

Novembro de 2025

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Outu	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início ***	
TAACo	1,8%	6,9%	17,1%	15,6%	13,9%	6,8%	6,0%	5,5%	10,4%
Referência	1,7%	6,5%	17,0%	15,5%	14,2%	5,7%	5,4%	4,3%	10,2%
Desempenho inferior/superior	6	33	16	7	-32	107	66	121	
Ações	2,8%	10,3%	25,7%	23,8%	19,8%	11,1%	8,3%	4,8%	15,2%
Benchmark	2,8%	10,3%	26,0%	24,2%	20,4%	11,2%	8,2%	4,4%	15,1%
Renda Fixa	0,6%	2,9%	8,4%	7,2%	8,0%	0,6%	2,6%	4,3%	6,5%
Benchmark	0,6%	2,9%	8,4%	7,2%	8,1%	0,2%	2,3%	3,7%	6,5%
Caixa	0,4%	1,1%	3,6%	4,4%	4,9%	3,1%	2,1%	1,7%	0,7%
Ouro	4,9%	21,6%	53,8%	46,7%	34,8%	16,3%	13,4%	11,8%	15,0%

Resultados em 31 de outubro de 2025

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Um mundo feliz.....1

Alocação de ativos |

Novembro 20254

Resultados TAACo Global |

Outubro de

2025.....24

Desempenho

histórico.....25

Um mundo feliz¹ : mercados que desafiam a lógica econômica

Outubro encerrou com desempenho positivo para a maioria dos ativos de risco, impulsionado por fatores sazonais e uma liquidez que continua abundante. No entanto, o mercado continua mostrando sinais que nos levam a manter uma postura cautelosa em nossas carteiras. Este ano, vimos como os mercados parecem seguir seu próprio caminho, sem refletir plenamente as tensões políticas e os desafios econômicos. Apesar da incerteza comercial e fiscal e dos dados que apontam para uma desaceleração econômica, os ativos de risco mantiveram sua recuperação.

Rally que, no caso das ações americanas, acumula seis meses consecutivos, sustentado por políticas fiscais e monetárias expansionistas, resultados corporativos sólidos e fluxos para ativos de risco. Essa tendência de alta se estendeu mesmo diante da paralisação do governo americano, avaliações elevadas e uma economia que, embora resiliente, começa a mostrar sinais de fadiga, especialmente no mercado de trabalho. A criação de empregos desacelerou e os dados de inflação, embora contidos, continuam gerando debate sobre a trajetória futura das taxas. Além disso, vale mencionar que, devido à paralisação do governo — a mais longa da história —, não temos dados oficiais do mercado de trabalho, e apenas outros dados semelhantes publicados por instituições privadas estão disponíveis.

Um dos principais riscos para esse otimismo é a política monetária. Em outubro, o Banco da Reserva Federal reduziu a taxa em 25 pontos-base, mas com um tom mais restritivo do que o esperado, o que gerou dúvidas sobre um novo corte em dezembro. A isso se somam comentários de diferentes membros do Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) que

Mercado segue seu próprio caminho

Ações dos EUA sobem por 6 meses consecutivos, apesar da desaceleração

Fed realiza um corte hawkish

¹ Romance do escritor britânico Aldous Huxley, publicado pela primeira vez em 1932.

vão em direções opostas; por um lado, Jerome Powell declara que a redução de dezembro fica comprometida se continuarem navegando às cegas e sem a disponibilidade de todos os dados, devido a um governo que continua funcionando pela metade. Por outro lado, há outros membros que, com vistas a serem os próximos *presidentes*, fazem declarações mais favoráveis à continuação da redução das taxas, e eventualmente de forma agressiva. Em meio a essas declarações contraditórias, a tendência continua sendo expansionista, e prevê-se que a liquidez se mantenha elevada, especialmente se a próxima liderança do Fed adotar uma postura mais acomodatícia. O mercado descontou entre duas e três reduções para 2026, enquanto o próprio Fed projeta apenas uma, o que gera um descompasso de expectativas que nos leva a ser prudentes em renda fixa.

Por outro lado, Jerome Powell declarou que está pronto para encerrar o *Quantitative Tightening* (QT) após três anos, o que entraria em vigor em dezembro deste ano. Com isso, o Fed deixaria de pressionar a liquidez no mercado de títulos e frearia a queda de seu balanço patrimonial, que se aproxima dos níveis pré-pandêmicos (ativos do Fed/PIB).

Nesse contexto, o dólar apresentou uma recuperação em outubro, após ter caído 10% no primeiro semestre do ano. Essa recuperação foi impulsionada pelo tom mais *hawkish* do Fed, pela *paralisação* do governo e por preocupações fiscais relativas. Embora a trajetória do dólar no curto prazo seja incerta e as perspectivas para as moedas dos países desenvolvidos no curto prazo não sejam positivas, no médio prazo esperamos que o dólar retome sua tendência de desvalorização e que as moedas mais desacopladas de seus fundamentos — particularmente as emergentes — sejam mais favorecidas. Isso também eleva historicamente os preços das matérias-primas, reforçando as boas perspectivas para os mercados emergentes.

O ouro, que vinha de máximos históricos, sofreu em outubro a maior correção intradiária em mais de uma década, caindo entre 5% e 6% em um único dia. Apesar dessa volatilidade, ele mantém seu apelo como ativo refúgio em um ambiente de incerteza política e comercial e valorizações elevadas em ações. A expectativa de novos cortes nas taxas, a demanda persistente dos bancos centrais e ETFs e a comparação relativa com ações globais reforçam seu papel defensivo.

Nos mercados emergentes, a América Latina continua atraente, em um ambiente global de fraqueza do dólar, política monetária expansionista por parte do Fed, diversificação dos fluxos internacionais, recuperação dos preços das commodities e valorizações atraentes. O mercado acionário brasileiro tem fundamentos sólidos e tem sido favorecido pela entrada de fluxos de investidores estrangeiros, enquanto os locais ainda mantêm uma baixa proporção de seu portfólio em ações locais.

A China, por sua vez, enfrenta alta volatilidade após eventos políticos e dados econômicos que não decolam. Embora o Quarto Plenário tenha reafirmado o foco em tecnologia e

Juntamente com o fim do QT

O dólar reverteu a tendência de queda

Ouro se corrige após fortalecimento do dólar

Mercados emergentes continuam atraentes

consumo, ainda não foram implementadas medidas concretas para estimular a demanda interna. De qualquer forma, acreditamos que o governo está atento ao que acontece no mercado acionário e poderá continuar brilhando como o maior mercado emergente.

China e suas oscilações

Nesse contexto, e apesar de uma série de políticas “indesejáveis” durante o mês de outubro, a volatilidade dos diferentes mercados diminuiu significativamente. Assim, para novembro, mantemos a posição neutra em ações, com overweight nos mercados emergentes e nos Estados Unidos, por meio de uma estratégia diversificada entre estilos e tamanhos. Europa, Reino Unido e Japão continuam underweight devido a riscos estruturais e fiscais. Em renda fixa, mantemos o underweight, com duration quase neutra e preferência por dívida soberana e corporativa emergente. Por sua vez, mantém-se a posição em ouro como ativo defensivo, assim como a posição em caixa, como refúgio diante de eventos que possam injetar volatilidade no mercado.

Ações neutras, preferência por emergentes em RFe e RV

Alocação de ativos | Novembro 2025

TAACo Global	Bench.	Out	Nov	OW / UW	Câmbio
Ações	50%	50%	50%	N	
Renda Fixa	50%	46%	46%	UW -4%	Ações neutras, UW títulos
Caixa		2%	2%	OW	
Ouro		2%	2%	OW	OW em caixa e ouro
Total Carteira					
Europa, ex Reino Unido	13,7%	13,7%	13,7%	N	
Europe Small Cap ex Reino I	1,2%	0,2%	0,2%	UW -1,0%	
REINO UNIDO	2,9%	1,9%	1,9%	UW -1,0%	
US Large Caps Growth	17,3%	17,8%	17,8%	OW	0,5%
US Large Caps Value	14,7%	15,2%	15,2%	OW	0,5%
US Small Caps	3,5%	4,0%	4,0%	OW	0,5%
Japão	4,7%	3,7%	3,7%	UW -1,0%	
Mercados desenvolvidos	58,0%	56,5%	56,5%	UW	-1,5%
América Latina	4,4%	4,9%	4,9%	OW	0,5%
LatAm Small Caps	0,8%	1,3%	1,3%	OW	0,5%
China	12,3%	12,8%	12,8%	OW	0,5%
EM Ásia ex China	19,6%	19,6%	19,6%	N	
EM Ásia Small Cap	4,9%	4,9%	4,9%	N	
Mercados emergentes	42,0%	43,5%	43,5%	OW	1,5%
Total de ações	100,0%	100,0%	100,0%		
Treasuries 2Y	8,3%	8,3%	8,3%	N	
Treasuries 10Y	11,1%	11,1%	11,1%	N	
Treasuries 30Y	6,1%	5,1%	5,1%	UW -1,0%	Em renda fixa:
TIPS dos EUA	2,6%	2,6%	2,6%	N	
Global Corporate IG	26,5%	26,0%	26,0%	UW -0,5%	Títulos do Tesouro dos EUA: neutro 2 e 10 anos, e UW 30 anos
Global Corporate HY	4,0%	3,5%	3,5%	UW -0,5%	
Dívida desenvolvidos	58,6%	56,6%	56,6%	UW	-2,0%
EMBI	9,5%	10,0%	10,0%	OW	0,5%
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%	25,8%	25,8%	OW	0,5%
Dívida Emergentes	41,4%	43,4%	43,4%	OW	2,0%
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%		

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX UK: mantém-se neutro Large Cap e underweight Small Cap

Outubro prolongou mais um mês os ganhos, com o Stoxx 50 subindo 0,4%, um retorno tímido se comparado com os 2,3% do S&P 500. Entre os países com melhor desempenho, destacam-se novamente os periféricos, como Espanha (1,6%) e Portugal (4,3%). A Alemanha recuou 1,7% (DAX) e o CAC40 francês desafia a crise política, ganhando +0,8%.

O mercado acionário parece estar se desvinculando da crise política e institucional que a França está enfrentando. O primeiro-ministro, Sébastien Lecornu, renunciou ao cargo em 6 de outubro, após 27 dias no cargo. No entanto, o presidente Macron o renomeou quatro dias depois, após não encontrar uma alternativa viável para superar o impasse político no Parlamento. Lecornu apresentou o orçamento dentro do prazo, em 13 de outubro, com uma série de ajustes fiscais que visam reduzir o déficit para 4,7% até o final de 2026 (5,8% do PIB em 2024), e agora começa a discussão legislativa. Se o orçamento não for aprovado, dada a fragmentação do Parlamento, o governo poderia recorrer à imposição sem votação, mas correndo o risco de uma moção de censura. O governo, em busca de apoio para a aprovação, adiou a reforma das pensões para 2028. À medida que o processo de aprovação do orçamento avança, a incerteza diminui e a curva das taxas soberanas refletiu um ligeiro achatamento, com quedas na parte mais longa. Por sua vez, o spread das taxas dos títulos soberanos de 10 anos entre a França e a Alemanha está em torno de 80 pontos-base (pb), depois de ter atingido em outubro quase 90 pb, seu maior nível no ano.

Por outro lado, a Alemanha luta contra problemas estruturais. Uma economia com viés industrial e exportador que tem sido exposta ao aumento das tensões comerciais, à diminuição das exportações para a China e aos altos custos energéticos, entre outros problemas. Após dois anos de contração, o país cresceria este ano um tímido 0,3% e em 2026 1,0% com a ajuda do plano de expansão fiscal que compromete 500 bilhões de euros com foco em infraestrutura, defesa e flexibilidade fiscal. Quando o plano foi anunciado no início do ano, o mercado reagiu com otimismo e as ações alemãs subiram fortemente. No entanto, atrasos na implementação do plano geraram dúvidas e as ações caíram 3,1% nos últimos três meses, enquanto o resto do mundo continuou subindo.

