFR, as ações norte-americanas lideram as entradas de fluxos no acumulado do ano, com entradas observadas em 3 das últimas 4 semanas. Por sua vez, as valorizações das ações do tipo *growth* são negociadas ligeiramente acima da sua média de 5 anos na relação P/E *fwd.*, enquanto as ações do tipo *value* são negociadas com valorizações que atingem um desvio padrão acima da média de 5 anos, embora com *underperformance* em relação *ao growth*, tanto a curto como a longo prazo. Por fim, as ações *de pequena capitalização* apresentam valorizações atraentes, mantendo o atraso no médio e longo prazo.

No plano comercial, embora tenham sido alcançados acordos com a maioria dos parceiros comerciais, 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 corrigir desequilíbrios comerciais e obter uma maior arrecadação tributária que ajude a financiar a reforma fiscal – *One Big Beautiful Bill*. No entanto, o Tribunal de Apelações do Circuito Federal confirmou a decisão do Tribunal de Comércio Internacional, indicando que Trump não tem o poder de estabelecer tarifas, o que é uma competência exclusiva do Congresso. Assim, as tarifas não são automaticamente anuladas e é concedida uma prorrogação até pelo menos 14 de outubro para que o governo apresente recursos ao Supremo Tribunal.

Quanto aos dados econômicos, eles têm sido mistos e a economia continua mostrando certa resiliência. O índice de surpresa econômica mantém uma tendência de alta, com dados que, em média, superam as expectativas. O indicador

líder PMI de manufatura ficou em 53,3 pontos em agosto, seu maior nível em três anos, enquanto o de serviços ficou em 55,4 pontos, o valor mais alto no acumulado do ano.

O crescimento do PIB no segundo trimestre foi corrigido para 3,3% anualizado trimestralmente, ante os 3% iniciais, com uma recuperação significativa do investimento e um consumo que continua mostrando força, apesar da deterioração do mercado de trabalho. Em agosto, foram criados apenas 22 mil novos empregos, um número abaixo do esperado, enquanto os dados dos últimos dois meses foram revisados para baixo em 21 mil postos de trabalho. A taxa de desemprego aumentou para 4,3%, com a criação de empregos privados voltando a decepcionar. As medidas implementadas pelo Departamento de Eficiência Governamental (DOGE, na sigla em inglês) mostram o efeito da redução do tamanho do Estado e, desde janeiro, os empregos públicos foram reduzidos em 97 mil postos.

Em relação à inflação, os dados de julho ainda não mostram pressões por causa das tarifas. A inflação *geral* permaneceu em 2,7% ao ano, abaixo das expectativas, enquanto a inflação subjacente surpreendeu ao subir para 3,1%, quebrando quatro meses consecutivos em que o registro surpreendeu negativamente. Para a inflação de agosto, espera-se um aumento para 2,9% na inflação *geral* e que a inflação subjacente se mantenha em 3,1%.

Depois que, em sua reunião de julho, o Fed decidiu manter a taxa de referência inalterada em 4,50% e que, em agosto, não houve reunião, o mercado permaneceu atento ao simpósio de *Jackson Hole*. Em seu discurso, Jerome Powell destacou uma mudança no equilíbrio de riscos diante de uma inflação que poderia acelerar devido às tarifas e ao enfraquecimento do emprego, o que justifica ajustes na política monetária. Assim, os investidores esperam que o Fed comece a reduzir as taxas este mês e internalizam cortes de 150 pontos-base para os próximos doze meses, o que pode ser excessivo diante de uma economia que não mostra sinais significativos de desaceleração. De qualquer forma, o Fed destacou sua dependência de dados e resta ver o quanto a pressão política de Trump afeta a independência do banco central norte-americano. Vale ressaltar que o mandato de Powell, presidente do Fed, se estende até maio de 2026, o que levou uma série de 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, o momentum das ações e a força corporativa equilibram o crescimento de longo prazo, para aumentar a exposição a estilos defasados, como ações *Large Cap Value* e com avaliações mais aliviadas, como *Small Cap*. Tanto as ações *value* quanto as *small cap* se beneficiariam de um ciclo monetário expansivo por parte do Fed devido à sua alta sensibilidade às taxas.

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

A renúncia do primeiro-ministro Ishiba aumentou a incerteza política no Japão. A pressão política sobre sua renúncia aumentou depois que a coalizão governamental entre o Partido Liberal Democrático (PLD) e o Komeito perdeu a maioria em ambas as câmaras do parlamento. A saída do primeiro-ministro antecipa um impasse político durante setembro, já que o PLD só poderá definir seu novo líder em 4 de outubro, que depois deverá ser ratificado como sucessor de Ishiba.

As perspectivas não são favoráveis para o futuro devido à volatilidade política. Por sua vez, as ações japonesas renderam 6,7% em agosto, registrando um *desempenho* superior ao de seus pares desenvolvidos, enquanto o iene se valorizou 2,5% em relação ao dólar. Esses rendimentos levaram as ações a serem negociadas com valorizações ajustadas, acima de sua média histórica na relação P/E *fwd*.

Em termos de fluxos, dados da EPFR mostram saídas consecutivas por sete semanas até o final de agosto, com uma entrada modesta na última semana (encerrada em 3 de setembro), embora a instabilidade política possa reativar as saídas. Ao mesmo tempo, de acordo com a Factset, as expectativas de crescimento dos lucros para 2026 foram ajustadas para baixo para 9,5% e permanecem abaixo de outros mercados desenvolvidos.

No front externo, as relações com os EUA não seriam comprometidas pela volatilidade interna do país. Recentemente, o presidente Trump assinou uma ordem executiva que formaliza o acordo bilateral, reduzindo para 15% as tarifas de importação de produtos japoneses, incluindo o setor automotivo.

No lado econômico, o crescimento do segundo trimestre foi corrigido para cima, passando de 1,0% para 2,2% anualizado, após um sólido consumo privado das famílias, enquanto as exportações líquidas contribuíram positivamente. No entanto, as projeções de crescimento para 2026 foram reduzidas para 0,7% (de 1,0% esperado para este ano). Embora o consumo privado continue sendo um pilar, sua sustentabilidade é ameaçada pela contração dos salários reais e pela inflação ainda elevada (3,1% ao ano em agosto). Paralelamente, o PMI manufatureiro permaneceu em terreno contrativo em agosto.

Nesse cenário de inflação persistente e atividade relativamente resiliente, o mercado internaliza um aumento das taxas pelo Banco do Japão este ano. Paralelamente, a incerteza política e as expectativas de maior estímulo fiscal provocaram um aumento da curva de rendimentos em agosto, com a taxa a 30 anos subindo 10 pb, e se estendendo por mais 8 pontos nos primeiros dias de setembro até atingir um máximo histórico, alinhando-se com a tendência global. Enquanto isso, o iene continuará condicionado pela incerteza política e poderá flutuar entre 145-150 JPY por dólar no curto prazo.

No contexto de valorizações ajustadas, dados econômicos mistos, fraqueza corporativa e incerteza política, **decidimos manter uma posição *underweight* em ações japonesas.**

DIMINUI OW AÇÕES EMERGENTES: OW *LatAm Large Cap* e *Small Cap*, neutro China e Ásia EM ex China

Em agosto, as altas nas bolsas globais foram praticamente transversais, mas a Ásia EM, exceto a China, ficou fora dessa recuperação, exibindo uma clara perda de *impulso*. Por sua vez, o índice MSCI China subiu 4,9% (em dólares) e continuou sendo um dos principais ganhadores. A América Latina subiu consideravelmente, impulsionada pelo Brasil e pelo Chile, em um contexto de valorizações atraentes e situação macroeconômica estável. Embora ainda possamos encontrar obstáculos, espera-se que a continuação da diversificação fora dos EUA continue a dar suporte a outros mercados acionários e, no caso dos emergentes, que estão *underweights* nas carteiras globais, haja mais espaço para continuar subindo. Por sua vez, o fato de o Fed retomar suas reduções de taxas historicamente dá suporte aos ativos de risco dos mercados emergentes.

