

Outubro de 2025

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	Sept	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	3,0%	5,2%	15,1%	10,2%	13,6%	6,3%	6,4%	5,5%	10,4%
Referência	2,8%	5,1%	15,0%	10,2%	14,0%	5,2%	5,6%	4,3%	10,2%
Desempenho inferior/superior	22	11	8	2	-37	108	76	122	
Ações	4,6%	8,4%	22,3%	16,3%	20,1%	10,3%	8,8%	4,7%	15,2%
Benchmark	4,6%	8,3%	22,5%	16,7%	20,5%	10,2%	8,7%	4,2%	15,1%
Renda Fixa	1,0%	2,0%	7,7%	4,0%	7,5%	0,5%	2,7%	4,3%	6,5%
Benchmark	1,1%	2,0%	7,8%	4,0%	7,6%	0,1%	2,3%	3,7%	6,5%
Caixa	0,3%	1,1%	3,2%	4,5%	4,8%	3,0%	2,1%	1,7%	0,7%
Ouro	11,6%	16,4%	46,6%	45,5%	31,8%	15,2%	13,1%	11,6%	14,9%

Resultados em 30 de setembro de 2025

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Should I Stay or Should I go.....1

Alocação de ativos | Outubro 2025..... 4

Resultados TAACo Global | Setembro 2025 23

Desempenho histórico 24

Should I Stay or Should I go?¹

Setembro foi novamente dominado por um sentimento de complacência nos mercados, onde praticamente todas as classes de ativos apresentaram retornos positivos, com destaque para o desempenho da China, com um aumento de 10%, e do ouro, com 12%. Esse cenário reforça a ideia de que o mercado estaria em um “modo bolha”, no qual os investidores continuam na festa, mas, em nossa opinião, devem agir com cautela e ficar próximos da porta para uma rápida retirada quando houver sinais de que ela está chegando ao fim.

O rally das ações americanas se estendeu por 5 meses e foi alimentada por uma política fiscal e monetária expansiva, um consumo resiliente, força corporativa e fluxos, apesar das altas valuations e da desaceleração da economia, com um mercado de trabalho que começa a mostrar fragilidade. Este ano e no próximo, o PIB dos EUA crescerá cerca de 1,8%, em linha com o potencial, mas abaixo dos 2,8% de 2024, enquanto a criação de empregos nos últimos três meses caiu para uma média de apenas 27 mil novos por mês, em comparação com os 99 mil empregos mensais criados em média entre março e maio.

Nesse sentido, um dos principais riscos para o otimismo do mercado é o ressurgimento da inflação e, em algum momento, o Banco da Reserva Federal, o Fed, deixar de reduzir as taxas, o que marcaria uma ruptura para os ativos de risco. No entanto, a inflação nos Estados Unidos não representaria um risco imediato, já que os dados mostram pressões contidas: os bens, que são mais vulneráveis a aumentos de preços devido às tarifas, representam apenas um terço do índice de preços ao consumidor (CPI), enquanto os

Mercado em “modo bolha”

Crescimento dos EUA em torno do potencial

Riscos que poderiam interromper o impulso: reaparecimento da inflação e/ou sinal de pausa nos cortes do Fed

¹ Devo ficar ou partir, música de The Clash

preços dos serviços — que representam dois terços — continuam moderados após o aperto monetário anterior.

Diante de um mercado de trabalho em desaceleração e uma inflação contida, somadas às pressões políticas de Trump, o Fed reiniciou, após nove meses de pausa, o corte das taxas de juros. Daqui para frente, a mediana das projeções do Fed aponta para mais duas reduções este ano e outra em 2026, com grande dispersão de opiniões entre os membros do Conselho. Por sua vez, o mercado se alinha com o Fed, internalizando mais duas reduções este ano, mas entre duas e três em 2026. Esse descompasso entre o que o Fed visualiza e o mercado nos leva a ser cautelosos com o posicionamento em títulos, pois com uma economia que continua crescendo em torno do potencial e uma taxa de desemprego que se mantém contida, não haveria espaço para cortes agressivos nas taxas de juros, mesmo que a inflação permaneça limitada.