No que diz respeito à política monetária, a inflação em outubro desacelerou para 2,1% em termos homólogos, enquanto a inflação subjacente se manteve em 2,4%. O Banco Central Europeu (BCE) estima que a inflação se estabilizará em torno da meta de 2% no médio prazo e que a economia crescerá marginalmente, apesar dos desafios globais. Assim, diante das expectativas inflacionárias ancoradas e apesar da economia estagnada, o BCE teria chegado ao fim de seu ciclo de corte de taxas de juros. Em sua reunião de outubro, a entidade manteve suas taxas de juros, situando a taxa de depósito em 2,00%, decisão amplamente antecipada pelo mercado. Daqui para frente, o mercado não vê cortes adicionais nas taxas neste ano nem no próximo.

Por outro lado, o índice de surpresas econômicas reverte a tendência e se mantém em alta, em terreno positivo. O PMI de manufatura de outubro volta a 50 pontos (limiar de contração/expansão do setor) com melhorias na Alemanha, França, Espanha e Itália (apesar de os três primeiros ainda estarem abaixo de 50 pontos). Ao mesmo tempo, o PMI de serviços sobe significativamente de 51,3 pontos para 53, com a Alemanha subindo de 51,5 para 54,6 pontos, refletindo um maior dinamismo da demanda doméstica.

Passando para o mercado, as valorizações das ações europeias estão mais caras e a relação preço/lucro em doze meses (P/U fwd.) está sendo negociada acima da média de 5 anos, embora com um desconto acentuado em relação às ações americanas. Por sua vez, as valorizações das ações de pequena capitalização da região também ficaram mais caras, mas estão sendo negociadas em linha com a média. Finalmente, de acordo com a EPFR, observam-se entradas líquidas de fluxos no acumulado do ano, mas estas desaceleraram no último mês.

Quanto ao setor corporativo, a temporada de relatórios do terceiro trimestre mostrou um crescimento praticamente nulo dos lucros, enquanto as perspectivas de crescimento dos lucros para este ano são corrigidas para baixo (e de 8,5% no

início do ano para 1,3% em novembro). Para 2026, espera-se uma recuperação a partir de uma base de comparação mais baixa, com um crescimento dos lucros em torno de 10% — 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, incerteza política e fiscal, perspectivas econômicas e corporativas fracas, fluxos fracos e cortes de taxas que teriam chegado ao fim, **decide-se manter o tom de cautela nas ações europeias por meio de uma posição neutra em ações de grande capitalização e uma posição curta em ações de pequena capitalização** devido à sua alta volatilidade, apesar da atratividade de suas avaliações.

REINO UNIDO: Mantém-se UW

Durante o mês de setembro, as ações britânicas também tiveram um novo mês de alta, mas ficaram atrás de seus pares desenvolvidos. Com uma tendência mais *voltada para o valor* do que outros mercados desenvolvidos, o FTSE 100 subiu 1,4%, abaixo do S&P 500. Apesar dos retornos positivos, no acumulado do ano, o desempenho das ações continua atrás dos seus pares na Europa. Com a tendência de alta, as valorizações ficaram mais caras. O P/U *fwd.* é negociado acima da média de 5 anos em termos absolutos e em comparação com o resto da Europa.

As ações britânicas subiram em outubro, ignorando a incerteza política e fiscal. Após a maior reestruturação do gabinete desde que Starmer lidera o governo, a autoridade busca um equilíbrio entre manter estímulos/investimentos e evitar uma deterioração excessiva das finanças públicas, dado o espaço fiscal limitado. O orçamento de 2026, que será apresentado em 26 de novembro, pode impulsionar aumentos de impostos e cortes de gastos para compensar o crescente déficit fiscal.

Por sua vez, as expectativas de crescimento continuam refletindo uma recuperação fraca: as projeções para 2025 e 2026 estão em 1,4% e 1,2%, respectivamente, com uma ligeira correção para cima no último mês para 2025. O PMI de manufatura melhora, mas permanece abaixo de 50 pontos, enquanto o de serviços recua para 51,1 pontos. A frágil situação econômica se reflete no setor corporativo. Para 2025, os lucros das ações do MSCI Reino Unido mostrariam um crescimento de 2,3%, dado que foi corrigido para cima no último mês, mas está abaixo dos pares desenvolvidos (9,6%). Para 2026, espera-se um crescimento dos lucros próximo a 11%, também abaixo dos pares desenvolvidos (12%).

No lado econômico, a surpresa econômica mantém uma tendência de alta no último mês, com uma inflação que em setembro surpreendeu negativamente. Embora a medida *headline* tenha se mantido em 3,8% ao ano, a subjacente ficou em 3,5%. Por outro lado, a situação econômica é precária e o emprego enfraquece, com a taxa de desemprego aumentando para 4,8% em agosto, a mais alta em quatro anos, ao mesmo tempo em que são criados menos empregos do que o esperado no trimestre móvel encerrado em agosto (91 mil contra 125 mil esperados). Assim, com esse saldo misto de inflação elevada e enfraquecimento do mercado de trabalho, o Banco da Inglaterra decidiu manter sua taxa de política monetária em 4,00% em novembro, em uma decisão dividida, na qual quatro membros votaram por uma redução de 25 pontos-base. Como a inflação surpreendeu negativamente, as expectativas de cortes nas taxas de juros voltam a aumentar. O mercado espera que a taxa de referência caia entre dezembro e fevereiro 25 pb e outros 25 pb em meados do ano. A possibilidade de um corte adicional nas taxas e menor incerteza política, na expectativa da apresentação do orçamento de 2026, levou, no último mês, a uma descida da curva das taxas soberanas, com um achatamento — quedas mais acentuadas na parte longa.

No contexto de incerteza política, baixo dinamismo econômico, inflação que se mantém elevada, complicando 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: mantém-se a *overweight* em ações *Large Cap Growth* e *Value*, e *Small Cap*

Outubro prolonga a recuperação do mercado acionário norte-americano para seis meses consecutivos de ganhos. Ganhos que ocorrem com uma economia crescendo em torno de seu potencial (1,8% segundo o Fed), consumo forte, política fiscal e monetária expansiva e apoio no setor corporativo, apesar da paralisação do governo (shutdown), incerteza comercial e avaliações elevadas.

Depois que os relatórios corporativos surpreenderam positivamente no segundo trimestre, com um crescimento dos lucros de 12% em relação ao ano anterior, o terceiro trimestre replica o aumento, com lucros liderados pelos setores de tecnologia e financeiro. A Facset eleva a expectativa de crescimento dos lucros para este ano para 14%, enquanto para 2026 também se espera um crescimento dos lucros de ~14%, estimativa que foi corrigida para cima no último mês e está acima dos pares desenvolvidos.

Em termos de fluxos, de acordo com a EPFR, as ações norte-americanas lideram as entradas de fluxos no acumulado do ano e observam-se entradas nas últimas 8 semanas. Por sua vez, tanto as valorizações das ações do tipo *growth* quanto as do tipo *value* são negociadas com um desvio padrão acima da média de 5 anos. Este último tipo de ações apresenta um desempenho inferior ao *growth*, tanto no curto quanto no longo prazo. Por fim, as ações de pequena capitalização apresentam valorizações justas, mantendo o atraso no médio e longo prazo.

No plano comercial, a incerteza diminuiu, mas continua sendo um risco latente. No final de outubro, foi realizada a cúpula de líderes da APEC (Cooperação Econômica Ásia-Pacífico) na Coreia do Sul, com acordos importantes. Entre eles, destaca-se uma nova trégua entre os EUA e a China, que terá duração de um ano e reduz as tarifas mútuas, suspende as restrições às exportações de terras raras pela China, retoma as compras agrícolas (soja, petróleo, gás) pela China e alcança maior cooperação no controle do fentanil, entre outros. Também foram alcançados novos acordos com a Coreia do Sul e o Japão, através dos quais ambos os países se comprometem a investir nos EUA.

Por sua vez, durante setembro, foram registrados US\$ 31,7 bilhões em receitas com tarifas, acumulando US\$ 190 bilhões no acumulado do ano, 160% a mais em comparação com o mesmo período do ano anterior (ainda não se conhecem os dados de outubro devido ao shutdown). De acordo com estimativas de Yale, as tarifas médias efetivas estão em 17,9%, o nível mais alto desde 1934, mas se a Suprema Corte reverter as tarifas aplicadas sob a Lei de Poderes Econômicos de Emergência Internacional (IEEPA), elas poderão cair para 9,1% em média. A Suprema Corte começou a ouvir os argumentos no início de novembro e uma decisão definitiva é esperada para o início de 2026. A Corte poderia invalidar as tarifas da IEEPA por considerá-las impostos — que só podem ser autorizados pelo Congresso — e obrigar o governo a reembolsar as tarifas cobradas, o que poderia ser positivo para limitar as perspectivas de inflação, mas pressionaria ainda mais o crescente déficit fiscal.

Por outro lado, o governo enfrenta o mais longo shutdown (paralisação das funções governamentais por falta de *financiamento*) da história, o que levou à não publicação de dados econômicos oficiais, como inflação, taxa de desemprego, criação de empregos, entre outros. Uma das principais implicações disso foi deixar o Fed sem visibilidade

para tomar decisões monetárias. Em linha com o esperado, o Fed reduziu em 25 pontos-base a taxa de referência em outubro. A decisão não foi unânime e Jerome Powell, presidente do Fed, alertou que um novo corte em dezembro não está garantido. Assim, o mercado ajustou suas expectativas de cortes nas taxas de juros, esperando cortes de 75 pontos-base para os próximos 12 meses. Apesar disso, ainda há um descompasso entre as expectativas do Fed (que prevê um corte em 2026) e do mercado (que prevê entre 2 e 3), o que pode ser excessivo diante de uma economia que não mostra sinais significativos de desaceleração.

Quanto aos dados econômicos que foram publicados, eles têm sido mistos e a economia continua mostrando certa resiliência. O índice de surpresa econômica permanece positivo, apesar da escassez de dados publicados. O indicador líder PMI de manufaturas ficou em 52,2 pontos em outubro, enquanto o de serviços ficou em 55,2 pontos, ambos acima do mês anterior.

Em linha com a resiliência econômica, o momentum dos fluxos e a força corporativa mantêm a posição longa em *large cap growth* e *value*, enquanto que, em busca de valorizações mais aliviadas, mantém-se a posição longa em *small cap*. Estas últimas se beneficiariam de um ciclo monetário e fiscal expansionista, além de terem um viés doméstico e estarem menos expostas às tarifas.

JAPÃO: Decide-se manter a posição *underweight*

Durante o mês de outubro, a atenção no Japão se concentrou na eleição de Sanae Takaichi como primeira-ministra, tornando-se a primeira mulher na história a ocupar o cargo. Conhecida como a “Dama de Ferro” do Japão, Takaichi tem demonstrado uma postura firme em matéria de segurança nacional, defesa e política externa. Além disso, ela destacou a necessidade de aprovar um orçamento extraordinário para apoiar os cidadãos, juntamente com reduções de impostos e outras medidas destinadas a impulsionar a economia.

No mês, o Nikkei avançou 11,8%, superando seus pares desenvolvidos, enquanto o iene se desvalorizou 4,0% em relação ao dólar, em meio a expectativas de uma política fiscal expansiva e à força do DXY.