AMÉRICA LATINA: OW em *Large* e *Small Cap*

Os mercados acionários latino-americanos têm apresentado uma volatilidade significativa, mas subiram 8,2% e 9,0% em *Large* e *Small Caps*, respectivamente, em agosto. A região tem uma série de catalisadores e fundamentos para que os ativos de risco continuem com um *desempenho superior*. De modo geral, e nesta nova ordem global, eles são favorecidos em relação a outros pares emergentes, seja porque enfrentam uma tarifa média menor, seja porque têm uma relação comercial pouco significativa com os EUA. Por sua vez, as valorizações continuam descontadas e, no caso das

ações de menor capitalização de mercado, continuam com um atraso de longo prazo (3, 5 e 10 anos). A eventual mudança política para governos pró-mercado em várias economias durante o próximo ano e o início iminente de cortes nas taxas pelo Banco Central do Brasil são importantes catalisadores para as ações latino-americanas.

O mercado acionário **brasileiro** teve um dos melhores desempenhos da região em agosto, com o Bovespa subindo 9,4% em dólares. Embora a política tenha dado o que falar, os dados macroeconômicos se comportaram em linha com o esperado. Assim, recentemente tivemos a publicação do PIB do segundo trimestre, que mostrou um crescimento de 2,2% ao ano, desacelerando em relação ao primeiro trimestre do ano. O consumo cresceu 0,5% no trimestre, sem efeito sazonal, enquanto o consumo do governo contraiu 0,6% e os investimentos caíram 2,2% no trimestre. A composição do crescimento também era relativamente esperada, com um governo que conteve seus níveis de gastos e altas taxas de juros que pressionaram o consumo privado e os investimentos. Em dados de maior frequência, tivemos a publicação dos PMIs de agosto, com o de manufatura se aprofundando em terreno contrativo (47,7 pontos) e o de serviços melhorando (49,3 pontos), mas ainda abaixo da neutralidade. A inflação continuou desacelerando, e os dados da primeira quinzena de agosto já mostram uma variação anual abaixo do limiar psicológico de 5%. Por sua vez, as projeções para este ano e o próximo continuam sendo revisadas para baixo e situam-se em 4,85% e 4,3% em doze meses, respectivamente (de acordo com a última Focus). Isso daria margem para o Banco Central começar a reduzir as taxas no final deste ano. Embora as pesquisas não internalizem isso totalmente, os preços começam a mostrar certa probabilidade de um corte na reunião de dezembro, e esse também é o nosso cenário base. Passando para o mercado, as valorizações são negociadas com desconto e a relação P/E *fwd*. está 0,5 desvios padrão abaixo de sua média de 10 anos. Nesse sentido, o cenário é assimétrico e as ações brasileiras têm mais espaço para apresentar um *desempenho* superior do que *inferior*. Por sua vez, continuamos observando entradas de fluxos para fundos de ETFs, que na semana encerrada em 3 de setembro atingiram 0,5% do AUM (EPFR). No mercado local, a participação de ações nas carteiras dos investidores brasileiros permanece baixa e o potencial de entrada de fluxos com o início das quedas nas taxas é considerável. A política continuou dando o que falar e a popularidade que Lula havia conquistado com as tarifas e ameaças de Donald Trump começa a desaparecer. Nesse sentido, o catalisador político de uma eventual reviravolta nas eleições gerais de 2026 continua dando suporte adicional aos ativos de risco. Em relação à menor aprovação do executivo, no início de setembro, dois partidos de centro se afastaram do governo Lula, decidindo concorrer separadamente à corrida presidencial de 2026. Por sua vez, aproxima-se o fim do julgamento do ex-presidente Jair Bolsonaro, no qual ele provavelmente será declarado culpado de tentativa de golpe de Estado e condenado à prisão efetiva. Além disso, o governo apresentou o orçamento para 2026, com um superávit primário projetado de 0,25% do PIB. Embora isso seja difícil de acreditar, especialmente em um ano eleitoral, reafirma até certo ponto o compromisso do governo com a responsabilidade fiscal. Além disso, Lula da Silva realizou uma reunião virtual com seus pares do BRICS (associação entre Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, entre outros), fazendo declarações conjuntas contra tarifas e perturbações no comércio global, confrontando Donald Trump. Assim, neste cenário assimétrico em que potenciais reduções nas taxas e uma virada política para um governo mais pró-mercado continuariam a dar suporte, opta-se por **manter a OW em ações brasileiras.**

No **México**, a situação externa melhora e começam a ser observados avanços nas negociações com os EUA. No início de setembro, Marco Rubio esteve no México e teria sido alcançado um acordo de segurança, respeitando a soberania mexicana. Por sua vez, à medida que se aproxima o início do período de consulta da revisão do T-MEC (tratado de livre comércio entre Canadá, EUA e México, 1º de outubro) e o fim da trégua para manter em 25% a tarifa sobre bens fora do tratado (30 de outubro), os EUA anunciaram que estão dispostos a estender esse nível de tarifas até que possam chegar

a um acordo. Assim, no contexto atual, o México enfrenta uma tarifa média menor do que o resto do mundo e de apenas um dígito, posicionando-se como um vencedor relativo na nova ordem global. Sua alta dependência da economia americana permitiu frear a desaceleração econômica e as perspectivas melhoram, enquanto o mercado prevê que o PIB do México cresça 0,5% este ano (de acordo com pesquisa do Citi), com revisão para cima. A inflação *geral* em agosto acelerou marginalmente para 3,6% ao ano, enquanto a inflação subjacente continua dentro da faixa de tolerância e em 4,2% em doze meses. Dessa forma, o mercado continua esperando que o Banxico reduza a taxa de referência em sua reunião de setembro, mas após o discurso mais *dovish* de Powell, internaliza que haveria um corte adicional no restante do ano. Com isso, a taxa de referência no México ficaria em 7,25% no final do ano. Tudo isso é revalidado pelos dados do comércio exterior dos EUA, que mostram que, em julho deste ano, o México continua sendo a principal origem das importações. Passando para o mercado, as valorizações da bolsa mexicana continuaram se ajustando, mas ainda estão sendo negociadas abaixo de suas médias de 5 anos (a razão P/E *fwd.*). No último mês, observou-se entradas de fluxos de investimento no conjunto de ETFs de 0,9% do AUM, enquanto que, até agora, em setembro, destaca-se como um dos mercados com melhor desempenho da região. Passando para a política, com a chegada de setembro, o governo deve apresentar o orçamento do próximo ano, que, de acordo com o declarado no relatório do governo da presidente Sheinbaum, manteria a linha de austeridade fiscal. No entanto, o orçamento conteria novidades, entre as quais novos tarifários para a China e outros países que não têm um tratado de livre comércio com o México. Isso representa um aceno favorável das autoridades mexicanas às americanas, já que as primeiras tentarão iniciar bem as negociações do T-MEC. Assim, o cenário macroeconômico para o México melhora marginalmente, com um banco central que se tornaria mais *dovish* do que o esperado há um mês, dando suporte aos ativos de risco. Por outro lado, embora a revisão do T-MEC seja fundamental para as perspectivas futuras do México, atualmente o país está em melhor posição do que o resto do mundo no que diz respeito às relações comerciais com os EUA. Dessa forma, **decide-se manter a posição overweight em ações mexicanas.**

No **Chile**, o mercado acionário manteve um *impulso* inegável em agosto, com o IPSA subindo 9,3% (em dólares americanos) e uma série de eventos que desencadearam esse *desempenho superior*. Em primeiro lugar, a suspensão da produção da principal mina de lítio da CATL deu um impulso — transitório — ao preço do mineral, interrompendo uma sequência de anos de quedas e dando suporte ao mercado acionário local. Por outro lado, e com o cumprimento do prazo, foram registradas as candidaturas para as eleições gerais de novembro, evidenciando uma ruptura no governo, que finalmente decidiu concorrer em duas alianças separadas para as eleições para o Congresso. Nesse sentido, torna-se mais provável que a oposição consiga obter maioria nas duas Câmaras, mesmo que as pesquisas sejam voláteis e mudem semana a semana, faltando dois meses para as eleições. No lado macro, a atividade continuou avançando, impulsionada pelos setores não mineradores, e o IMACEC de julho expandiu 1,8% ao ano. Os preços deixaram de apresentar pressões e a inflação de agosto ficou abaixo do esperado pelo mercado, sem variações mensais e registrando 4,0% ao ano. Mesmo assim, já vínhamos de alguns dados acima do esperado e o consenso prevê que, na reunião de política monetária de setembro, o Banco Central suspenda os cortes, aguardando o que o Fed fará, e retome as reduções na reunião de outubro, com uma taxa de referência que fecharia o ano em 4,50%. Com a reunião de setembro, será publicado o Relatório de Política Monetária do terceiro trimestre, no qual se espera que a autoridade revise para cima a projeção de crescimento e a taxa de política monetária neutra, o que poderia sugerir que há menos reduções pendentes. Voltando ao cenário político, com o registro das candidaturas, já se conhecem os programas presidenciais. As pesquisas estão voláteis e espera-se que somente em outubro comecem a dar sinais mais claros sobre quem será o próximo presidente, com a candidata comunista e o republicano disputando o primeiro lugar. No entanto, o foco está na composição resultante do Congresso, que dará indícios de quão capaz será o próximo governo de executar seu programa