Diante disso, os riscos seriam assimétricos; na curva de taxas dos títulos do Tesouro americano, há mais espaço para que as taxas na parte mais curta subam do que continuem caindo. No outro extremo, a parte longa continua pressionada pelos rumores sobre a sustentabilidade fiscal, mesmo que as taxas mais longas não tenham subido significativamente, já que o Tesouro concentrou suas emissões na parte média e curta da curva, mantendo as taxas sem grandes movimentos de forma “artificial”.

No lado dos mercados emergentes, que lideram em desempenho e, no acumulado do ano, subiram quase 30% em dólares, destaca-se particularmente a América Latina. A região rendeu cerca de 40% até o final de setembro, favorecida pela valorização de suas moedas em relação ao dólar, o que também impulsionou a entrada de fluxos de capital, em linha, além disso, com a busca por diversificação dos EUA. Apesar da alta, as valuations das ações da região continuam atraentes, tanto em termos absolutos quanto em relação a outros mercados emergentes.

A China, por sua vez, se destaca por seu bom *momento*, entrada de fluxos e revisão para cima no crescimento de seus lucros para 2026, o que nos leva a assumir uma posição ativa, mas cautelosa, com base nas dúvidas que geram a resiliência de sua demanda interna e a dependência econômica das exportações.

O ouro brilha mais um mês, destacando-se após uma *alta* de mais de 10% em um único mês e cerca de 40% no ano. Os investidores continuam a considerá-lo uma das melhores alternativas em um ambiente de incertezas políticas, comerciais e um dólar que perdeu força.

Assim, as ações globais, impulsionadas por elevados déficits fiscais e cortes nas taxas, mostram um comportamento típico de bolha, onde praticamente qualquer ativo sobe de preço. Neste contexto, um dos grandes desafios para os investidores é decidir se ficam ou

Fed reinicia cortes e mercado espera mais baixas

Riscos assimétricos para os títulos de renda fixa

América Latina favorecida em meio à diversificação global

Destaca-se o impulso na China

Ouro brilha como uma das melhores alternativas

Desafio atual para os investidores: ficar ou sair da festa

saem da festa; continuar participando da alta, mas sem perder de vista os riscos que espreitam. Outro desafio é encontrar ativos que possam agregar diversificação às carteiras de investimento. A falta de correlações negativas entre e dentro das classes de ativos reduz a capacidade das carteiras de proteger os retornos diante de episódios de perdas e maior volatilidade, gerando obstáculos para a construção de carteiras diversificadas e eficientes.

Para outubro, mantemos a posição neutra em ações, com underweight na Europa, Reino Unido e Japão, dados os problemas estruturais que suas economias enfrentam e que levaram a um aumento da incerteza política e fiscal. Nos EUA, mantemos a overweight por meio de ações do tipo *growth*, *value* e *small caps*, com vistas ao início de uma nova temporada de relatórios corporativos, que costumam surpreender positivamente, e uma política fiscal e monetária expansionista. Nos mercados emergentes, continuamos com convicção na América Latina, mas diminuimos a posição para financiar uma *overweight* na China, principalmente devido ao *momentum* tanto dos retornos quanto dos fluxos.

Em renda fixa, mantemos o underweight e a duração quase neutra, diante do risco de um *bear flattener*. Mantemos cautela na parte curta da curva de títulos do Tesouro americano diante da expectativa exagerada de cortes nas taxas de juros e também na parte longa, devido à incerteza fiscal e às implicações que a paralisação do governo pode ter. Aumentamos a preferência por dívida emergente, abrindo uma posição ativa em dívida soberana e mantendo a preferência por dívida corporativa e em moeda local.