Apesar do otimismo do mercado, persistem riscos relevantes. Em primeiro lugar, Takaichi lidera um governo minoritário, mesmo após sua aliança com o Partido da Inovação do Japão (JIP), o que gera cautela diante de uma coalizão sem experiência e possíveis concessões no parlamento. Em segundo lugar, suas políticas parecem avançar em direções opostas: (i) combater a inflação, impulsionada principalmente pelo aumento dos preços dos alimentos, (ii) implementar uma política fiscal expansionista para sustentar o consumo, o que poderia dificultar a convergência dos preços, e (iii) manter uma política monetária flexível, o que implicaria uma pausa no processo de normalização, embora sem cortes nas taxas por enquanto.

Na frente geopolítica, Takaichi recebeu a visita de Donald Trump durante sua turnê pela Ásia. Ambos os líderes reafirmaram a aliança estratégica e econômica entre o Japão e os Estados Unidos, destacando compromissos de investimento de US\$ 550 bilhões nos EUA em setores como inteligência artificial, minerais críticos, semicondutores e defesa, em linha com a ordem executiva assinada por Trump em setembro. O Japão também aumentará suas importações de energia dos Estados Unidos.

No âmbito macroeconômico, espera-se que o PIB do terceiro trimestre tenha uma contração de 2,4% anualizada, fechando 2025 com uma expansão fraca de 0,7%, de acordo com o Banco do Japão. Por sua vez, a inflação em setembro acelerou para 2,9% em relação ao ano anterior, mantendo-se acima da meta de 2%. Mesmo assim, o Banco Central decidiu manter a taxa de referência de 0,5% na reunião de outubro, consolidando as expectativas de uma pausa na normalização da política monetária, com um eventual aumento das taxas apenas em março ou abril de 2026. Nesse sentido, a manutenção das taxas, juntamente com as expectativas de uma política fiscal expansionista e a recente força do dólar, levariam o iene a continuar sendo negociado entre 150 e 155 JPY/USD, após a desvalorização de outubro.

Já em novembro, o Nikkei recuou 3,4% até o dia 7 do mês. Apesar disso, os altos retornos dos últimos três meses levaram as ações a serem negociadas acima de sua média de cinco anos em P/U fwd, tanto em termos absolutos quanto relativos. De acordo com a EFPR, observou-se a maior entrada de fluxos semanais desde maio de 2024, até 5 de novembro, embora os fluxos continuem voláteis e sem uma tendência clara. Em relação à temporada de relatórios corporativos, até o momento, cerca de 70% das empresas do índice Topix divulgaram seus resultados, com destaque para o crescimento dos lucros e vendas, com surpresas positivas. No entanto, as expectativas de crescimento dos lucros para 2026 e 2027 permanecem abaixo dos pares desenvolvidos. No contexto de avaliações ajustadas e perspectivas econômicas e corporativas fracas, **decidiu-se manter uma posição *underweight* em ações japonesas**, apesar do *momentum* das ações.

MANTER *OW* EM AÇÕES EMERGENTES: *OW* LatAm Large e Small Cap, *OW* China e neutro Ásia EM exceto China

Outubro foi mais um mês de *desempenho superior* dos mercados emergentes em relação aos desenvolvidos, embora com disparidades entre as diferentes regiões e um início de mês com correções nos mercados ao redor do mundo, mas uma segunda metade que reverteu essa tendência. Apesar da maior volatilidade observada em outubro e nos primeiros dias de novembro, as perspectivas para os mercados emergentes continuam sólidas. Mesmo com a recuperação do dólar, no médio prazo prevemos que ele continue se enfraquecendo, acompanhado por um novo presidente do Fed que seria mais *dovish*, a diversificação dos fluxos internacionais para mercados atrasados e onde ainda é possível encontrar valorizações atraentes.

AMÉRICA LATINA: mantém-se *OW* em Large e Small Cap

Em outubro, os mercados acionários latino-americanos perderam um pouco de força, mas mesmo assim os índices das empresas de maior capitalização de mercado registraram retornos positivos (0,9% em dólares americanos). No acumulado do ano, tanto as grandes quanto as pequenas capitalizações subiram mais de 40%, mas com valorizações que ainda parecem confortáveis em alguns países. Outubro foi um mês díspar entre os diferentes países da região, em que, apesar da força do dólar em relação às moedas desenvolvidas, as moedas dos países andinos conseguiram se valorizar no mês, e o mercado brasileiro registrou um desempenho destacado, impulsionado pelos fluxos de investidores estrangeiros. Além das valorizações, a economia da região tem se mostrado resiliente e as perspectivas para o próximo ano melhoraram, em linha com as eleições que, seguindo o pêndulo clássico da região, devem levar a governos mais pró-mercado. Por fim, e em particular no caso do Brasil, o catalisador de potenciais entradas de fluxos de investidores locais, juntamente com uma postura mais expansionista por parte do Banco Central, também impulsionaria o mercado acionário.

No **Brasil**, o mercado continuou em alta em outubro, com o Bovespa registrando um aumento de 1,0% em dólares, e em novembro continua subindo. O real perdeu 1,0% no mês passado, mas em novembro está se valorizando. No mercado, a participação de investidores brasileiros em ações locais continua baixa em relação ao histórico, enquanto os fluxos de investimento se concentram em investidores estrangeiros, que mantêm perspectivas positivas para o mercado brasileiro. Isso se baseia em uma série de aspectos, considerando uma inflação que continua surpreendendo e expectativas que são corrigidas para baixo, enquanto o mercado prevê que ela feche este ano em ~4,55% ao ano e 4,2% para 2026. Do lado da atividade, a desaceleração é evidente e, embora as projeções de crescimento para este ano se estabilizem em ~2,2%, a produção industrial em setembro contraiu 0,4% mensalmente, e ambos os PMIs estão em terreno contrátil em outubro, em 48,2 pontos para manufaturas e 47,7 pontos para serviços. A desaceleração está em consonância com a taxa Selic que o Banco Central decidiu manter em 15% em sua reunião de novembro, em linha com o esperado, mas mantendo a cautela e a disposição de manter as taxas de juros altas, se necessário. Nesse sentido, o mercado vem adiando as expectativas em relação ao primeiro corte nas taxas para março do próximo ano, mesmo que as condições para baixar as taxas já começem a ser sentidas na economia. Passando para o mercado, as valorizações do mercado brasileiro continuam sendo negociadas em torno de meio desvio padrão abaixo de sua média de 10 anos (P/U fwd.) e parecem atraentes em relação aos pares emergentes. No acumulado do ano, o principal ETF do país recebeu fluxos de investimento de ~33% do AUM, mostrando uma importante criação de cotas. Por sua vez, até o momento da temporada de resultados corporativos do terceiro trimestre, 58% das empresas da Bovespa divulgaram seus resultados, apresentando surpresas positivas tanto em vendas quanto em lucros. Embora as vendas tenham crescido, os lucros contraíram ~11,8%. Passando para o lado político, apesar do recurso de Bolsonaro, o Supremo Tribunal Federal confirmou sua sentença de 27 anos. Por sua vez, Lula da Silva afirmou que concorrerá à reeleição no próximo ano, enquanto o governador de São Paulo, Tarcísio di Freitas, declarou que anunciará em fevereiro se será candidato ou não. No âmbito internacional, o presidente brasileiro pressionou seu homólogo americano para avançar nas negociações comerciais e reduzir as tarifas que o maior país da América Latina enfrenta. No lado fiscal, foi aprovada a reforma tributária que isenta do imposto de renda pessoas que ganham R\$ 5.000 ou menos por mês, aumentando a alíquota para aqueles que recebem mais de R\$ 600.000 por ano. Essa reforma não será totalmente neutra sobre a receita fiscal, e outras medidas foram propostas para compensar, como o aumento da alíquota para empresas de Fintech, casas de apostas, entre outras. De cara às eleições, e confirmado sua participação, o executivo está atento aos seus níveis de aprovação; de acordo com um conjunto de 7 pesquisas, a desaprovação sobe para 45%, mas a aprovação também aumenta para 33,6%, diminuindo a proporção de pessoas que avaliam o governo como “regular”. Nesse sentido, é provável que sejam feitos anúncios populistas por parte do governo, o que poderia ter consequências fiscais. No entanto, a regra fiscal não permite um grande desacoplamento devido ao crescimento dos gastos permitidos e, com esses níveis de aprovação, Lula pretende obter ~40% dos votos no segundo turno. Com tudo isso, as valorizações do mercado brasileiro continuam descontadas, antecipa-se uma mudança no setor político no comando do executivo, continuam os influxos de investidores estrangeiros e, à medida que se aproxima o primeiro corte nas taxas, isso provocará uma maior alocação por parte dos investidores locais em ações, dando um suporte adicional. Por isso, decide-se **aumentar a OW em ações brasileiras.**

No **México**, o mercado acionário deu uma guinada de 180° em relação ao mês anterior, passando de líder em retornos na região em setembro para o pior desempenho em outubro, sendo também o único no vermelho, com uma perda de 1,6%. Em relação à economia, o PIB do terceiro trimestre confirmou as expectativas de contração, registrando uma queda anual de 0,2%. O recuo concentrou-se principalmente no setor secundário, com fraqueza na indústria — cujo IMEF de outubro permaneceu abaixo de 50 pontos —, além de quedas na construção, mineração e energia. Embora as

revisões de crescimento em geral sejam relativamente positivas para a segunda maior economia da região, elas oscilam entre 0,3% e 1%, o que sugere um crescimento modesto da economia para 2025, de acordo com o Banxico e outros organismos internacionais. Ainda assim, em termos de preços, a inflação deu um respiro ao país durante o mês; o registro *geral* de outubro continua sem apresentar pressões e ficou em 3,6% ao ano. Embora existam certas pressões em relação às expectativas de inflação subjacente, que ficou em 4,3% ao ano em outubro, as expectativas para um ano permanecem estáveis e dentro da meta do Banxico. No que diz respeito à política monetária, o Banxico reduziu em 25 pontos-base a taxa de referência, situando-a em 7,25% e em linha com as expectativas. Apesar do recente corte *hawkish* do Fed, o Banxico manteve seu tom *dovish* ao reforçar um viés expansionista mais claro do que nas reuniões anteriores, após indicar explicitamente que avaliará a redução da taxa de referência em sua próxima reunião, perfilando-se para deixar a taxa de juros em 7,00% no final do ano. Do lado do mercado, embora as valorizações pareçam atraentes ao serem negociadas abaixo de sua média de 5 anos em termos de P/U *fwd.*, foram registradas fortes saídas do principal ETF do país em ~23% do AUM. Com relação aos relatórios corporativos, com as 35 empresas do MEXBOL já tendo apresentado resultados, o terceiro trimestre fechou com um tom sólido em lucros e vendas. Para o próximo ano, as *orientações* das empresas começam a melhorar. No lado político, as negociações com os EUA no âmbito do T-MEC têm sido mais complexas do que o previsto, com avanços e tensões que refletem o delicado equilíbrio entre os dois países. Entre os marcos positivos, destaca-se o adiamento do aumento das tarifas de 25% para 30% sobre bens fora do tratado, medida bem recebida pelo mercado. Além disso, a discussão no Congresso sobre o pacote de tarifas para países sem tratado de livre comércio, incluído no orçamento de 2026 no valor de 10,1 trilhões de pesos, foi adiada para o final de novembro, o que pode significar novas pressões inflacionárias. No entanto, o panorama também apresenta desafios: entraram em vigor as tarifas sobre as importações de caminhões, afetando diretamente o México, já que cerca de 80% dos caminhões importados pelos EUA vêm desse país, o que poderia tensionar novamente a relação bilateral. A isso se soma o assassinato do prefeito Carlos Manzo, fato que desencadeou graves protestos e que, embora não tenha tido impacto nos mercados, poderia ser usado politicamente por Trump para endurecer sua postura em relação ao T-MEC. No front interno, apesar da alta aprovação da atual presidente Claudia Sheinbaum (70%), sua desaprovação tem mostrado um aumento gradual desde março. Assim, com um panorama econômico e político volátil no final do ano, juntamente com uma deterioração no *momentum* das ações e saídas de fluxos, **a OW decidiu neutralizar a posição em ações mexicanas**, apesar das perspectivas mais positivas para 2026.