. Apesar da recente recuperação, as valorizações da bolsa chilena continuam descontadas e sendo negociadas abaixo de suas médias de 10 anos, e em agosto foram observadas entradas importantes de fluxos para o conjunto de ETFs. Por sua vez, as Administradoras de Fundos de Pensões chilenas voltaram a investir em ações locais, levando-as a ~8,5% da carteira total em agosto, dando suporte à bolsa. Dessa forma, e apesar do desempenho positivo no acumulado do ano, **decidimos levar a posição em ações chilenas para overweight, de neutra**, para deixar de lutar contra o *momentum* e em um cenário em que, apesar da recuperação, o peso chileno deve retomar uma trajetória de valorização mais pronunciada e se equiparar ao desempenho das moedas da região.

Na **Colômbia**, os dados mais recentes acenderam sinais de alerta sobre a evolução da economia. O PIB do segundo trimestre cresceu 2,1% ao ano, ficando abaixo das projeções de 2,7% e mostrando uma desaceleração em relação ao trimestre anterior. O desempenho continua sustentado principalmente pela demanda interna, que, embora contribua com dinamismo, também gera pressões adicionais sobre os preços. Nesse cenário, o Banco da República surpreendeu o mercado ao manter a taxa de referência em 9,25%, quando se projetava um corte de 25 pontos-base, e espera-se que, em sua reunião de setembro, opte novamente por não realizar ajustes. Nesse contexto, a inflação em agosto acelerou para 5,1% ao ano, confirmando sua persistência e atuando como um freio para a flexibilização da política monetária. Na frente fiscal, os desequilíbrios continuam sendo o principal foco de preocupação. O déficit do primeiro semestre atingiu 3,8% do PIB, o nível mais alto em duas décadas, e já representa mais da metade dos 7,1% estimados pelo Ministério da Fazenda para o fechamento de 2025. A isso se soma a intenção do governo de promover uma nova reforma tributária com o objetivo de arrecadar cerca de COP 26 trilhões, necessários para financiar um orçamento histórico de COP 557 trilhões, o mais alto da história do país. No entanto, cresce a incerteza sobre a forma como será aprovada, pois há dúvidas se o Executivo recorrerá novamente ao mecanismo de decreto, como ocorreu com o orçamento deste ano, já que a data para chegar a um acordo preliminar é em meados deste mês. O panorama político na Colômbia continua centrado nas eleições gerais de 2026, onde aos poucos os candidatos começam a se delinear. Miguel Uribe Londoño, pai do falecido senador Miguel Uribe Turbay, participará das primárias do partido Centro Democrático, enquanto Iván Cepeda oficializou sua candidatura pelo Pacto Histórico. Paralelamente, a segurança interna tem sido afetada por novos ataques atribuídos a grupos guerrilheiros, ao mesmo tempo em que persistem as diferenças diplomáticas com os Estados Unidos após as críticas ao manejo do narcotráfico. Apesar desse ambiente desafiador, o mercado acionário colombiano mantém um desempenho excelente em 2025 e, em agosto, o COLCAP registrou uma rentabilidade de 8,4%, consolidando-se como a bolsa com melhor desempenho na região no acumulado do ano. Além disso, as valorizações continuam atraentes, cotando abaixo da média de dez anos na relação P/E *fwd.*, e durante o último mês foram observadas entradas de fluxos no principal ETF de cerca de 2% de seu AUM. Assim, apesar da deterioração de vários indicadores macroeconômicos, o mercado local continua apresentando um *desempenho superior*, pelo que se decide **manter a posição neutra em ações colombianas**.

No **Peru**, a economia continua resiliente. A situação fiscal continua a apresentar melhorias; o déficit fiscal caiu para 2,4% do PIB em agosto, graças ao aumento das receitas fiscais, aproximando-se da meta do governo de 2,2% do PIB para o final de 2025. A atividade econômica em junho cresceu 4,5% ao ano, graças à resiliência do consumo privado e à evolução positiva do mercado de trabalho. Nessa linha, o Ministério da Economia e Finanças manteve sua projeção de crescimento em 3,5% para este ano. Por outro lado, a inflação desacelerou para 1,1% ao ano em agosto e, embora se espere uma aceleração nesta última parte do ano, o governo projeta que ela se mantenha controlada e dentro da meta. Quanto à política monetária, o Fed manteve sua taxa de referência em 4,50% pela terceira reunião consecutiva em agosto, e projeta-se que repita essa medida para sua reunião deste mês. Por outro lado, foi oficializada a iniciativa previamente

aprovada pelo Congresso que eleva para 80% o limite de investimento dos fundos das AFPs nos mercados internacionais, onde o Banco Central deverá definir o limite operacional de investimento. Da mesma forma, a discussão no Parlamento sobre a oitava retirada de fundos das AFPs foi novamente adiada, e espera-se que seja retomada durante setembro. No lado político, uma nova mudança ministerial gerou críticas ao governo, depois que o ex-ministro do Interior, Juan José Santiváñez, foi oficializado como novo ministro da Justiça, em um movimento que mostra o pouco poder e apoio político com que Dina Boluarte conta em seu período final como presidente. Além disso, o ex-presidente Martín Vizcarra foi detido por suspeita de possível fuga, durante a investigação de seu caso de suborno enquanto era governador. Esse ruído político não se reflete no desempenho do mercado acionário, onde a bolsa peruana obteve um desempenho positivo de 6,2%, embora ainda mantenha um certo atraso em relação ao desempenho extraordinário de outros países da região. De qualquer forma, as valorizações continuam atraentes, negociando abaixo de sua média de 10 anos na relação P/E *fwd*. Assim, com uma economia que se mantém resiliente e um cenário político turbulento diante das eleições gerais do próximo ano, decide-se **manter a posição neutra em ações peruanas**.

Agosto foi um mês bastante agitado para **a Argentina**. Em primeiro lugar, foram divulgadas gravações do ex-diretor da Agência Nacional de Deficiência que revelam um esquema de suborno para a adjudicação de contratos estatais, no qual são mencionadas figuras próximas ao presidente, incluindo sua irmã Karina Milei, o que resultou na abertura de um processo criminal por suborno. Paralelamente, intensificou-se o confronto entre o Executivo e a oposição no Congresso, onde esta última busca aprovar projetos fiscais expansivos que poderiam comprometer o equilíbrio das contas públicas. Embora os resultados fiscais tenham sido positivos, com um superávit primário de 1,1% do PIB acumulado até julho, a persistência dessas iniciativas ameaça desestabilizar um dos pilares do atual governo. Nesse contexto, o presidente conseguiu vetar o aumento das pensões, considerado a medida de maior impacto nos gastos. A isso se soma a elevada volatilidade do mercado local, com taxas reais em níveis historicamente altos, e a expectativa de uma mudança no regime monetário após as eleições de outubro, devido à pouca sustentabilidade do esquema vigente. Este ambiente de tensões políticas e econômicas impactou a aprovação do governo, com o Índice de Confiança caindo para seu nível mais baixo desde o início da gestão de Milei. Embora ainda se mantenha em torno de 40%, constitui um novo sinal de alerta para o governo. Somado a tudo isso, durante a primeira semana de setembro, foram realizadas eleições regionais na província de Buenos Aires, onde a oposição obteve uma ampla vitória sobre o governo. O resultado representou um forte revés para Milei e seu governo, pressionando a taxa de câmbio para o teto da banda e alimentando dúvidas sobre o que poderia acontecer nas eleições nacionais (intermediárias) de outubro. Em termos de dados econômicos, a inflação permaneceu abaixo de 2% mensal em julho (1,9% MoM) e continua sendo o principal bastião do governo. Por outro lado, a atividade econômica em julho contraiu 0,7% mensal, evidenciando uma desaceleração da economia durante o segundo trimestre. Embora não seja um dado grave, é um certo sinal de alerta de estagnação para esta segunda parte do ano. Em termos de fluxos, destacam-se as saídas do principal ETF em 7% do AUM no último mês, acumulando fluxos negativos de 37% do AUM nos últimos três meses. Assim, com o aumento da volatilidade política, econômica e institucional, e dúvidas sobre o resultado que o governo obterá em outubro, mas com dados que, por enquanto, continuam a apoiar a recuperação econômica do país, decide-se **manter a posição neutra em ações argentinas**.