Neste ambiente caracterizado por um otimismo cauteloso, mantemos a posição em caixa e em ouro, como ativo de refúgio.

Ações neutras, preferência pelos EUA e mercados emergentes

Underweight renda fixa: aumenta OW EM vs. DM

OW ouro e caixa

Alocação de ativos | Outubro 202 5

TAACo Global	Bench.	Set	Out	OW / UW	Câmbio	
Ações		50%	50%	N		Ações neutras, UW títulos
Renda Fixa		50%	50%	UW	-4%	
Caixa		2%	2%	OW	2%	OW em caixa e ouro
Ouro		2%	2%	OW	2,0%	
Total Carteira						
Europa, ex Reino Unido	13,7%	12,7%	13,7%	N		1,0%
Europe Small Cap ex Reino Unido	1,2%	1,2%	0,2%	UW	-1,0%	-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%	Underweight Reino Unido e Japão
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%	Neutraliza Europa, exceto Reino Unido Large Cap, para levar a UW Small Cap
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%	5,4%	4,9%	OW	0,5%	-0,5%
LatAm Small Caps	0,8%	1,3%	1,3%	OW	0,5%	Diminui OW LatAm Large e mantém-se em Small Cap
China	12,3%	12,3%	12,8%	OW	0,5%	0,5%
EM Ásia ex China	19,6%	19,6%	19,6%	N		Passa-se para OW China a partir de neutro
EM Ásia Small Cap	4,9%	4,9%	4,9%	N		
Mercados emergentes	42,0%	43,5%	43,5%	OW	1,5%	Ásia EM ex. China neutra
Total de ações	100,0%	100,0%	100,0%			
Treasuries 2Y	8,3%	8,8%	8,3%	N		-0,5%
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		Títulos do Tesouro dos EUA: neutro 2 anos de OW e UW 30 anos
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%	57,1%	56,6%	UW	-2,0%	-0,5%
EMBI	9,5%	9,5%	10,0%	OW	0,5%	0,5%
EM Corporate IG	2,8%	3,3%	3,3%	OW	0,5%	Aumenta OW Emergente sobre desenvolvido
EM Corporate HY	3,8%	4,3%	4,3%	OW	0,5%	
EM Local Markets	25,3%	25,8%	25,8%	OW	0,5%	
Divida Emergentes	41,4%	42,9%	43,4%	OW	2,0%	0,5%
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%			

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX UK: neutraliza-se o underweight de Large Cap e passa-se para underweight Small Cap de neutro

Setembro ampliou os ganhos de agosto, com o Stoxx 50 subindo 3,8% e um *desempenho* superior ao S&P 500, que subiu 3,5%. Entre os países com melhor desempenho, destacam-se novamente os periféricos, como Espanha (USD +4,1%) e Portugal (USD +3,4%). A Alemanha rendeu apenas USD 0,4% (DAX) e o CAC40 francês conseguiu superar a crise política, ganhando USD +3,0%.

O mercado acionário parece se desacoplar da crise política e institucional que a França vem enfrentando. Depois que o primeiro-ministro François Bayrou foi destituído em 8 de setembro ao perder uma moção de censura na Assembleia Nacional, seu sucessor, Sébastien Lecornu, renunciou após 27 dias no cargo, em 6 de outubro. Lecornu enfrentou em seu curto mandato uma série de mobilizações sociais contra os cortes orçamentários e propostas de maior austeridade que visam reduzir a dívida pública e o déficit fiscal. Assim, Macron poderia nomear um novo primeiro-ministro — que pode correr o mesmo risco que Lecornu — ou dissolver a Assembleia Nacional e convocar eleições parlamentares antecipadas. A líder da oposição, Marine Le Pen, pressiona pela última alternativa. Outra opção menos provável é a renúncia de Macron e o adiamento das eleições presidenciais de 2027. Independentemente do rumo que Macron escolher, se o orçamento não for apresentado antes de 13 de outubro, a maior parte dos planos de gastos públicos será renovada no mesmo nível do ano anterior, o que pressionaria ainda mais as contas fiscais. Embora as ações não tenham reagido significativamente ao caos político, as agências de classificação de risco alertam sobre a capacidade do país de gerenciar sua dívida em um contexto de elevado déficit fiscal (5,8% do PIB em 2024) e ausência de reformas credíveis para reduzi-lo. A incerteza política se refletiu em uma inclinação da curva de taxas de juros soberanas, com a taxa de 10 anos subindo no último mês 14 pontos-base (pbs.) até 3,59% (em 7 de outubro). Por sua vez, o spread das taxas dos títulos soberanos de 10 anos entre a França e a Alemanha subiu para quase 90 pb, seu maior nível no acumulado do ano.