No **Chile**, o mercado acionário continuou atingindo sucessivos máximos históricos durante outubro e o IPSA subiu 7,3% em dólares americanos, acompanhando o preço do cobre, que ganhou 4,8% no mês, e o peso chileno, que se valorizou 2,1%, apesar da força global do dólar. A atenção do mercado continua voltada para as eleições, nas quais o cenário base continua sendo a passagem para o segundo turno da candidata do governo e do candidato republicano. No entanto, diminui a probabilidade de que este último seja derrotado por candidatos mais radicais e torna-se mais provável que a composição resultante do Congresso seja com maioria da direita em ambas as câmaras. Se esse resultado se concretizar, o mercado chileno pode continuar em alta, partindo do princípio de que a candidata do partido no poder seria derrotada no segundo turno em dezembro. Nesse contexto, ainda há investidores esperando para entrar no mercado local assim que a incerteza política for dissipada, assim como há decisões empresariais de investimento em espera diante dessa baixa visibilidade. Em termos de crescimento, a atividade mensal em setembro registrou 3,2% ao ano, em linha com as expectativas e impulsionada pelos setores de comércio e serviços. Embora o quarto trimestre do ano deva ser positivo devido a um efeito calendário favorável, uma melhora na confiança provocada por um executivo e um legislativo mais pró-mercado pode desencadear revisões para cima nas projeções para 2026. Atualmente, o mercado espera que o PIB do Chile cresça 2,3% no próximo ano, dado que vem sendo corrigido para cima desde 2% em junho

deste ano. Embora em sua reunião de outubro o Banco Central tenha mantido a taxa de referência e transmitido uma mensagem cautelosa, a surpresa na inflação do mês dá margem para retomar as reduções em dezembro e levar a taxa de política monetária para 4,50%. Isso daria um suporte adicional ao crescimento e ao mercado acionário. Dessa forma, e com vistas a 2026, restaria uma redução de 25 pontos-base para atingir o nível de taxas neutras. Do lado do mercado, as valorizações continuam sendo negociadas marginalmente abaixo de suas médias de 10 anos (razão P/U *fwd.*), e em outubro continuou a entrada de fluxos de investimento no conjunto de ETFs, que se exacerbou no decorrer de novembro. Por sua vez, as Administradoras de Fundos de Pensões foram compradoras líquidas de ações locais por quase US\$ 200 milhões durante outubro. Com relação a os relatórios corporativos, mais de 60% das empresas do IPSA publicaram seus resultados do terceiro trimestre, mostrando um crescimento nas vendas e, em média, bastante em linha com o esperado pelo mercado. A orientação para 2026 é positiva. Assim, o mercado estará atento ao resultado do primeiro turno das eleições, mas, se houver um cenário favorável, os investidores - estrangeiros e locais - melhorarão suas perspectivas em relação às ações chilenas, enfrentando poucas pressões de venda. Nesse sentido, **decide-se manter overweight as ações chilenas**, a partir de uma posição neutra.

Na **Colômbia**, outubro foi um mês repleto de desafios, tanto a nível local como internacional. Em termos de crescimento econômico, o Banco Central (BanRep) prevê uma aceleração de 2,6% no PIB para 2025, inferior aos 2,7% projetados anteriormente. Paralelamente, a atividade econômica decepciona ao se situar em 2,0% ao ano, seu nível mais baixo nos últimos quatro meses e abaixo dos 3,2% esperados pelo mercado. O desempenho desanimador se justifica principalmente pelas contrações nos setores de mineração e petróleo, bem como na indústria manufatureira e de construção. Ao mesmo tempo, as vendas no varejo em agosto cresceram 12,4% ao ano, abaixo dos 13,2% esperados pelo mercado, mas ainda mostrando resiliência por parte da demanda interna. Nesse cenário e em linha com o que era esperado, o BanRep decidiu manter a taxa de referência em 9,25% em sua reunião de outubro, que acumula quatro meses consecutivos inalterada e com projeções de que encerre o ano nesse mesmo nível. Após a reunião, e em linha com o esperado, tanto a inflação de setembro quanto a de outubro ficaram acima de 5% ao ano (5,2% e 5,5%, respectivamente), completando quatro meses de alta e justificando a postura *hawkish* da autoridade monetária até o final de 2025. O panorama fiscal alarmante reforça essa postura restritiva. Diversas análises alertam que o déficit fiscal pode aumentar nos últimos meses do ano, situando-se entre 7,3% e 7,8% do PIB, níveis considerados sem precedentes. Eses números coincidem com as estimativas do Banco da República e do Fundo Monetário Internacional, que calculam um desequilíbrio próximo a 7,5% do PIB. A rápida expansão dos gastos e o aumento recorde da dívida — que deve ultrapassar 61,3% do PIB até o final deste ano — elevaram o custo do financiamento, pressionando as taxas de juros e complicando a reativação econômica. No plano político, a empresa Cifras y Conceptos publicou a primeira pesquisa de intenção de voto para as eleições presidenciais de 2026, marcando assim a reabertura das pesquisas e o reinício formal da corrida presidencial após o fim da “lei da mordaça” que as havia suspendido até 31 de outubro. No entanto, a incerteza sobre o rumo eleitoral continua elevada, por se tratar do primeiro estudo divulgado após o levantamento do voto. A isso se soma a deterioração das relações com os Estados Unidos, principal parceiro comercial do país, que formalizou a descertificação do governo de Gustavo Petro na luta contra as drogas e anunciou sanções contra o presidente, sua esposa, seu filho e o ministro do Interior, Armando Benedetti, ao incluí-los na lista Clinton (OFAC) por supostas ligações com o narcotráfico. Washington acusa Petro de permitir a expansão dos cartéis e de estreitar laços com o regime de Nicolás Maduro sob sua política de “Paz Total”. Embora os EUA tenham reiterado seu apoio às instituições colombianas, afirmaram que a medida responde à incompetência do presidente e de seu círculo próximo. Este golpe político continua abrindo espaço para que a direita seja vista como uma opção atraente para a corrida presidencial, aproveitando o desgaste da imagem do presidente Petro e o aumento do descontentamento dos cidadãos.

Apesar deste cenário turbulento, o mercado de ações colombiano continua com seu impressionante desempenho em 2025, rendendo 8,2% em outubro e mais de 70% no acumulado do ano. Além disso, as valorizações continuam atraentes, cotando abaixo da média de dez anos na relação P/U *fwd.*, e durante o último mês foram observadas saídas leves de fluxos de ~0,5% do conjunto de ETFs. Assim, apesar de o mercado acionário manter seu sólido *momentum*, os desafios fiscais, políticos e inflacionários continuam se agravando, pelo que **se decide manter a posição neutra em ações colombianas.**

No **Peru**, a economia mantém sua trajetória destacada em relação aos seus pares da região, com uma atividade econômica em agosto que cresceu 3,2% ao ano e acima das expectativas de 3,1%. Diante disso, o FMI ajustou para cima sua projeção de crescimento do país para 2025, de 2,8% para 2,9%, acima da média da região (2,4%). Isso se deve a um ritmo de crescimento superior dentro do novo ciclo de preços altos dos minerais, especialmente do cobre, do qual o país é o segundo maior produtor mundial, junto com o ouro. Por outro lado, a inflação em outubro desacelerou para 1,4% ao ano, abaixo do esperado pelo mercado e dentro da faixa tolerada pelo Banco Central, onde se espera que se mantenha até o final de 2025. Quanto à situação fiscal, os gastos do Estado ainda superam suas receitas, com o déficit fiscal mantendo-se em 2,4% do PIB em setembro. Embora se espere um novo descumprimento da meta de 2,2% pelo terceiro ano consecutivo, vê-se uma clara intenção por parte do país de cumprir sua regra fiscal. Em relação à política monetária, e em linha com as expectativas, o Banco de Reserva (BCRP) manteve a taxa de referência em 4,25%. A decisão, conforme descrito pelo BCRP, se justifica ao considerar que a taxa atual se mantém “muito próxima do nível estimado como neutro”, pelo que se espera que permaneça inalterada até o final deste ano. Após a destituição de Dina Boluarte da presidência por “incapacidade moral permanente”, assumiu José Jerí, até então presidente do Congresso, que exercerá o cargo de forma transitória até as eleições de abril de 2026. A nomeação do advogado de 38 anos marca o oitavo presidente do país na última década. Apesar de uma entrada barulhenta, marcada por protestos e uma moção de censura impulsionada pela esquerda, espera-se que Jerí permaneça no cargo. O Congresso rejeitou sua destituição, e o presidente interino ratificou que não renunciará, garantindo que sua prioridade é manter a estabilidade do país. No lado político, o Peru anunciou o rompimento das relações diplomáticas com o México, congelando assim a aliança do Pacífico e agravando as tensões na região. A medida vem depois que o governo mexicano decidiu conceder asilo à ex-primeira-ministra peruana Betssy Chávez, acusada de cumplicidade no autogolpe do ex-presidente peruano Pedro Castillo. Isso injeta uma nova fonte de incerteza no país, onde, embora se espere que o presidente cumpra seu mandato interino, o tempo limitado que o atual governo tem devido às próximas eleições presidenciais dificulta sua manobrabilidade para lidar com essa questão. Além disso, no cenário eleitoral, a intenção de voto continua fragmentada. De acordo com a última pesquisa Ipsos, Rafael López Aliaga (RLA) continua liderando a pesquisa com 9%, seguido por Keiko Fujimori e Mario Vizcarra, ambos com 7%. No entanto, o voto em branco ou nulo continua sendo a opção predominante, com 37%. Embora a alta fragmentação do eleitorado continue, a direita permanece firme com RLA e Fujimori na liderança, reiterando a tendência para uma virada política pró-mercado. Apesar desse cenário político turbulento, o mercado acionário rendeu 4,6% em dólares em outubro, com valorizações ainda atraentes que permanecem abaixo da média de 5 anos na relação P/U *fwd.* Além disso, observou-se entradas de fluxos no mês de 11,8% do AUM para o principal ETF do país, que já acumula mais de 40% de *inflows* no acumulado do ano. Assim, com uma economia que se mantém firme e um mercado que amplia seu bom *momentum*, mas com novas fontes de incerteza política diante das próximas eleições presidenciais, **decide-se realizar lucros e levar a posição em ações peruanas de OW para neutra.**