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

O *impulso* das ações na China continua evidente. Em agosto, as ações H (empresas chinesas listadas em Hong Kong com acesso a investidores internacionais) avançaram 4,9% em dólares americanos, enquanto as ações A (empresas listadas no continente, com maior exposição a investidores locais) subiram 12,1% em dólares americanos, superando amplamente os mercados emergentes.

Essa *alta* fez com que ambos os tipos de ações fossem negociados acima de suas médias históricas na relação P/E *fwd*. Em termos de fluxos, as ações H registraram entradas de fluxos durante o último mês de 5% de seu AUM desde o principal ETF, mas nas ações A foram observadas saídas de fluxos de 4% do AUM, igualmente desde o principal ETF, e durante o mesmo período. No entanto, as perspectivas de crescimento dos lucros são corrigidas para baixo para este ano e para cima para o próximo.

O otimismo renovado em relação às ações chinesas é explicado pelos estímulos econômicos aplicados de forma constante. Embora este ano não tenha sido implementado um pacote de grande magnitude como no último mês de setembro, as autoridades continuaram a implementar medidas para: (i) fortalecer a demanda interna, (ii) reativar o setor imobiliário (incluindo a eliminação das restrições à compra de segunda residência), (iii) apoiar o mercado de ações e (iv) enfrentar o excesso de capacidade e a concorrência de preços sob a estratégia denominada “*Anti-Involution*”. Além disso, os cortes nas taxas reduziram a atratividade dos títulos de renda fixa, incentivando a realocação das economias dos cidadãos para ações. Paralelamente, o ambiente empresarial mostrou sinais de melhora, com os PMIs (ex Caixin, renomeado RatingDog) de manufatura e serviços subindo acima dos 50 pontos.

No entanto, persistem riscos que limitam uma eventual melhora nas perspectivas. Destaca-se o desequilíbrio entre oferta e demanda, refletido em uma produção industrial que avança a uma velocidade maior do que as vendas no varejo. Além disso, as pressões deflacionárias continuam, com inflação de 0% ao ano em julho e uma contração estimada de 0,2% em agosto.

No plano geopolítico, a tensão entre os EUA e a China continua presente. O presidente Trump acusou Xi Jinping de conspirar contra os EUA após suas reuniões com líderes da Índia, Rússia e Coreia do Norte. Isso poderia minar a confiança dos investidores internacionais, especialmente considerando que o acordo tarifário em vigor até 10 de novembro poderia ser interrompido. As exportações continuam sendo o principal motor do crescimento econômico e, embora as remessas para os EUA tenham continuado caindo, uma eventual interrupção afetaria principalmente o sentimento dos investidores.

No contexto de dados econômicos e fluxos mistos, valorizações ajustadas, mas com *momentum* acionário, **decide-se manter uma posição neutra em ações chinesas.**

ÁSIA EMERGENTE EXCLUINDO A CHINA: O OW é neutralizado

As ações da Ásia emergente, exceto a China, perderam *impulso* durante agosto, após o *desempenho superior* que apresentaram no primeiro semestre do ano. Isso se deve provavelmente aos investidores realizando lucros em ações taiwanesas e sul-coreanas, e à Índia mergulhada no conflito bilateral com os EUA e se aproximando do bloco oriental. Além disso, em meio a um cenário e que poderia favorecer uma *negociação* rotacional, e dada a tendência tecnológica de dois grandes países da região, decide-se neutralizar a posição em ações da Ásia emergente, exceto China.

As ações **indianas** mantiveram seu atraso em agosto, caindo 2,4%, registrando um *desempenho* inferior ao de seus pares da região. Ao mesmo tempo, a rupia se desvalorizou 0,7% em relação ao dólar, em um mês em que a moeda americana (DXY) recuou 2,2%. Com isso, a Índia acumula um dos menores retornos bolsistas da Ásia Emergente no acumulado do ano. Apesar dessa fraqueza, as valorizações permanecem em linha com sua média histórica na relação P/E *fwd*. No entanto, observam-se saídas de fluxos de 10% do AUM do principal ETF no último mês, refletindo a pressão sobre o sentimento dos investidores. Essa perda de confiança está ligada, em parte, ao distanciamento da Índia em relação aos Estados Unidos, seu ex-aliado político e econômico, e à aproximação com a China e a Rússia, parceiros estratégicos dentro do BRICS, bloco que impulsiona a desdolarização e é percebido como contrário aos EUA. Nesse contexto, o primeiro-ministro Narendra Modi visitou a China pela primeira vez desde 2018, posando ao lado dos líderes da China e da Rússia em um sinal político de oposição às demandas americanas. Quanto às tarifas, a taxa acumulada chega a 50%, após a entrada em vigor, em agosto, de tarifas adicionais de 25% sobre o comércio de petróleo e armas com a Rússia. O efeito econômico estimado dessas medidas aumentou, reduzindo em cerca de 0,5 ponto percentual o crescimento deste ano. No entanto, a solidez macroeconômica ainda não está comprometida: o PIB cresceu 7,8% ao ano no segundo trimestre, impulsionado pelo consumo privado, que representa ~56% do total da economia. Os PMIs de manufatura e serviços também se mantiveram em terreno amplamente expansivo durante agosto. Em contrapartida, a saúde corporativa mostra sinais menos favoráveis: as projeções de lucros foram ajustadas para baixo tanto para este ano quanto para o próximo. Em relação aos preços, a inflação anual desacelerou para 1,6% em julho, embora se estime uma recuperação para 2,1% em agosto, permanecendo dentro da meta do Banco Central. A autoridade monetária decidiu manter a taxa de referência em 5,50% em agosto, e o mercado está dividido sobre eventuais cortes nas próximas reuniões. No contexto de valorizações ajustadas, falta de tração do mercado acionário, mas solidez macroeconômica, com um consumo que se mantém resiliente, **decide-se manter neutras as ações indianas**.

Em agosto, as ações **sul-coreanas** recuaram 2,0% em dólares americanos, apresentando um *desempenho* inferior ao de outros mercados regionais e perdendo o impulso positivo dos meses anteriores. O won, por outro lado, valorizou-se 0,3% em relação ao dólar. O atraso das ações foi influenciado pela fraqueza do setor tecnológico nos EUA, considerando que cerca de 38% do índice se concentra em empresas de semicondutores e tecnologia. A pressão sobre o setor pode continuar depois que o presidente Donald Trump decidiu eliminar o status de “usuário final válido” para fábricas sul-coreanas que produzem na China, restringindo seu acesso a maquinário americano. Essa medida afetaria a SK Hynix, em maior medida do que a Samsung, ao influenciar a produção de chips DRAM e NAND. Além disso, uma operação de imigração nas instalações da Hyundai e da LG nos EUA aumentou a incerteza corporativa, afetando a confiança, as decisões de investimento e, potencialmente, a produção futura. No âmbito político interno, o presidente Lee Jae-myung mantém um sólido apoio popular, com uma aprovação de 62%, superior ao início de seu mandato, embora ligeiramente abaixo do máximo de 65%. O governo busca expandir o orçamento para 2026 em 8,1%, até US\$ 522 bilhões, e a população considera que a direção da política nacional é adequada. Do ponto de vista macroeconômico, o PMI manufatureiro permaneceu em terreno contrativo em agosto, enquanto as exportações desaceleraram para 1,3% ao ano no mesmo mês, com os embarques para os EUA caindo 12% ao ano, apesar do acordo comercial em vigor. A inflação moderou-se para 1,7% ao ano em agosto e o Banco Central manteve sua taxa de referência em 2,50%, com o mercado antecipando cortes de até 75 pontos-base nos próximos 12 meses. No mercado as ações sul-coreanas são negociadas com valorizações atraentes, embora se observe saídas líquidas de fluxos de investimento do principal ETF em 2% do AUM durante o último mês. Por fim, as perspectivas de crescimento dos lucros são corrigidas para cima tanto para este ano como para o próximo. No contexto de perda de *momentum* das ações, pressão sobre as empresas líderes e saídas de

fluxos, **decide-se neutralizar a exposição em ações sul-coreanas de overweight e realizar lucros**, apesar do ambiente político estável, fundamentos macroeconômicos resilientes e valorizações atraentes.