No lado da política monetária, a inflação em setembro acelerou para 2,2% em relação ao ano anterior, enquanto a inflação subjacente se manteve em 2,3%. O Banco Central Europeu (BCE) estima que a inflação se estabilizará em torno da meta de 2% no médio prazo (em média 2,1% em 2025 e 1,7% em 2026) e que o crescimento atingiria 1,2% este ano e 1% em 2026, projeção revisada para cima para este ano e para baixo para o próximo. Assim, diante de expectativas inflacionárias ancoradas e apesar de uma economia estagnada, o BCE teria chegado ao fim de seu ciclo de corte de taxas de juros. Em sua reunião de setembro, 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 mantém uma tendência de queda, embora ainda em terreno positivo. O PMI de manufatura não consegue se manter em zona de expansão e, em setembro, recua para 49,5 pontos, refletindo a fraqueza nas encomendas de exportações e recuos na Alemanha, França e Itália. Por sua vez, o PMI de serviços sobe para 51,4 pontos. Resta saber se o efeito retardado do ciclo monetário expansionista, os maiores planos de investimento público dos governos — principalmente da Alemanha — e a reativação do consumo são sustentáveis e conseguem reativar de forma sustentada uma economia estagnada.

Passando para o mercado, as valuations das ações europeias estão ficando mais caras e a relação preço/lucro em doze meses (*P/E fwd.*) está sendo negociada acima da média de 5 anos, embora com um desconto acentuado em relação às ações americanas. Por sua vez, de acordo com a EPFR, observam-se entradas líquidas de fluxos no acumulado do ano e no último mês.

Quanto ao setor corporativo, as perspectivas de crescimento dos lucros para este ano continuam sendo revisadas para baixo (de 8,5% no início do ano para 0,6% em outubro). 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, perspectivas econômicas e corporativas fracas, **decide-se manter o tom de cautela em ações europeias, fechando o *underweight* em ações de *Big Caps* e levando a uma posição curta em ações de *Small Caps*** devido à sua elevada volatilidade, apesar da atratividade de suas valuations.

REINO UNIDO: Mantém-se *UW*

Durante o mês de setembro, as ações britânicas também se juntaram a um novo mês de alta, mas ficaram para trás em relação aos 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 pares na Europa e nos EUA. Com a tendência de alta, as valuations ficaram mais caras. O P/E *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 setembro, ignorando a incerteza política e fiscal. Após a renúncia de Angela Rayner como vice-primeira-ministra no início de setembro por um escândalo fiscal, o governo de Keir Starmer fez a maior reestruturação de seu gabinete desde que os trabalhistas assumiram o poder. Como grande desafio, o governo deve buscar um equilíbrio entre manter estímulos/investimentos e evitar uma deterioração excessiva das finanças públicas, dado o espaço fiscal limitado. O orçamento de 2026 será apresentado em novembro.

Por sua vez, as expectativas de crescimento continuam refletindo uma recuperação fraca: as projeções para 2025 e 2026 estão em 1,3% e 1,2%, respectivamente, com uma ligeira correção para cima no último mês. A frágil situação econômica se reflete no setor corporativo. Para 2025, os lucros das ações do MSCI Reino Unido mostrariam uma contração de 0,7%, dado que foi corrigido para cima no último mês, mas está abaixo dos pares desenvolvidos (8,8%). Para 2026, espera-se um crescimento dos lucros próximo a 11%, também abaixo dos pares desenvolvidos (13%).