Na **Argentina**, e contra todas as previsões, o partido do governo obteve uma vitória esmagadora nas eleições legislativas de 26 de outubro. O partido do presidente Javier Milei, La Libertad Avanza (LLA), obteve 40,7% dos votos a nível nacional,

muito acima dos 31,7% alcançados pela Fuerza Patria (FP). Ele triunfou em 15 das 24 províncias, sendo a mais surpreendente a de Buenos Aires — bastião do peronismo —, onde há menos de dois meses havia perdido por mais de 13 pontos. No plano legislativo, as eleições modificaram significativamente a composição do Congresso argentino; LLA e o PRO consolidaram sua presença, passando de 79 para 110 cadeiras na Câmara dos Deputados, enquanto na Câmara Alta a coalizão governista também registrou um avanço, aumentando de 13 para 24 senadores, diante de um leve, mas importante, declínio do peronismo (de 34 para 28), que, pela primeira vez em 42 anos, fica longe do controle do Senado. Agora, neste novo cenário, nenhum bloco terá quórum próprio, portanto, embora o governo tenha obtido um terço dos assentos para vetar leis, será obrigado a negociar com os outros partidos e províncias para poder estabelecer mudanças significativas. Paralelamente, o panorama macroeconômico é mais animador do que nos meses anteriores. A atividade econômica acelera e cresce 0,3% mensalmente em agosto, sendo o primeiro dado positivo desde abril, justificado pelo bom desempenho da intermediação financeira e da mineração. Em termos de preços, a inflação de setembro ficou em linha com as expectativas de 2,1% mensalmente. Embora se espere uma ligeira aceleração em outubro (2,3%), após as eleições, as expectativas para o final do ano foram reduzidas. Assim, o Instituto Nacional de Estatísticas e Censos (INDEC), juntamente com especialistas consultados, antecipa que a inflação fechará o ano em 29,6% ao ano, consolidando a desaceleração significativa em relação ao ano anterior. No front cambial, o Ministério da Economia saiu a desmentir os rumores sobre uma iminente modificação do esquema de bandas, reafirmando que o regime atual — com um deslizamento de 1% mensal e uma faixa entre \$932 e \$1.500 por dólar — permanecerá inalterado pelo menos até 2027, em linha com o expresso pelo presidente Milei. O esclarecimento visa reforçar a previsibilidade do programa econômico após os rumores que circularam após a reunião do ministro Caputo com investidores em Nova York, onde teria sido mencionada a possibilidade de elevar o ritmo de ajuste para 1,5% mensal. Nesse contexto, o risco-país reduziu-se drasticamente para 550 pontos, de níveis próximos a 1.100 em menos de duas semanas, refletindo uma melhora significativa na percepção do risco soberano. Em matéria monetária, as taxas nominais, tanto de curto como de longo prazo, continuaram a descer: a taxa de curto prazo, que chegou a atingir 100% nominal anual nos dias que antecederam as eleições, opera hoje em torno de 21%, enquanto a taxa a 30 dias caiu de 70% nominal anual em outubro para níveis próximos de 33%. No entanto, o mercado mantém críticas à política cambial, uma vez que o ritmo de ampliação de 1% mensal dificulta a acumulação de reservas: cada vez que o Tesouro tenta comprar divisas para fortalecer a posição do Banco Central, o tipo de câmbio se aproxima rapidamente do teto da banda, limitando a margem de intervenção e reduzindo a eficácia do esquema atual. Do lado do mercado, após a vitória do partido governista, os mercados reagiram fortemente na abertura do dia seguinte à eleição; o ARS valorizou ~10% e o Merval ~20% em moeda local. Diante disso, o país registrou a maior alta intradiária do mercado de ações de sua história, fechando o mês de outubro com mais de 60% de retorno em dólares e superando amplamente a rentabilidade mensal dos mercados emergentes e desenvolvidos. No entanto, se levarmos em conta o panorama das ações no acumulado do ano, o mercado de ações em dólares argentinos continua atrasado (Merval ~-14%), pelo que será fundamental a gestão do governo tanto a nível de mercado como econômico e político para resolver a questão cambial e recuperar as perdas. Em termos de fluxos, após quatro meses consecutivos de saídas, foram registradas entradas de fluxos no principal ETF de cerca de 25% de seu AUM, refletindo novamente a confiança e a atratividade de investir no país. Assim, apesar de um panorama econômico e monetário mais claro e favorável após as eleições, persiste certa incerteza quanto à evolução da política cambial, pelo que se decide **manter a posição neutra em ações argentinas.**

CHINA: Decisão de manter o *overweight* em ações chinesas

Outubro foi um mês volátil, marcado por vários eventos que afetaram o mercado acionário chinês. Nesse contexto, as ações recuaram 3,9% em dólares (MSCI China), embora as quedas tenham encontrado algum suporte diante de um renovado interesse internacional pelas ações.

No âmbito político, a Quarta Sessão Plenária deu sinais positivos: as autoridades reafirmaram o foco na tecnologia e no impulso da demanda interna, tanto do lado do consumo quanto do investimento. Embora não tenham sido estabelecidas metas quantitativas, as diretrizes qualitativas apontam na direção certa para apoiar a recuperação econômica.

No lado geopolítico, as tensões comerciais com os EUA voltaram a dominar a agenda. Apesar do aumento das fricções e das declarações contraditórias, finalmente foi alcançado um novo acordo comercial, em linha com nossas expectativas de que um distanciamento total entre as duas economias é improvável. Após a reunião entre Xi Jinping e Donald Trump, os dois líderes concordaram em manter a trégua comercial por um ano, abordando principalmente a suspensão dos controles sobre terras raras por parte da China e o aumento das importações agrícolas, enquanto os EUA reduzirão a tarifa sobre o fentanil (de 20% para 10%) e suspenderão as restrições aos semicondutores. A trégua entrou em vigor em 10 de novembro, de acordo com agências governamentais chinesas.

Na frente econômica, os dados mostraram um desempenho desigual. O PIB cresceu 4,8% ao ano no terceiro trimestre de 2025, desacelerando pelo segundo trimestre consecutivo, e as projeções para 2025 e 2026 permanecem em 4,9% e 4,3%, respectivamente. As exportações, que têm sido o principal motor do crescimento, contraíram 1,1% ao ano em outubro, reforçando a necessidade de manter os estímulos econômicos. Os PMIs RatingDog (ex-Caixin) de manufatura e serviços permaneceram em zona expansiva, embora com ligeiras quedas em relação ao mês anterior. Enquanto isso, a inflação surpreendeu ao subir 0,2% ao ano em outubro e sair do terreno contrátil, impulsionada pelos preços do vestuário e uma menor queda nos alimentos. A inflação subjacente avançou 1,2%, seu maior nível em 20 meses. Por sua vez, o Banco Central manteve suas taxas de 1 e 5 anos em 3,00% e 3,50%, respectivamente, na reunião de outubro.

Apesar do recuo do mercado acionário, os fluxos para ações chinesas continuam positivos. De acordo com a EFPR, a China registrou a terceira maior entrada semanal de fluxos do ano (US\$ 9,1 bilhões) até 5 de novembro, enquanto as ações, embora continuem sendo negociadas com valorizações acima de sua média histórica de 5 anos na relação P/U *fwd.*, operam mais folgadas do que no mês anterior. Em relação à temporada de relatórios corporativos, cerca de 90% das empresas já divulgaram seus resultados do terceiro trimestre, mostrando crescimento tanto nas vendas quanto nos lucros, embora ambos com surpresas negativas. Daqui para frente, a Factset espera uma expansão dos lucros de 14% para 2026 e 2027.

No contexto de fluxos positivos e um ambiente político e geopolítico favorável, em que o governo está de olho no mercado de ações e em valorizações mais confortáveis, **decide-se manter o overweight em ações chinesas**, apesar dos sinais mistos dos dados econômicos.

ÁSIA EMERGENTE EXCLUINDO A CHINA: Mantém-se a posição neutra

A Ásia emergente, exceto a China, foi a região com melhores retornos a nível global em outubro, mas novamente com disparidade. A Coreia do Sul continuou a apresentar *um desempenho superior*, enquanto a Índia e Taiwan apresentaram retornos positivos, mas de menor magnitude. Apesar das valorizações ajustadas nos principais países da região, o *momentum* das ações da Coreia do Sul nos leva a repensar a alocação, juntamente com melhores perspectivas

econômicas e projeções de lucros. A entrada de fluxos concentrou-se nesse mercado, mesmo que os outros continuem se beneficiando da realocação de ativos globais.

A Índia mantém uma relação tensa com os EUA, sem avanços concretos. Donald Trump anunciou que visitará o país em 2026 e afirmou que as negociações comerciais “estão indo bem”. No entanto, não é a primeira vez que ambas as partes sugerem um acordo próximo. Inicialmente, em meio à incerteza comercial, a Índia foi considerada uma das grandes vencedoras e uma das primeiras a chegar a um acordo com Trump, mas seis meses depois ainda não existe um quadro definido, ao contrário do Japão, Coreia do Sul e China. Em nossa opinião, as negociações continuarão paralisadas. Uma delegação indiana viajará a Moscou em 11 de novembro para continuar diversificando suas fontes de importação, o que poderia manter as tensões com os EUA, que insistem que a Índia reduza as compras da Rússia. Na frente trabalhista, cada vez mais empresas diminuem as ofertas de emprego que exigem vistos H-1B, devido ao aumento de seus custos, afetando especialmente o mercado indiano. Em nível macroeconômico, a Índia mantém o dinamismo, com uma projeção de expansão anual de 7,0% no terceiro trimestre, moderando em relação ao segundo, mas ainda sólida. Os indicadores PMI de manufatura e serviços permanecem em terreno expansivo em outubro. Em relação aos preços, a inflação caiu para 0,3% ao ano em outubro, aproximando-se de 0% e afastando-se da meta do Banco Central (4,0%). A autoridade monetária manteve a taxa de referência em 5,50% durante outubro e, embora haja espaço para um corte em dezembro, mantém uma postura cautelosa. Nos mercados, as ações indianas avançaram 4,4% (MSCI) em outubro, embora tenham apresentado um desempenho inferior ao de seus pares regionais. Embora não sejam identificados catalisadores claros no curto prazo, as valorizações estão acima da média na relação P/U fwd. De acordo com dados da EPFR, foram registrados saídas de fluxos por nove semanas consecutivas até 5 de novembro de ETFs e fundos. Finalmente, passando para a temporada de relatórios corporativos, 85% das empresas já apresentaram seus resultados, registrando crescimento de lucros e vendas. Para 2026, prevê-se uma expansão dos lucros de 15% em relação aos seus pares emergentes e, durante o último mês, o dado foi corrigido para cima. No contexto de valorizações ajustadas, saídas de fluxos, mas fundamentos macro e corporativos sólidos, **decide-se manter as ações indianas neutras.**

O impulso das ações **sul-coreanas** continua imparável. Durante o mês de outubro, as ações subiram 22%, liderando os retornos a nível global, enquanto o won se desvalorizou 1,8% em relação ao dólar. No âmbito geopolítico, a visita de Donald Trump reforçou a relação bilateral com os EUA, mantendo-se em vigor o acordo de segurança e cooperação comercial, que prevê um investimento sul-coreano total de US\$ 150 bilhões, com um limite anual de US\$ 20 bilhões nos EUA. Paralelamente, o presidente Lee Jae-myung e Xi Jinping restabeleceram as relações diplomáticas entre a Coreia do Sul e a China durante a cúpula da APEC, adotando uma abordagem pragmática. Em matéria fiscal, Lee Jae-myung anunciou uma expansão do orçamento para 2026 de 8,1% ao ano, com ênfase em inteligência artificial e defesa nacional. Assim, após um 2024 marcado pela instabilidade política, a Coreia do Sul posiciona-se hoje com um ambiente político e geopolítico mais favorável. Na frente corporativa, a Nvidia assinou acordos em infraestrutura e semicondutores com a Samsung, SK Hynix e Hyundai, três empresas que juntas representam cerca de 50% do MSCI Coreia do Sul. Do ponto de vista econômico, o PIB cresceu 1,7% ao ano no terceiro trimestre, seu melhor registro em cinco trimestres, impulsionado pelo setor manufatureiro e exportador. Prevê-se que o crescimento acelere para 1,9% em 2026, ante os 1,0% esperados para 2025, apoiado na recuperação da confiança do consumidor e dos investidores após a crise política e a imposição da lei marcial em 2024. A inflação subiu para 2,4% ao ano em outubro, pressionada pela desvalorização do won e pelo aumento dos preços da energia e dos alimentos, embora ainda próxima da meta do Banco Central (2,0%). Neste contexto, a autoridade monetária manteve a taxa de referência em 2,50% durante outubro. Embora haja margem para um corte, o mercado reduziu as expectativas de flexibilização nos próximos 12 meses para evitar uma alta nos preços do