O governo **taiwanês** propôs aumentar os gastos com defesa para 3,3% do PIB até 2026, dos atuais 2,5%, reforçando seu compromisso com a segurança nacional. No entanto, esse aumento no financiamento não teria um impacto relevante no mercado acionário local, uma vez que o setor industrial representa apenas 1,8% do índice MSCI e a compra de armamentos seria feita principalmente nos EUA. No âmbito corporativo, a Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) foi afetada pela decisão do presidente Donald Trump de alterar o status de “usuário final válido” para fábricas na China. No entanto, o efeito seria limitado, uma vez que essas operações não representam uma parte significativa de sua produção de semicondutores. Nos mercados, o impulso das ações se dissipou em agosto, com uma queda de 0,3% em dólares americanos e um desempenho inferior em relação aos seus pares, em linha com o atraso do setor tecnológico nos EUA. No âmbito macroeconômico, o PMI manufatureiro permaneceu em terreno contrativo em agosto, enquanto as exportações, embora tenham registrado uma desaceleração em agosto, cresceram 34,1% ao ano e continuam se expandindo na casa dos dois dígitos. A inflação aumentou ligeiramente para 1,6%, impulsionada pelo aumento dos preços dos alimentos devido a fatores climáticos. Para a próxima reunião do Banco Central em setembro, não são esperados cortes nas taxas, apesar da inflação estar abaixo da meta de 2% da autoridade monetária. Enquanto isso, o dólar taiwanês se desvalorizou 2,3% em relação ao dólar americano, embora a fraqueza deste último possa favorecer uma futura valorização da moeda local. Do lado do mercado, as valorizações estão ajustadas em relação à sua média histórica na razão P/E *fwd.*, enquanto que, durante o último mês, observam-se saídas de fluxos de investimento de 1% do AUM do principal ETF. Por fim, as projeções de crescimento dos lucros para este ano e o próximo são corrigidas para cima. Assim, apesar da solidez do setor de semicondutores, diante da perda de *momentum* das ações e da saída de fluxos, **decide-se neutralizar a exposição em ações taiwanesas de overweight**.

Em agosto, **a Indonésia** enfrentou uma onda de protestos sociais originados pela proposta de aumento de impostos e agravados após a revelação de benefícios para legisladores e subsídios habitacionais superiores ao salário mínimo. As manifestações se espalharam por várias províncias e denúncias de uso excessivo da força estão sendo investigadas. Em resposta, o presidente Prabowo ordenou a retirada dos subsídios aos legisladores e anunciou uma reestruturação política que começou com a demissão da ministra das Finanças. Apesar desse contexto, as ações renderam 1,2% em agosto, em linha com a rentabilidade dos mercados emergentes, enquanto a rupia se desvalorizou 0,3% em relação ao dólar. No lado econômico, o PMI manufatureiro subiu para 51,5 pontos em agosto, retornando a um terreno expansivo. A inflação permaneceu contida em 2,3% ao ano em agosto, próxima da meta do Banco Central, que reduziu a taxa de referência em 25 pontos-base para 5,00% no mesmo mês e poderá reduzir a taxa em mais 75 pontos-base nos próximos 12 meses. Quanto ao mercado, as valorizações são atraentes na relação P/E *fwd.* em relação ao seu histórico, enquanto no último mês observam-se entradas líquidas de fluxos de investimento no principal ETF em 44% do AUM, ao mesmo tempo em que as perspectivas de crescimento dos lucros melhoram para 2026, com expectativa de crescimento de 9,7% a partir de uma contração no ano atual. Nesse contexto de um mercado com avaliações atraentes, forte entrada de fluxos e dados econômicos em melhoria, mas com incerteza política e contração dos lucros para este ano, **decidimos manter neutra a exposição às ações indonésias**. Por outro lado, o mercado **tailandês** recuou 0,3% em USD em agosto, perdendo o impulso observado em julho. O ambiente político se deteriorou após a destituição da primeira-ministra pelo Tribunal Constitucional por violações éticas. Anutin Charnvirakul assumiu como terceiro chefe de governo desde 2023 e convocaria eleições em um prazo de quatro meses, mantendo elevada a incerteza institucional. Em meio a essa volatilidade política, observou-se uma saída de fluxos de investimento de 18% do AUM do principal ETF durante o último

mês. Embora as ações sejam negociadas com valorizações atraentes na relação P/E *fwd.*, as expectativas de crescimento dos lucros são corrigidas para baixo para 2026 e ligeiramente para cima para este ano. No lado econômico, o índice PMI de manufatura melhorou para 52,7 pontos em agosto, em terreno expansivo. Com relação aos preços, a inflação mantém-se com pressões deflacionárias em agosto, pelo quinto mês consecutivo em terreno contrativo (-0,8% anual). Quanto à política monetária, após o corte de 25 pb em agosto para 1,50%, o mercado espera que o Banco Central flexibilize mais 50 pb nos próximos 12 meses. Assim, dadas as pressões deflacionárias, a crise política e a saída de fluxos, **decide-se manter o *underweight* em ações tailandesas.**

EMEA

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

As ações **sul-africanas** registraram um *desempenho superior* em relação aos seus pares regionais e subiram 6,2% em agosto, em linha com a correlação positiva entre as ações e o preço do ouro, que subiu 3,9% no mesmo mês. Enquanto isso, o ZAR se valorizou 3,1% em relação ao dólar. No âmbito econômico, o índice PMI manufatureiro recuou para 50,1 pontos em agosto, pressionado por uma moderação da produção. As tensões com os EUA continuam; as autoridades confirmaram que não cederão às exigências americanas e a tarifa efetiva de 30% teria um impacto negativo principalmente no emprego e pressionaria o aumento do desemprego, em um país que mantém uma taxa de desemprego de 33,2% no segundo trimestre. Por sua vez, o desemprego evidencia as dificuldades da coalizão governamental em abordar os principais problemas do país. Quanto à inflação, ela acelerou em agosto para 3,5% ao ano e deve terminar o ano em torno desse nível. Nesse sentido, para a reunião de setembro do Banco Central, espera-se que a taxa de referência seja mantida em 7,00%. No mercado, as ações são negociadas com valorizações atraentes na relação P/E *fwd.*, enquanto as expectativas de crescimento dos lucros são corrigidas para cima durante o último mês. No entanto, no mesmo período, observam-se saídas de fluxos do principal ETF em 5% do AUM. No contexto de valorizações atraentes, correlação do mercado acionário com o ouro e perspectivas favoráveis para este último, mas saída de fluxos de investimento e perspectivas econômicas fracas, **decide-se manter as ações sul-africanas em neutro.**

As ações **turcas** renderam 3,6% em agosto, registrando um desempenho melhor do que seus pares da região, apesar da incerteza política. A lira turca, por sua vez, desvalorizou-se 1,3% em relação ao dólar. No âmbito macroeconômico, o PIB cresceu 4,8% ao ano no segundo trimestre, impulsionado pelo consumo privado, apesar de registrar uma inflação ainda elevada (33% ao ano em agosto). Nesse sentido, a desaceleração da inflação pode ser interrompida no final do ano, pressionada por um maior consumo. Embora a autoridade monetária tenha retomado o corte das taxas em julho para 43,00%, o cenário político pode impedir novos cortes. Em março, em meio à crise política após a prisão do prefeito de Istambul, o Banco Central decidiu aumentar a taxa de referência para evitar uma fuga de capitais. Mais recentemente, o Tribunal decidiu destituir vários funcionários da oposição, intensificando o sentimento de repressão política, os protestos e os confrontos com a polícia. Em relação ao mercado, as ações são negociadas com valorizações ajustadas na relação P/E *fwd.* e os fluxos de investimento permaneceram estáveis durante o último mês. Por sua vez, em agosto, venceu a restrição às vendas a descoberto imposta em março e a medida não foi renovada, embora não se descarte que ela possa ser retomada nas próximas semanas. No entanto, as projeções de crescimento dos lucros são ajustadas para cima para este ano e o próximo. Apesar do contexto atual ser desfavorável, com crise política, valorizações ajustadas e fluxos estáveis, **decide-se neutralizar as ações turcas de *underweight*.** O mercado de ações mantém uma baixa liquidez e os rendimentos não conseguem refletir os fundamentos negativos.