No lado econômico, a surpresa econômica mantém uma tendência de queda no último mês, à beira de se tornar negativa, enquanto as pressões inflacionárias persistem. A inflação permaneceu em agosto em 3,8% ao ano, enquanto a medida subjacente ficou em 3,6% e a dos serviços em 4,7%. Por outro lado, a situação econômica é precária e o emprego enfraquece, a taxa de desemprego se manteve em 4,7% em julho, 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 de inflação persistente e elevada, enquanto o mercado de trabalho se enfraquece, o Banco da Inglaterra decidiu manter em 4,00% sua taxa de política monetária em setembro. Além disso, decidiu reduzir o ritmo do *quantitative tightening*, ou seja, a venda de títulos que o banco central possui, priorizando os títulos de curto e médio prazo em vez dos de longo prazo para mitigar o impacto no mercado de títulos do governo de maior duração.

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 redução adicional 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 um aumento da curva das taxas de juros.

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

ESTADOS UNIDOS: mantém-se a posição *overweight* em ações *Large Cap Growth* e *Value*, e *Small Cap*

Em setembro, a recuperação do mercado acionário americano se estendeu novamente, com o S&P500 atingindo cerca de 30 novos máximos no ano. Os ganhos 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.

Depois que os relatórios corporativos surpreenderam positivamente no segundo trimestre, com um crescimento dos lucros de 12% em relação ao ano anterior, espera-se que, no terceiro trimestre do ano, os lucros cresçam em média 8% ao ano, no que seria o nono trimestre consecutivo de ganhos. O crescimento dos lucros seria liderado pelo setor tecnológico. A Facset mantém a expectativa de crescimento dos lucros para este ano em 13%, enquanto para 2026 espera-se um crescimento dos lucros de ~14%, estimativa que foi corrigida para cima no último mês, apesar do efeito que as tarifas poderiam ter nas cadeias produtivas.

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, tanto as valuations 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 *Small Caps* apresentam valuations atraentes, mantendo o atraso no médio e longo prazo.

A incerteza comercial continua latente, apesar de terem sido alcançados uma série de acordos com os principais parceiros. Mais recentemente, foram anunciadas tarifas para setores e produtos mais específicos, como: 10% para produtos de madeira, 30% para móveis estofados, 50% para móveis de banheiro e cozinha, 25% para veículos médios e pesados — o que afeta significativamente o México — e 100% para produtos farmacêuticos que não sejam fabricados nos EUA. Durante o mês de 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. Segundo Trump, essas receitas ajudam em grande parte a corrigir desequilíbrios comerciais e financiar a reforma tributária – *One Big Beautiful Act*. 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. O governo apresentou ao Supremo Tribunal um recurso para a revisão do caso e as audiências teriam início em 5 de novembro.

O governo também enfrenta uma paralisação – *shutdown* – que começou em 1º de outubro, quando expirou o financiamento do governo federal e o Congresso não conseguiu aprovar um novo orçamento nem medidas de financiamento. Estima-se que cerca de 900.000 funcionários estejam suspensos de suas funções — sem remuneração — enquanto republicanos e democratas não conseguem chegar a um acordo sobre um novo plano de financiamento, com os últimos negociando principalmente a extensão dos benefícios de saúde. Historicamente, o *shutdown* mais longo ocorreu em 2018, também durante o mandato de Trump, e durou 34 dias, com um impacto econômico limitado (0,2% do crescimento do PIB anualizado no trimestre do fechamento). No mercado, o impacto também é limitado. Durante as *paralisações* dos últimos 50 anos, o S&P500 teve um desempenho nulo em média, enquanto a curva de taxas se inclina

e o ouro sobe em resposta à incerteza política. Nesta ocasião, os investidores veem o maior efeito da paralisação do governo federal na falta de publicação de dados, como, por exemplo, do mercado de trabalho. Sem dados econômicos, fica difícil não apenas o trabalho do Fed para tomar decisões de política monetária, mas também dos agentes do mercado para avaliar a situação econômica.