setor imobiliário e apoiar a moeda. Nos mercados financeiros, as ações sul-coreanas acumulam um retorno de ~USD 80% no acumulado do ano (até 7 de novembro) e, embora o potencial de alta tenha se moderado, ainda existem fundamentos para sustentar o impulso. No curto e médio prazo, dois catalisadores se destacam: (i) o fechamento de posições vendidas internacionais, com uma exposição ainda *underweight*, e (ii) a nomeação do novo presidente do Serviço Nacional de Pensões (NPS), cuja postura em relação ao aumento da exposição às ações nacionais poderia impulsionar o mercado, em linha com o objetivo do presidente Lee de levar o Kospi a 5.000 pontos, dos atuais 4.073. Após fortes altas, as valorizações superam sua média de 5 anos na relação P/U *forward*, embora a entrada de fluxos permaneça sólida. De acordo com a EPFR, a Coreia do Sul registrou a segunda maior entrada semanal do ano, de US\$ 1,1 bilhão até 5 de novembro. Em outubro, observou-se entradas líquidas n , equivalentes a 6,6% do AUM do principal ETF, juntamente com fluxos positivos em diferentes prazos. Em relação aos resultados corporativos, cerca de 70% das empresas divulgaram os resultados do terceiro trimestre, destacando-se o crescimento dos lucros e das vendas com surpresas positivas. De acordo com a FactSet, espera-se que os lucros das empresas do índice MSCI cresçam 38% em 2026 e 14% em 2027, ambos acima de seus pares emergentes. Em resumo, apesar das altas valorizações e do risco de correção após fortes altas, o sólido *momentum* das ações, os fluxos persistentes, as notícias corporativas favoráveis e os catalisadores de curto e médio prazo, **decidimos elevar as ações sul-coreanas de neutras para overweight**.

Taiwan enfrenta diversos fenômenos meteorológicos que refletem a pressão das mudanças climáticas. Espera-se que o tufão Fung Wong atinja o continente na quarta-feira, 12 de novembro, ameaçando a infraestrutura da ilha, o bem-estar da população e a produção de semicondutores, dada a sua trajetória. No âmbito corporativo, a Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. (TSMC) registrou em outubro seu menor crescimento mensal de receita em 18 meses, o que pressiona as perspectivas da empresa após um ano marcado pela aceleração das compras de estoques diante das tarifas impostas pelo governo Trump. Do ponto de vista macroeconômico, a economia taiwanesa manteve sua força impulsionada pelo setor de tecnologia, com uma expansão anual de 7,6% no terceiro trimestre, apoiada pela inteligência artificial e pelas exportações. Esse desempenho levou a uma revisão para cima da projeção de crescimento para 2025, para 5,2%, embora se antecipe uma desaceleração para 2,5% em 2026. Em relação aos preços, a inflação acelerou para 1,5% ao ano em outubro. Embora os preços das moradias exerçam pressão, a inflação mantém uma trajetória convergente em direção à meta de 2,0% do Banco Central. Com vistas à reunião de política monetária de dezembro, espera-se que a autoridade mantenha a taxa de referência em 2,00%, enquanto o mercado já descontou um possível corte nos próximos 12 meses. Passando para o mercado, as ações taiwanesas subiram 6,2% em dólares em outubro, registrando um desempenho superior ao de seus pares, enquanto o dólar taiwanês se desvalorizou 0,9% em relação ao dólar americano. As ações são negociadas acima de sua média histórica na relação P/U *fwd.*, parecendo caras tanto em termos absolutos quanto relativos. Ao mesmo tempo, observa-se uma leve entrada líquida de fluxos de 0,9% do AUM durante o último mês, após dois meses consecutivos de fluxos estáveis. No que diz respeito aos relatórios corporativos, cerca de 65% das empresas divulgaram seus resultados do terceiro trimestre, destacando o crescimento dos lucros e das vendas. Daqui para frente, prevê-se uma expansão dos lucros de 20% e 19% para 2026 e 2027, respectivamente. Assim, apesar da solidez do setor de semicondutores, **decide-se manter neutra a exposição em ações taiwanesas**, diante dos riscos na produção desses produtos, avaliações ajustadas e fluxos estáveis.

A Indonésia continua com alta incerteza em sua política interna. Algumas pesquisas não oficiais apontam uma queda na aprovação presidencial de 79% para 59% entre fevereiro e outubro; no entanto, a única pesquisa publicada desde fevereiro aponta uma queda leve para 78% de aprovação. Na mesma linha, mas continuando com os dados macroeconômicos, as políticas governamentais no mercado de trabalho são classificadas como “soluções

improvisadas”, depois que, durante o terceiro trimestre, o desemprego aumentou para 4,9% e as condições de trabalho continuam fracas para o emprego juvenil. O crescimento econômico desacelerou na margem para 5,0% de 5,1% no trimestre anterior, após uma moderação do consumo privado. Nessa linha, destaca-se a dificuldade do governo em impulsionar a economia e a confiança dos consumidores. Do lado da inflação, ela acelerou para 2,9% ao ano em outubro, perto de atingir a meta do Banco Central de 3,0%. Por sua vez, a autoridade monetária decidiu manter a taxa de referência em 4,75% na reunião de outubro, embora ainda haja espaço para flexibilização. Passando para o mercado, as ações subiram 4,0% em outubro, enquanto a rupia se valorizou marginalmente. As ações são negociadas com valorizações atraentes na relação P/U *fwd.*, mas durante o último mês os fluxos permaneceram estáveis e o crescimento dos lucros se ajusta à baixa e para 2026. Nesse contexto de mercado com avaliações atraentes, dados mistos e ruídos políticos, **decidimos manter neutra a exposição às ações indonésias.** Por outro lado, o mercado **tailandês** rendeu 2,6% em dólares americanos em outubro, registrando um desempenho inferior ao de seus pares da região, enquanto o baht se valorizou 0,4% em relação ao dólar. No futuro, as perspectivas para a Tailândia continuam deprimidas. Mais recentemente, o país decidiu suspender o acordo de paz com o Camboja, condição relevante nas negociações comerciais com os EUA. Aumentando o risco em duas frentes geopolíticas: (i) armamento e hostilidades com o Camboja e (ii) comercial e eventual reversão de tarifas com os EUA. Do lado macroeconômico, espera-se um crescimento econômico nulo durante o terceiro trimestre e uma expansão de 2,1% e 1,8% para 2025 e 2026, respectivamente. A inflação contraiu 0,8% ao ano em outubro, mantendo-se em terreno negativo pelo sétimo mês consecutivo. Por sua vez, o Banco Central manteve a taxa de referência em 1,5% em sua reunião de outubro, surpreendendo, já que se previa um corte de 25 pontos-base. A autoridade afirmou que está preparada para ajustar a política monetária conforme necessário, pressionando as perspectivas de cortes futuros e mantendo uma postura de dependência *de dados*, com um novo governador à frente do Banco Central. Do lado do mercado, as ações registraram uma queda de 2,1% em dólares até 10 de novembro no acumulado do ano, um desempenho inferior ao de seus pares, o que faz com que as avaliações continuem sendo negociadas de forma atraente na relação P/U *fwd.* em relação à sua média histórica. No entanto, observam-se saídas de fluxos do principal ETF de 2,5% do AUM durante o último mês, enquanto a projeção de lucros é corrigida para baixo para 2026. Assim, dadas as pressões deflacionárias, a incerteza política e a saída de fluxos, **decide-se manter o *underweight* em ações tailandesas.**

EMEA

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

As ações **sul-africanas** registraram um *desempenho inferior* em relação aos pares regionais e caíram 0,1% em outubro, em meio à perda de *momentum* do ouro durante o mês. Embora o ouro tenha rendido 4,9% no mês, registrou alta volatilidade e teve a maior correção intradiária em mais de uma década. Enquanto isso, o ZAR se desvalorizou 0,4% em relação ao dólar. No âmbito econômico, o índice PMI manufatureiro caiu para terreno contrativo em outubro (48,8 pontos) e o FMI corrigiu para baixo as perspectivas de crescimento econômico para 2026. Quanto à inflação, ela acelerou para 3,4% ao ano em setembro, mas permanece próxima do limite inferior da meta (3-6%). De cara para a reunião de política monetária em novembro, a autoridade teria espaço para cortar a taxa de referência, após mantê-la em 7,00% na reunião de setembro. No âmbito político, o Governo de Unidade Nacional se comprometeu a acelerar as reformas, embora ainda não se vejam avanços concretos. No lado do mercado, as ações são negociadas com valorizações em torno de sua média na relação P/U *fwd.*, enquanto as expectativas de crescimento dos lucros são corrigidas para cima durante o último mês para o próximo ano e, durante o mesmo período, observam-se entradas de fluxos no principal ETF

de 16% do AUM. No contexto de perspectivas econômicas mais fracas, valorizações em torno da média e política interna ainda em impasse, **decide-se manter as ações sul-africanas em neutro**, considerando a alta correlação do mercado acionário com o ouro.

As ações **turcas** encerraram o mês com uma queda de 0,4% em dólares, registrando um desempenho inferior ao de seus pares da região em outubro. A lira turca, por sua vez, desvalorizou-se 1,1% em relação ao dólar no mesmo mês. O sentimento dos investidores melhorou depois que um tribunal turco rejeitou a ação contra o principal partido da oposição, diminuindo o ruído político interno. No entanto, o sentimento de repressão política permanece, enquanto um e e fiscal pede uma pena de prisão de mais de 2.000 anos para o prefeito de Istambul, Ekrem Imamoglu, que foi preso em março. No âmbito macroeconômico, o índice PMI recuou para 46,5 pontos em outubro e acentuou sua queda em terreno contrativo. Por sua vez, a inflação desacelerou mais do que o esperado, para 32,9% ao ano em outubro, registrando o nível mais baixo desde novembro de 2021. O Banco Central reduziu a taxa de referência em 100 pontos-base, para 39,50%, em sua reunião de outubro, e deve continuar com a flexibilização monetária nos próximos 12 meses. Em relação ao mercado, as ações são negociadas com valorizações ajustadas na relação P/U *fwd.*, enquanto se observa uma entrada líquida de fluxos de investimento de 2,9% do AUM durante o último mês. Ao mesmo tempo, as projeções de crescimento dos lucros são ajustadas para cima para este ano e o próximo. Neste contexto, dados econômicos fracos, valorizações ajustadas e risco político, mas entrada de fluxos e lucros que se corrigem para cima, **decide-se manter neutra a exposição às ações turcas**.

Em outubro, as ações **sauditas** subiram 0,9% em dólares americanos, registrando um desempenho inferior ao de seus pares da região. Enquanto isso, o petróleo Brent recuou 4,0% em dólares no mesmo mês. Quanto às valorizações, elas são negociadas a 15,5 vezes no índice P/U *fwd.* em relação à sua média de 5 anos, enquanto se observam saídas líquidas de fluxos de investimento para o principal ETF de 5% do AUM durante o último mês. Por sua vez, em sua reunião de novembro, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciou um aumento adicional na produção de petróleo para dezembro. No entanto, comunicou uma pausa na normalização da produção para o primeiro trimestre de 2026, apontando fatores sazonais como uma menor demanda pela *commodity* durante esses meses. No âmbito econômico, o índice PMI manufatureiro melhorou para 60,2 pontos em outubro, enquanto o crescimento econômico do terceiro trimestre acelerou para 5,0% ao ano, registrando o crescimento mais pronunciado desde o primeiro trimestre de 2023. Na mesma linha, o FMI corrigiu para cima o crescimento econômico para 4,0% para este ano e o próximo, impulsionado pela normalização da produção de petróleo. Apesar das melhores expectativas econômicas, a projeção de crescimento dos lucros é corrigida para baixo para este ano e o próximo. Em um contexto de saídas de fluxos, lucros corrigidos para baixo e perspectivas ainda fracas para o preço do petróleo, **decide-se manter o *underweight* em ações sauditas**, apesar das melhores perspectivas econômicas.