Em agosto, as ações **sauditas** recuaram 1,7% em dólares americanos, prolongando seu atraso em relação aos pares regionais. No acumulado do ano, as ações acumulam uma queda de 10%, em linha com a queda de 10,5% nos preços do petróleo Brent. A forte dependência da economia saudita em relação ao petróleo mantém-na sob pressão diante de um panorama desfavorável para essa *commodity*. Em sua reunião de setembro, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciou um aumento adicional na produção de petróleo, elevando a oferta. Embora as restrições dos EUA ao comércio de petróleo russo possam, em teoria, reduzir a oferta global, na prática as exportações da Rússia se mantiveram firmes, apoiadas pelas compras da Índia e de outros países aliados. A isso se somam as tensões entre os EUA e a Venezuela: uma eventual prisão de Maduro poderia implicar uma maior oferta venezuelana, embora esse não seja o cenário base. No conjunto, a oferta global continua a expandir-se, enquanto a procura se mantém estável, o que pressiona para baixo as perspectivas de preços. Em linha com esta deterioração, o principal ETF de ações sauditas registou saídas de fluxos de investimento de 31% do seu AUM durante o último mês, enquanto as projeções de lucros foram revistas em baixa tanto para este ano como para 2026 no mesmo período. O atraso das ações leva a avaliações atraentes na relação P/E *fwd*. Em contrapartida, o índice PMI manufatureiro permanece em terreno expansivo durante agosto. Diante da falta de tração do mercado acionário, das saídas de fluxos e de um cenário de maior oferta de petróleo que pressiona os preços do petróleo bruto, **decide-se manter o *underweight* das ações sauditas.**

RENDA FIXA

TÍTULOS DO TESOURO DOS EUA: mantém-se o *overweight* em *treasuries* de 2 anos, a neutralidade em *treasuries* de 10 anos e em TIPS, enquanto aumenta o *underweight* em *treasuries* de 30 anos.

Embora não tenha havido reunião de política monetária em agosto, a atenção se concentrou nessa área graças ao discurso de Jerome Powell em *Jackson Hole* e às pressões políticas de Donald Trump, que agora pretende demitir a governadora Lisa Cook por uma suposta fraude hipotecária. Em seu discurso, Powell mostrou-se disposto a considerar um corte nas taxas se os dados justificassem, o que foi interpretado positivamente pelo mercado e impulsionou uma queda nas taxas de juros e altas nos títulos e ações. Por outro lado, Trump intensificou suas tentativas de influenciar o Fed, buscando não apenas reduções na taxa de referência, mas também um maior controle sobre a composição do FOMC (*Comitê Federal de Mercado Aberto*), o que gerou preocupação com relação à institucionalidade e à independência do órgão. Nesse contexto, durante agosto, as taxas caíram, descontando um cenário mais expansivo, embora os prazos longos tenham mostrado resistência devido às dúvidas fiscais globais e fechado o mês com altas marginais. Já na primeira semana de setembro, todos os trechos da curva recuaram após a divulgação dos dados de agosto sobre o mercado de trabalho, que confirmaram a fraqueza do emprego nos EUA e reforçaram a expectativa de um corte na reunião deste mês, provocando também a queda dos rendimentos de longo prazo, que haviam subido nos primeiros dias de setembro. Vale ressaltar que o Tesouro não está emitindo dívida de longo prazo, contendo em parte as altas desses trechos, dada a situação fiscal.

No âmbito econômico, a inflação PCE (medida de preços preferida pelo Fed) manteve-se em julho em 2,6% ao ano, em linha com as expectativas do mercado, enquanto o componente subjacente acelerou para 2,9% ao ano, sem gerar grandes surpresas. O componente de bens reflete certo impacto das tarifas nos preços, efeito que pode se intensificar daqui para frente, embora de forma transitória, pelo que o mercado projeta fechar o ano com uma inflação próxima a 3,0%. Em termos de crescimento, o PIB do segundo trimestre foi revisado para cima, para 3,3% ao ano, mostrando

resiliência após a contração do primeiro trimestre. Em contrapartida, os dados de emprego de agosto voltaram a decepcionar, confirmando a desaceleração do mercado de trabalho nos últimos quatro meses.

Em agosto, ocorreu o simpósio de *Jackson Hole*, onde a atenção do mercado se concentrou no discurso de Jerome Powell. Em sua intervenção, o presidente do Fed sinalizou que a balança de riscos está mudando, reconheceu o arrefecimento do mercado de trabalho e abriu as portas para um corte nas taxas na reunião de setembro. Paralelamente, Donald Trump modificou sua estratégia de pressão sobre o Fed e começou a promover a demissão da governadora Lisa Cook, após a divulgação de um possível caso de fraude hipotecária contra ela. Com isso, o presidente americano busca influenciar a composição do *Conselho de Governadores* e, eventualmente, garantir uma maioria alinhada com sua visão, o que também lhe permitiria influenciar a renovação e ratificação dos presidentes dos bancos regionais prevista para fevereiro do próximo ano. O mercado interpretou esses acontecimentos como sinais de uma política monetária mais expansionista e, mesmo após a publicação dos dados de emprego de agosto, começou a descontar um cenário de maior flexibilização, com cortes acumulados de até 75 pontos-base no restante do ano. Nesse contexto, os investidores esperam que o Fed reduza sua taxa de referência em um quarto de ponto em setembro e repita a medida nas reuniões de outubro e dezembro, um cenário que parece bastante otimista.

Assim, após o discurso de Powell, a pressão política exercida por Trump e a fraqueza evidenciada nos últimos dados de emprego, o mercado começou a incorporar um cenário de maior flexibilidade monetária. Para a reunião de setembro, existe um consenso quase generalizado em torno de um ajuste de 25 pontos-base por parte do Fed. Nesse contexto, a taxa de 2 anos está em 3,49%, enquanto a de 10 anos está em 4,06%, com uma curva que permanece íngreme e um diferencial de 10-2 anos próximo a 55 pontos-base (em 8 de setembro).

Em termos de volatilidade, o índice MOVE — que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro — permanece abaixo de sua média histórica dos últimos cinco anos pelo terceiro mês consecutivo, embora com um ligeiro aumento nos primeiros dias de setembro, situando-se em torno de 85 pontos-base. Os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 5 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, caíram após os aumentos observados em meados de agosto, registrando atualmente 2,46% e 2,37%, respectivamente. Ainda persiste um certo descompasso nas expectativas de curto prazo, associado ao impacto das tarifas sobre os próximos dados dos índices de preços, embora se mantenha a visão de que esse efeito será transitório. Nesse sentido, as expectativas de longo prazo permanecem ancoradas na meta de 2%.

Diante disso, observam-se forças opostas ao longo da curva: a política monetária mais expansionista do Fed exerce pressão descendente sobre os prazos mais curtos, enquanto as dúvidas fiscais pressionam para cima a parte mais longa da curva, o que poderia resultar em uma nova inclinação. Paralelamente, a economia permanece estável e a probabilidade de uma desaceleração severa parece cada vez mais distante. Neste contexto, mantém-se uma posição curta em duration em relação ao *benchmark*, mantendo a *OW* em títulos do Tesouro de 2 anos diante do iminente corte do Fed, e aumenta-se a *UW* em títulos do Tesouro de 30 anos, diante da complexa situação fiscal nos países desenvolvidos. Por outro lado, mantém-se a posição neutra em títulos do Tesouro a 10 anos, dado o nível atual das taxas, e mantém-se uma posição neutra em TIPS.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Mantém-se a posição *UW*

Durante agosto, as taxas de juros apresentaram um comportamento divergente: os prazos curtos recuaram diante das expectativas de um corte do Fed em setembro, enquanto os longos se mantiveram mais estáveis devido à delicada situação fiscal em várias economias desenvolvidas. Esse contraste gerou uma nova inclinação da curva. No entanto, após a publicação dos dados de emprego nos EUA, todos os trechos registraram quedas, refletindo a fraqueza do mercado de trabalho e reforçando a probabilidade de uma política monetária mais expansiva do que o previsto.

A economia americana tem se mostrado resiliente, sem refletir desequilíbrios macroeconômicos. Em relação à inflação, observou-se uma aceleração moderada, embora sem grandes surpresas; o impacto das tarifas foi mais limitado do que o previsto, mas ainda assim pressionou os preços. Paralelamente, o arrefecimento do emprego levou o mercado a descontar completamente um corte nas taxas por parte do Fed na reunião de setembro.

Na Europa, a recuperação avança a um ritmo mais moderado: o PIB do segundo trimestre foi ligeiramente corrigido para cima e o consenso da Bloomberg projeta um crescimento de 1,1% para este ano. A inflação em agosto apresentou uma ligeira aceleração, ficando acima da meta do BCE; embora o componente energético deixe de ter um impacto negativo, como observado nos meses anteriores, espera-se que o indicador feche o ano em torno da meta do BCE. Ao mesmo tempo, o mercado de trabalho permanece sólido, com uma taxa de desemprego próxima de mínimos históricos. No entanto, o panorama fiscal se complica e surgem dúvidas sobre a sustentabilidade das contas públicas no Reino Unido, Alemanha e França, este último passando também por uma crise política, enquanto a reforma previdenciária na Holanda pressiona para cima os trechos mais longos da curva.

Assim, para suas respectivas reuniões de setembro, espera-se um desacoplamento das políticas monetárias dos EUA e da Europa. O mercado antecipa que o Fed reduzirá sua taxa de referência pela primeira vez no ano, iniciando um novo ciclo expansionista, enquanto o BCE manteria sua postura da reunião de julho e não faria alterações em seu sistema de taxas de juros.

Em agosto, a classe de ativos *Investment Grade* global registrou um retorno de 0,7%. Os spreads permanecem em níveis bastante comprimidos, apesar de uma ligeira ampliação mais pronunciada na Europa devido à situação fiscal. De qualquer forma, os níveis parecem não ser representativos do contexto econômico global. Além disso, a maior duration dessa categoria nos leva a manter a cautela em relação a outras alternativas dentro da 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 o último mês registrou um rendimento mensal de 1,1% em USD, em linha com o bom desempenho das ações globais. O cenário econômico permanece estável e a possibilidade de uma recessão ou de uma desaceleração acentuada parece ter se dissipado, embora persista a incerteza em torno da situação fiscal na Europa e dos anúncios disruptivos do presidente Donald Trump. Quanto aos *spreads*, na Europa eles se desacoplaram e apresentaram altas como consequência das dúvidas fiscais na região, embora ainda se mantenham em níveis historicamente comprimidos, considerando o atual contexto macroeconômico.

A classe de ativos oferece um *rendimento* de 6,5%, ligeiramente acima da sua média histórica. Por outro lado, as avaliações permanecem ajustadas em um ambiente global que continua turbulento. Esse cenário aumenta a

probabilidade de ampliações dos *spreads* no curto e médio prazo, dados os seus níveis limitados, elevando o risco para os investidores. Dessa forma, **mantém-se a posição UW em Global High Yield.**

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

Em agosto, a curva das taxas dos títulos do Tesouro dos EUA registrou uma inclinação, com quedas quase generalizadas mais acentuadas na parte curta. Nestes primeiros dias de setembro, as taxas recuaram após os dados fracos do mercado de trabalho, e o mercado já descontou completamente um corte de 25 pontos-base por parte do Fed em sua próxima reunião. Além disso, após esta primeira semana marcada pela publicação dos dados de emprego, começou a se incorporar um cenário de política monetária mais expansiva para os próximos 12 meses, com a expectativa de que a flexibilização durante 2025 alcance 75 pontos-base. Dado um ponto de partida mais alto das taxas de juros, durante o último mês, a dívida soberana emergente teve um rendimento de 1,6%, superando sua contraparte das economias desenvolvidas. Por sua vez, a dívida corporativa emergente registrou um desempenho de 1,3%, acima do rendimento fixo corporativo desenvolvido.

Para a dívida soberana, as taxas globais continuam bastante voláteis. Embora as tensões comerciais tenham ficado em segundo plano, elas ainda estão presentes, e o cenário global continua imprevisível. As dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal em várias economias desenvolvidas — particularmente na Europa — exerceram pressão sobre os trechos longos da curva. Por outro lado, a situação política nos EUA — com Trump buscando influenciar a política monetária — adiciona um componente extra de volatilidade e ruídos institucionais. Neste contexto, mantém-se uma posição neutra na dívida soberana emergente, dada a sua correlação com os movimentos do *Tesouro* americano, considerando que as taxas permaneceriam expostas a fatores de risco persistentes.

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 rendimento positivo, com um avanço de 1,2%. No que diz respeito aos *spreads*, eles ainda se mantêm em níveis bastante comprimidos, mas ainda com certo atraso em relação aos seus equivalentes dos mercados desenvolvidos após as altas de abril. Além disso, entre o final de agosto e os primeiros dias de setembro, observou-se uma ampliação nos *spreads* globais devido a preocupações fiscais, com um aumento mais pronunciado nos mercados emergentes, proporcionando uma oportunidade tática diante de uma potencial maior compressão e reagindo a problemas globais, que não necessariamente condizem com riscos idiossincráticos.

Quanto ao *High Yield*, a classe de ativos registrou um desempenho positivo de 1,4% em agosto, em linha com o bom desempenho das ações globais. Os *spreads* dos títulos corporativos emergentes de menor qualidade de crédito tiveram um comportamento semelhante ao dos títulos corporativos emergentes *Investment Grade*, apresentando um atraso na compressão após abril. Além disso, em um cenário de política monetária mais expansiva, essa classe de ativos oferece um potencial atraente de desempenho semelhante ao das ações. Dessa forma, decide-se manter a superexposição em dívida emergente de *High Yield*.

No que diz respeito aos *mercados locais*, em agosto, o dólar retomou a tendência observada durante o primeiro semestre do ano e desvalorizou-se 2,2%. A fraqueza da moeda americana deve se manter nesta parte final de 2025, embora provavelmente com quedas mais moderadas e favorecendo particularmente as moedas emergentes. Estas continuam

subvalorizadas e desalinhadas de seus fundamentos, o que abre uma oportunidade de valorização nos próximos meses. Além disso, os bancos centrais das economias emergentes estão mais adiantados do que o Fed no ciclo de flexibilização monetária. Neste contexto, o impacto de um menor diferencial de taxas sobre as moedas tenderia a diluir-se e, com o Fed a adotar um tom mais *dovish*, um maior diferencial voltaria a exercer um efeito apreciativo sobre as moedas emergentes. Assim, decide-se impor um overweight a posição nos *mercados locais* a partir de uma posição neutra.

Em linha com o acima exposto, **mantém-se neutra a posição em dívida soberana emergente, a OW em obrigações corporativas IG e HY, e decide-se levar a OW da posição neutra nos mercados locais.**

Exposição a moedas | setembro de 2025

Moedas	Bench.	Ago	Set	OW/UW	Câmbio
USD	55.1%	55.1%	54.9%	UW -0.2	-
EUR	7.5%	7.5%	7.5%	N	
GBP	1.5%	1.5%	1.0%	UW -0.5	-
JPY	2.4%	2.4%	2.4%	N	
GEMs	33.7%	33.7%	34.3%	OW 0.7	+
	100.0%	100.0%	100.0%		

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma determinada exposição a moedas que, caso não reflita nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas. Este mês, a posição em dólares é ligeiramente *underweight* e a posição em euros e ienes é neutralizada, partindo de *uma posição underweight*.