RENDA FIXA

TÍTULOS DO TESOURO DOS EUA: mantém-se a posição neutra em **títulos do Tesouro de 2 anos, em títulos do Tesouro de 10 anos, em TIPS e na UW em títulos do Tesouro de 30 anos**

Durante grande parte de outubro, as taxas apresentaram uma queda generalizada, num contexto em que o mercado incorporava cortes nas taxas em outubro e dezembro, enquanto a incerteza associada ao encerramento do governo reforçava a procura por ativos refúgio. No entanto, após a reunião de política monetária — na qual a faixa de taxas foi

reduzida em 25 pontos-base, em linha com as expectativas —, os comentários de Jerome Powell, com um tom mais *hawkish*, colocaram em dúvida um novo ajuste em dezembro, provocando uma recuperação nos rendimentos no final do mês. A falta de dados oficiais decorrentes da paralisação do governo também poderia justificar uma surpresa na última reunião do ano. Apesar do anúncio do fim do QT, interpretado como um sinal *dovish* em relação à orientação da economia norte-americana, as declarações do presidente do Fed geraram incerteza sobre o ritmo do processo de flexibilização, deixando a sensação de um corte mais restritivo do que o previsto. Isso impulsionou uma alta generalizada nos diferentes trechos da curva, mais pronunciada no segmento curto, configurando um *bear flattener*. Mesmo assim, o mercado mantém a expectativa e de um novo corte em dezembro, que completaria os 75 pb de flexibilização projetados pelo Fed em seu *Dot Plot* de setembro, embora com uma probabilidade menor do que a prevista anteriormente.

No âmbito econômico, o fechamento do governo nos EUA mantém suspensa a publicação dos principais indicadores, embora algumas publicações extraordinárias e relatórios privados permitam acompanhar a evolução da atividade. Extraoficialmente, foi divulgada a inflação do IPC de setembro, surpreendendo abaixo das expectativas, com um componente de serviços que mantém sua tendência de queda e uma inflação subjacente em desaceleração. Em relação ao emprego, os indicadores privados continuam evidenciando um arrefecimento no mercado de trabalho: o relatório da Challenger, Gray & Christmas Inc. registrou o maior corte de empregos para um mês de outubro em mais de duas décadas, enquanto o relatório de criação de empregos da ADP mostra uma destruição média de empregos nas últimas quatro semanas. De qualquer forma, ainda falta a publicação dos dados oficiais atrasados para se ter uma visão mais clara sobre a situação do mercado de trabalho.

Em outubro, o Fed reduziu sua taxa de referência pela segunda vez no ano, diminuindo-a em 25 pontos-base, em linha com as expectativas do mercado. A decisão refletiu diferenças marcantes dentro do comitê, com o governador interino Stephen Miran apoiando um corte de 50 pontos-base, enquanto o presidente do Fed do Kansas, Jeff Schmidt, se inclinou por manter as taxas inalteradas. Essas posições evidenciam a divisão dentro do órgão em relação à orientação futura da política monetária, o que também se refletiu na maior dispersão do *Dot Plot* publicado no mês anterior. No comunicado posterior, o Fed oficializou o fim do ajuste quantitativo a partir de 1º de dezembro, antecipando o fim das restrições de liquidez. Embora essa decisão represente um sinal mais expansionista para a economia americana, os comentários de Jerome Powell durante a coletiva de imprensa adotaram um tom mais *hawkish*, colocando em dúvida a possibilidade de um novo corte em dezembro. Embora o mercado ainda desconsidere essa opção, as expectativas estão mais divididas, em um contexto em que a paralisação do governo dificulta o acompanhamento dos principais indicadores econômicos. Paralelamente, as pressões políticas do Executivo se moderaram, embora possam ressurgir à medida que se aproxima o anúncio do candidato a novo presidente do Fed por Donald Trump, o que poderia reativar as dúvidas em torno da independência da instituição no curto e médio prazo.

Assim, o mercado ainda antecipa um novo corte em dezembro, mas para 2026, há uma clara divergência em relação às projeções do próprio Fed. Enquanto o mercado estima entre duas e três reduções de 25 pontos-base ao longo do ano, o Fed contempla apenas um único ajuste, refletindo uma lacuna entre as expectativas dos investidores e a orientação projetada pelo banco central. Nesse contexto, diante do descompasso entre as expectativas e uma prolongada paralisação do governo, a taxa de 2 anos está em 3,59%, enquanto a de 10 anos está em 4,11%, com uma curva que permanece íngreme e um diferencial de 10-2 anos próximo a 52 pontos-base (em 10 de novembro).

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 e próximo dos seus valores mais baixos desde o início de 2022, mas encerrando o mês com uma ligeira alta. Os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 5 e 10 anos apresentaram alta volatilidade durante outubro, embora tenham encerrado o mês com quedas, situando-se em 2,36% e 2,28%, respectivamente. As expectativas de inflação a médio e longo prazo permanecem estáveis, enquanto as de curto prazo mostram certa persistência em relação às anteriores, embora continuem em linha com as projeções do Fed, que antecipa um processo de desinflação mais prolongado em 2026 e uma convergência mais gradual para a meta.

Diante disso, as taxas mantêm pressões ao longo da curva de rendimentos, em um contexto de incerteza quanto ao próximo movimento do Fed e à falta de dados oficiais devido ao fechamento do governo. Os trechos curtos continuam refletindo expectativas de cortes mais agressivos do que os projetados pelo próprio banco central, gerando um descompasso nas projeções. Nesse cenário, mantém-se a posição neutra em títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, considerando que os níveis atuais já incorporam boa parte do ciclo de flexibilização previsto. Além disso, mantém-se a UW em títulos do Tesouro de 30 anos, diante da maior volatilidade e sensibilidade desse trecho. Por fim, mantém-se a posição neutra em TIPS.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Mantém-se a posição UW

Durante grande parte de outubro, as taxas de juros caíram diante do ressurgimento da incerteza comercial entre a China e os EUA, juntamente com uma política monetária expansionista que antecipava dois cortes nas últimas reuniões do ano. No entanto, no final do mês, as taxas reverteram essa tendência após a reunião de política monetária. Embora a taxa tenha sido reduzida em 25 pontos-base, os comentários posteriores de Jerome Powell, com um tom mais restritivo, colocaram em dúvida um novo corte em dezembro. Além disso, a incerteza diminuiu após as reuniões positivas entre as duas maiores economias do mundo. Neste contexto, o mercado continua esperando que o Fed repita o corte de outubro em sua última reunião do ano, embora com menor probabilidade, considerando o que aconteceu recentemente e a falta de dados devido ao maior fechamento do governo da história.

A economia americana continua sem atualizar seus principais indicadores. No entanto, dados privados sugerem que a atividade continua dinâmica, em linha com as revisões para cima do crescimento projetado pelo Fed e pelo Fundo Monetário Internacional para este ano. A inflação, publicada de forma extraordinária, surpreendeu negativamente, enquanto o componente de serviços mantém sua tendência de desaceleração. O mercado de trabalho continua sendo o principal foco de preocupação. Apesar da falta de informações oficiais do Bureau of Labor Statistics, a publicação de relatórios privados mostra que o enfraquecimento do mercado de trabalho se mantém, gerando novos rumores em torno do emprego e, consequentemente, da reunião de política monetária de dezembro.

Na Europa, o BCE manteve inalteradas suas taxas pelo terceiro mês consecutivo. O mercado assume que o ciclo expansionista teria chegado ao fim, em um contexto de inflação próxima da meta, desemprego em níveis historicamente baixos e recuperação econômica avançando gradualmente. No entanto, persiste certa incerteza tanto fiscal quanto política, embora recentemente não tenham sido registrados novos episódios de tensão relevante.

Assim, diante das reuniões de dezembro, o mercado continua antecipando um novo desacoplamento entre as políticas monetárias das duas regiões. O BCE manteria a pausa pela quarta reunião consecutiva, enquanto as expectativas

apontam para um novo ajuste por parte do Fed. No entanto, a probabilidade de que isso se concretize está dividida, refletindo a cautela do mercado diante da falta de dados oficiais e dos sinais dados após a última reunião.

Em outubro, a classe de ativos *Investment Grade* global registrou um retorno de 0,6%. Os spreads, que se mantêm em níveis historicamente comprimidos, refletiram uma maior volatilidade ao longo do mês: inicialmente se ampliaram diante da escalada das tensões comerciais, reduziram-se após o alívio parcial dessas tensões e voltaram a se ampliar ligeiramente no final do mês. Além disso, a maior duration dessa categoria justifica manter uma posição cautelosa e em relação a outras alternativas dentro do mercado de renda fixa global. Por isso, **mantém-se a posição *underweight* em *Global Investment Grade*.**

HIGH YIELD GLOBAL: 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 desempenho positivo das ações globais. Apesar do fechamento do governo e da falta de dados, o cenário econômico permanece estável, e a nova incerteza comercial parece ter ficado para trás, pelo menos no curto prazo. Quanto aos spreads, eles se moveram na mesma direção que os de maior qualidade de crédito diante dos últimos acontecimentos comerciais entre a China e os EUA, embora com movimentos mais amplos, mas mantendo-se em níveis historicamente baixos.

A classe de ativos oferece um rendimento de 6,6%, ligeiramente acima da sua média histórica de dez anos. Por outro lado, as valorizações continuam em níveis ajustados em um ambiente global que ainda apresenta fontes de incerteza, tanto no âmbito político quanto fiscal. Neste contexto, e considerando o atual nível estreito dos spreads, é mais provável observar ampliações do que compressões no curto e médio prazo, o que aumenta o risco para os investidores. Assim, **mantém-se a posição *UW* em *Global High Yield*.**

DÍVIDA EMERGENTE: Decide-se manter a *OW* em dívida soberana, em títulos corporativos *IG* e *HY* e em mercados locais

Em outubro, as taxas dos títulos do Tesouro dos EUA permaneceram em baixa durante grande parte do mês, embora tenham revertido parcialmente as quedas após a reunião de política monetária, fechando sem grandes variações no balanço mensal. Os comentários de Jerome Powell, com um tom mais *hawkish*, apoiaram essa recuperação e colocaram em dúvida o corte previsto para dezembro. Embora o mercado ainda desconsidere a possibilidade de um novo ajuste na última reunião do ano, a falta de dados devido ao prolongado fechamento do governo pode resultar em uma surpresa. Neste contexto, a dívida soberana emergente registrou um rendimento mensal de 2,1%, superando as economias desenvolvidas, enquanto a dívida corporativa emergente avançou 0,6%, em linha com a sua contraparte desenvolvida.

No que diz respeito à dívida soberana, as taxas emergentes continuam apresentando menor volatilidade e movimentos mais limitados em comparação com as economias desenvolvidas, apesar da correlação positiva que costumam manter com estas. Os spreads corporativos, apesar de terem aumentado durante o mês de outubro, permanecem em níveis muito comprimidos em termos históricos. Por outro lado, os títulos soberanos ainda oferecem oportunidades pontuais em determinadas regiões, apoiados por taxas reais ainda elevadas e com margem para cair diante da orientação da política monetária. Neste contexto, decide-se manter o *overweight* em dívida soberana, dada a maior atratividade relativa em relação à dívida corporativa e à dívida de países desenvolvidos.

Passando para a dívida corporativa dos mercados emergentes, mantém-se uma posição *overweight* em títulos corporativos com classificação *Investment Grade*. Durante o último mês, a classe de ativos registrou um rendimento positivo, com um avanço de USD 0,6%. Os spreads permanecem em níveis bastante comprimidos, embora com uma ligeira ampliação no final do mês. No entanto, os títulos corporativos emergentes de maior qualidade de crédito ainda mantêm um rendimento atraente de 5,1%, acima de sua média histórica de dez anos.