Resultados TAACo Global | Agosto 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%	50%	0%	2.6%	1.28%	1.27%	0.0	-0.3
Renta Fija	50%	46%	-4%	1.2%	0.61%	0.57%	2.7	0.2
Caja	0%	4%	4%	0.4%	0.0%	0.02%	-6.0	
Oro	0%	0%	0%	3.9%	0.0%	0.00%	0.0	
Cobertura						0.07%	6.9	
Portfólio					1.89%	1.92%	3.5	-0.1
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								3.4
Europa, exceto Reino Unido	13.7%	12.7%	-1.0%	3.3%	0.45%	0.42%	-0.8	
Europa Small Cap ex Reino L	1.2%	1.2%	0.0%	2.0%	0.02%	0.02%	0.0	
REINO UNIDO	2.9%	1.9%	-1.0%	3.7%	0.11%	0.07%	-1.1	
Crescimento de grandes cap	17.3%	18.3%	1.0%	1.4%	0.24%	0.26%	-1.1	
Valor Large Cap dos EUA	14.7%	14.7%	0.0%	2.6%	0.39%	0.39%	0.0	
Pequenas empresas dos EUA	3.5%	3.5%	0.0%	5.3%	0.18%	0.18%	0.0	
Japão	4.7%	3.7%	-1.0%	6.9%	0.33%	0.26%	-4.4	
Desarrollados	58.0%	56.0%	-2.0%	3.0%	1.73%	1.61%	-7.4	
América Latina	4.4%	5.4%	1.0%	8.2%	0.36%	0.44%	5.7	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	0.5%	9.0%	0.07%	0.12%	3.2	
China	12.3%	12.3%	0.0%	4.9%	0.61%	0.61%	0.0	
EM Ásia ex China	19.6%	20.1%	0.5%	-1.6%	-0.32%	-0.33%	-2.1	
EM Ásia Small Cap	4.9%	4.9%	0.0%	2.2%	0.11%	0.11%	0.0	
Emergentes	42.0%	44.0%	2.0%	2.0%	0.82%	0.94%	6.8	
Ações					2.55%	2.55%	-0.6	
Títulos do Tesouro 2Y	8.3%	8.8%	0.5%	0.9%	0.07%	0.08%	-0.2	
Títulos do Tesouro 10Y	11.1%	11.1%	0.0%	1.5%	0.17%	0.17%	0.0	
Títulos do Tesouro 30Y	6.1%	5.6%	-0.5%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.7	
Dicas dos EUA	2.6%	2.6%	0.0%	1.5%	0.04%	0.04%	0.0	
IG corporativo global	26.5%	26.0%	-0.5%	1.4%	0.37%	0.36%	-0.1	
HY corporativo global	4.0%	3.5%	-0.5%	1.6%	0.06%	0.05%	-0.2	
Deuda Desarrollados	58.6%	57.6%	-1.0%	1.2%	0.71%	0.70%	0.2	
EMBI	9.5%	9.5%	0.0%	1.6%	0.15%	0.15%	0.0	
EM Corporativo IG	2.8%	3.3%	0.5%	1.2%	0.03%	0.04%	0.0	
EM Corporativo HY	3.8%	4.3%	0.5%	1.5%	0.06%	0.07%	0.1	
Mercados locais EM	25.3%	25.3%	0.0%	1.1%	0.27%	0.27%	0.0	
Emergência	41.4%	42.4%	1.0%	1.3%	0.52%	0.53%	0.1	
Renda fixa					1.23%	1.23%	0.4	

*Atualizado ** Desde 2001

Dados ao 31 de agosto de 2025

Em agosto, a posição em ações foi neutralizada (50%), diminuindo a OW em caixa (4%), enquanto se manteve uma subexposição em títulos (46%). Em 31 de agosto, a carteira TAACo Global rendeu 1,9%, apresentando um desempenho superior ao *benchmark* (3,4 pbs.).

Durante agosto, em termos de *análise de atribuição*, a alocação de ativos agregou valor, principalmente pela cobertura de moedas e pelo underweight de renda fixa. No que diz respeito à seleção de instrumentos, foi marginalmente negativa, afetada pela posição vendida no Japão e na Europa.

Desempenho histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	1.9%	5.5%	11.7%	9.6%	9.8%	5.2%	5.8%	5.4%	10.4%
Benchmark	1.9%	5.7%	11.9%	10.0%	10.0%	4.3%	5.1%	4.2%	10.2%
Perf. inferior/superior (bps)	3	-19	-16	-39	-24	99	70	121	
Ações	2.5%	8.7%	16.9%	15.1%	14.3%	8.7%	7.9%	4.5%	15.2%
Benchmark	2.6%	8.7%	17.2%	15.5%	14.6%	8.6%	7.9%	4.1%	15.1%
Europe ex UK	3.3%	2.8%	22.6%	9.8%	16.0%	7.8%	5.4%	3.5%	18.3%
Europe Small Cap ex UK	2.0%	5.3%	27.8%	14.4%	13.3%	6.1%	6.4%	7.4%	21.1%
UK	3.7%	6.0%	24.7%	16.5%	17.3%	14.0%	6.6%	5.3%	16.3%
US Large Cap Growth	1.4%	11.5%	11.6%	24.1%	26.5%	15.7%	18.4%	--	20.1%
US Large Cap Value	2.6%	7.7%	10.3%	8.2%	12.1%	11.9%	9.7%	--	14.5%
US Small Caps	5.3%	12.6%	7.1%	9.4%	10.9%	11.3%	9.7%	9.2%	20.6%
Japão	6.9%	7.1%	16.5%	10.7%	13.6%	6.5%	5.1%	2.5%	14.7%
Desenvolvidos	2.6%	8.4%	13.8%	15.7%	18.5%	12.9%	11.7%	7.4%	14.7%
América Latina	8.2%	9.7%	34.3%	13.1%	9.3%	10.2%	6.0%	7.7%	25.1%
LatAm Small Cap	9.0%	5.8%	36.4%	14.0%	5.1%	3.8%	3.0%	5.8%	26.7%
China	4.9%	14.1%	29.0%	47.6%	9.9%	-2.0%	5.6%	8.2%	27.7%
EM Asia ex China	-1.6%	7.2%	11.7%	4.0%	12.0%	10.7%	9.8%	--	17.4%
EM Asia Small Cap	2.2%	9.9%	13.4%	9.4%	13.2%	11.6%	8.6%	9.5%	14.9%
EM Europe and Middle East	0.4%	6.9%	16.4%	13.6%	6.2%	2.1%	-0.2%	2.8%	15.5%
Emergentes	1.3%	9.5%	19.0%	16.8%	11.6%	5.2%	7.3%	8.2%	14.7%
Renda Fixa	1.2%	2.7%	6.7%	4.7%	5.4%	0.2%	2.5%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.2%	2.7%	6.7%	4.6%	5.5%	-0.2%	2.2%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.9%	1.3%	3.4%	4.0%	3.3%	1.2%	1.4%	2.3%	2.0%
Treasuries 10Y	1.5%	2.5%	5.9%	1.8%	0.7%	-3.2%	0.6%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	-0.1%	1.0%	0.8%	-7.2%	-6.1%	-10.6%	-1.3%	3.7%	15.1%
TIPS dos EUA	1.5%	2.6%	6.4%	4.9%	2.4%	1.3%	2.9%	4.4%	6.1%
Global Corporate IG	1.4%	3.1%	8.2%	5.8%	6.1%	0.1%	2.7%	4.4%	8.2%
Global Corporate HY	1.6%	3.9%	8.6%	9.2%	10.4%	4.5%	5.3%	7.0%	7.6%
Divida desenvolvidos [1]	1.2%	2.5%	6.3%	3.4%	4.0%	0.0%			
EMBI	1.6%	5.4%	8.7%	8.6%	9.2%	1.5%	3.9%	7.0%	9.2%
EM Corporativo IG	1.2%	3.2%	6.1%	5.6%	5.8%	0.9%	3.3%	--	5.5%
EM Corporativo HY	1.5%	4.0%	6.5%	7.7%	9.5%	2.7%	5.3%	--	7.8%
Mercados locais EM	1.1%	1.9%	7.0%	5.5%	5.7%	2.0%	3.3%	--	7.1%
Divida emergentes [1]	1.3%	3.0%	7.1%	6.4%	7.0%	0.0%			
Caixa	0.4%	1.1%	2.9%	4.5%	4.8%	3.0%	2.0%	1.7%	0.7%
Ouro	3.9%	4.6%	31.4%	36.4%	26.0%	11.9%	11.7%	11.1%	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 concretizem. As informações contidas neste relatório não correspondem a objetivos de investimento específicos, situação financeira ou necessidades particulares de nenhum destinatário do mesmo. Antes de realizar qualquer transação de valores, os investidores devem se informar sobre as condições da operação, bem como sobre os direitos, riscos e responsabilidades implícitos nela, pelo que as sociedades da Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, derivada do uso 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, orais ou escritos, ou transações que refitam uma opinião diferente daquelas expressas neste relatório.