Quanto ao *High Yield*, a classe de ativos registrou em outubro um retorno de 0,5%, mantendo sua correlação positiva com as ações globais, mas sem apresentar o *desempenho superior* dos meses anteriores, em um ambiente global volátil e diante das dúvidas em torno das ações do Fed em dezembro. Assim como os títulos emergentes de maior qualidade de crédito, os spreads permanecem em níveis historicamente comprimidos. Por outro lado, em um contexto de flexibilização monetária, essa classe de ativos oferece um potencial de desempenho atraente, dado seu comportamento semelhante ao das ações nesses cenários. Assim, decide-se manter o *overweight* em dívida emergente de *alto rendimento*.

No que diz respeito aos *mercados locais*, o dólar (DXY) valorizou-se 2,1%, encerrando um dos meses mais positivos do ano, enquanto o índice GEMS — que atribui a cada moeda emergente um peso equivalente ao de seu país no índice MSCI — registrou um avanço de 0,6%. Os fundamentos sugerem que as moedas emergentes ainda têm margem para uma maior valorização no final do ano, enquanto que para o dólar se projeta que retome sua tendência depreciativa no médio prazo. Os bancos centrais das economias emergentes estão mais avançados em seus ciclos de flexibilização monetária em relação ao Fed, onde o mercado ainda internaliza que o ciclo de flexibilização monetária se manterá durante 2026. Dessa forma, o diferencial de taxas favorece as moedas emergentes, o que aumenta sua atratividade relativa. Neste contexto, decide-se manter a posição *overweight* nos *mercados locais*.

Em linha com o acima exposto, **decide-se manter a posição *overweight* em dívida soberana, obrigações corporativas *IG* e *HY*, e nos mercados locais.**

Exposição a moedas | Novembro de 2025

Monedas	Bench.	Oct	Nov	OW/UW	Cambio
USD	55.1%	55.7%	55.7%	OW	0.6%
EUR	7.5%	7.1%	7.1%	UW	-0.4%
GBP	1.5%	1.0%	1.0%	UW	-0.5%
JPY	2.4%	1.9%	1.9%	UW	-0.5%
GEMS	33.7%	34.3%	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, não são tomadas posições ativas.

Resultados TAACo Global | Outubro de 2025

Categoria de atividade / Região	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Índices de rentabilidade mensal	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Benchmark	Compass	Curso de Ativo	Seleção
Ações	50%	50%	0%	2,8%	1,41%	1,39%	0,0	-2,0
Renta Fija	50%	46%	-4%	0,6%	0,29%	0,27%	4,5	0,3
Caja	0%	2%	2%	0,4%	0,0%	0,01%	-2,7	
Oro	0%	2%	2%	4,9%	0,0%	0,10%	6,3	
Cobertura						0,00%	0,0	
Portfólio					1,70%	1,77%	8,1	-1,6
<i>Desempenho superior / desempenho inferior (bps)</i>							6,5	
Europa, exceto Reino Unido	13,7%	13,7%	0,0%	0,4%	0,05%	0,05%	0,0	
Europa Small Cap ex Reino L	1,2%	0,2%	-1,0%	-0,5%	-0,01%	0,00%	3,3	
REINO UNIDO	2,9%	1,9%	-1,0%	1,7%	0,05%	0,03%	1,1	
Crescimento de grandes cap	17,3%	17,8%	0,5%	5,4%	0,94%	0,97%	1,3	
Valor Large Cap dos EUA	14,7%	15,2%	0,5%	-0,9%	-0,14%	-0,14%	-1,9	
Pequenas empresas dos EUA	3,5%	4,0%	0,5%	0,7%	0,02%	0,03%	-1,1	
Japão	4,7%	3,7%	-1,0%	3,4%	0,16%	0,13%	-0,6	
Desarrollados	58,0%	56,5%	-1,5%	1,9%	1,08%	1,06%	2,2	
América Latina	4,4%	4,9%	0,5%	0,9%	0,04%	0,05%	-0,9	
LatAm Small Cap	0,8%	1,3%	0,5%	-1,0%	-0,01%	-0,01%	-1,9	
China	12,3%	12,8%	0,5%	-3,8%	-0,47%	-0,49%	-3,3	
EM Ásia ex China	19,6%	19,6%	0,0%	10,5%	2,05%	2,05%	0,0	
EM Ásia Small Cap	4,9%	4,9%	0,0%	2,6%	0,13%	0,13%	0,0	
Emergentes	42,0%	43,5%	1,5%	4,1%	1,74%	1,72%	-6,2	
Ações					2,82%	2,78%	-3,9	
Títulos do Tesouro 2Y	8,3%	8,3%	0,0%	0,3%	0,03%	0,03%	0,0	
Títulos do Tesouro 10Y	11,1%	11,1%	0,0%	0,8%	0,09%	0,09%	0,0	
Títulos do Tesouro 30Y	6,1%	5,1%	-1,0%	1,4%	0,09%	0,07%	-0,8	
Dicas dos EUA	2,6%	2,6%	0,0%	0,4%	0,01%	0,01%	0,0	
IG corporativo global	26,5%	26,0%	-0,5%	-0,1%	-0,01%	-0,01%	0,3	
HY corporativo global	4,0%	3,5%	-0,5%	-0,3%	-0,01%	-0,01%	0,4	
Deuda Desarrollados	58,6%	56,6%	-2,0%	0,3%	0,18%	0,17%	-0,1	
EMBI	9,5%	10,0%	0,5%	2,1%	0,20%	0,21%	0,8	
EM Corporativo IG	2,8%	3,3%	0,5%	0,6%	0,02%	0,02%	0,0	
EM Corporativo HY	3,8%	4,3%	0,5%	0,6%	0,02%	0,02%	0,0	
Mercados locais EM	25,3%	25,8%	0,5%	0,6%	0,16%	0,16%	0,0	
Emergência	41,4%	43,4%	2,0%	1,0%	0,40%	0,42%	0,8	
Renda fixa					0,58%	0,59%	0,7	

*Anualizado ** Desde 2001

Dados em 31 de outubro de 2025

Em outubro, manteve-se a posição neutra em ações (50%), underweight os títulos de renda fixa (46%) e alocando uma porcentagem em caixa (2%) e ouro (2%). No fechamento do mês, a carteira TAACo Global rendeu 1,8%, apresentando um desempenho superior ao *benchmark* (6,5 pbs.).

Durante o mês de outubro, em termos de *análise de atribuição*, a alocação de ativos agregou valor, principalmente pela posição em ouro e pelo overweight de renda fixa. Em termos de seleção de instrumentos, o desempenho foi marginalmente negativo.

Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho								
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início**	Volatilidade 5 anos*
TAACo	1,8%	6,9%	17,1%	15,6%	13,9%	6,8%	6,0%	5,5%	10,4%
Benchmark	1,7%	6,5%	17,0%	15,5%	14,2%	5,7%	5,4%	4,3%	10,2%
Perf. inferior/superior (bps)	6	33	16	7	-32	107	66	121	
Ações	2,8%	10,3%	25,7%	23,8%	19,8%	11,1%	8,3%	4,8%	15,2%
Benchmark	2,8%	10,3%	26,0%	24,2%	20,4%	11,2%	8,2%	4,4%	15,1%
Europe ex UK	0,4%	5,9%	25,7%	19,5%	17,8%	10,3%	5,5%	3,6%	18,0%
Europe Small Cap ex UK	-0,5%	1,5%	27,2%	21,4%	15,3%	7,7%	6,1%	7,3%	20,9%
UK	1,7%	6,7%	28,4%	26,6%	20,2%	16,9%	6,6%	5,4%	15,8%
US Large Cap Growth	5,4%	13,0%	24,4%	35,6%	34,0%	20,2%	19,1%	--	19,9%
US Large Cap Value	-0,9%	3,7%	11,4%	8,9%	11,6%	13,5%	9,3%	--	14,3%
US Small Caps	0,7%	8,0%	9,8%	11,5%	12,2%	12,2%	10,0%	9,3%	20,5%
Japão	3,4%	12,4%	22,5%	22,7%	19,0%	7,9%	5,5%	2,7%	14,7%
Desenvolvidos	2,0%	8,0%	19,8%	22,0%	21,7%	15,6%	11,8%	7,6%	14,9%
América Latina	0,9%	16,4%	44,4%	28,1%	11,5%	14,0%	7,1%	8,0%	24,8%
LatAm Small Cap	-1,0%	12,4%	40,6%	21,7%	4,8%	6,3%	3,2%	5,9%	26,6%
China	-3,8%	10,8%	36,2%	33,7%	25,4%	-1,4%	5,4%	8,4%	28,0%
EM Asia ex China	10,5%	15,2%	30,8%	25,2%	22,7%	13,8%	10,9%	--	18,1%
EM Asia Small Cap	2,6%	6,9%	18,7%	15,0%	20,7%	12,5%	8,3%	9,6%	14,6%
EM Europe and Middle East	1,0%	6,8%	23,8%	22,6%	10,1%	4,9%	0,4%	3,1%	15,4%
Emergentes	4,2%	13,1%	32,9%	27,9%	19,4%	6,8%	7,4%	8,6%	14,9%
Renda Fixa	0,6%	2,9%	8,4%	7,2%	8,0%	0,6%	2,6%	4,3%	6,5%
Benchmark	0,6%	2,9%	8,4%	7,2%	8,1%	0,2%	2,3%	3,7%	6,5%
Treasuries 2Y	0,3%	1,5%	4,0%	4,5%	4,0%	1,3%	1,5%	2,3%	2,0%
Treasuries 10Y	0,8%	3,3%	7,8%	5,9%	3,8%	-2,6%	0,7%	3,5%	8,0%
Treasuries 30Y	1,4%	4,8%	5,7%	1,1%	0,9%	-9,0%	-0,9%	3,9%	15,1%
TIPS dos EUA	0,4%	2,3%	7,2%	6,1%	4,6%	1,6%	3,0%	4,4%	6,1%
Global Corporate IG	-0,1%	2,5%	9,4%	7,9%	8,6%	0,5%	2,7%	4,5%	8,2%
Global Corporate HY	-0,3%	2,0%	9,1%	8,9%	11,5%	4,8%	5,4%	7,0%	7,5%
Divida desenvolvidos [1]	0,3%	2,7%	7,8%	6,2%	6,5%	-0,7%			
EMBI	2,1%	5,6%	13,0%	12,8%	13,0%	2,7%	4,1%	7,1%	9,2%
EM Corporativo IG	0,6%	2,9%	7,8%	7,5%	8,5%	1,2%	3,4%	--	5,5%
EM Corporativo HY	0,6%	2,6%	7,6%	7,6%	12,8%	2,9%	5,1%	--	7,8%
Mercados locais EM	0,6%	2,3%	8,3%	7,3%	8,0%	2,4%	3,4%	--	7,1%
Divida emergentes [1]	1,0%	3,1%	9,1%	8,5%	9,8%	2,2%			
Caixa	0,4%	1,1%	3,6%	4,4%	4,9%	3,1%	2,1%	1,7%	0,7%
Ouro	4,9%	21,6%	53,8%	46,7%	34,8%	16,3%	13,4%	11,8%	15,0%

* 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 Vinci Compass e/ou pessoas relacionadas ("Vinci 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 Vinci Compass, que não assume a obrigação de atualizar as informações nele contidas. A Vinci Compass, suas pessoas relacionadas, executivos ou outros funcionários podem fazer comentários de mercado, orais ou escritos, ou transações que reflitam uma opinião diferente daquelas expressas neste relatório.