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, com dados que, em média, superam as expectativas. O indicador líder PMI de manufatura ficou em 52 pontos em setembro, enquanto o de serviços ficou em 53,9 pontos, ambos abaixo do mês anterior, mas mantendo-se na zona de expansão do setor para os próximos 6 a 12 meses.

Em relação à inflação, o registro *geral* de agosto subiu para 2,9% ao ano, enquanto a medida subjacente se manteve em 3,1%. Ainda não se observam efeitos significativos das tarifas no nível dos preços. Por sua vez, o Fed retomou os cortes nas taxas de juros em sua reunião de setembro, após uma pausa de 9 meses. Na reunião, as perspectivas de crescimento econômico e inflação foram atualizadas para cima, com esta última sem atingir a meta até pelo menos 2027. Apesar disso, a fraqueza do mercado de trabalho levou o comitê a reduzir a taxa em 25 pontos-base, para 4,25%, com a mediana das projeções dos membros do conselho apontando para mais dois cortes este ano e outro no próximo. O mercado, por sua vez, aponta para quatro cortes nos próximos doze meses, o que pode ser excessivo diante de uma economia que não mostra sinais significativos de desaceleração. Assim, observa-se um risco assimétrico, em que há maior probabilidade de que as taxas subam em vez de continuarem caindo, na medida em que o mercado descontar menos cortes nas taxas de juros.

Em linha com a resiliência econômica, o *momentum* das ações e a solidez corporativa, mantém-se a posição longa em *large cap growth* e *value*, enquanto, em busca de valuations mais moderadas, 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 setembro, o Nikkei subiu 4,6% em dólares, registrando um desempenho superior ao de seus pares desenvolvidos, apesar da incerteza política após a renúncia do ex-primeiro-ministro Ishiba. Já em outubro, as facções do Partido Liberal Democrático (PLD) elegeram Sanae Takaichi como sucessora de Ishiba, que se tornou a primeira mulher a liderar o partido. O resultado foi surpreendente, já que seu oponente, Koizumi, mantinha vantagem.

Embora o parlamento ainda deva ratificar Takaichi como primeira-ministra, o mercado internalizou a notícia de forma positiva. Na segunda-feira, 6 de outubro, o índice Nikkei subiu 4,8% em moeda local, enquanto o iene se desvalorizou, diante da expectativa de uma política fiscal mais expansionista, sendo negociado a mais de 150 JPY/USD.

No entanto, a primeira impressão é que a implementação das medidas promovidas por Takaichi parece difícil de ser realizada. Em primeiro lugar, o objetivo principal é frear o aumento dos preços, o que contradiz uma política fiscal expansiva, que implicaria o aumento do consumo privado das famílias e reavivaria as pressões inflacionárias, em um contexto em que a inflação desacelerou para 2,7% ao ano em agosto, desde seu pico de 4% ao ano em janeiro deste ano. Por fim, Takaichi tem se mostrado a favor de manter uma política monetária expansionista, chegando a classificar como “estúpidas” as altas anteriores das taxas e, embora tenha moderado seu discurso recentemente, a probabilidade

de aumento das taxas durante o quarto trimestre diminuiu. Portanto, a implementação dessas três medidas poderia afetar o objetivo entre elas.

Durante setembro, o Banco do Japão manteve a taxa de referência em 0,5% e anunciou o início da venda gradual de suas participações em ETFs. A autoridade monetária esclareceu que esse processo será muito gradual para evitar perturbações no mercado, a ponto de poder levar mais de um século para liquidar completamente suas posições. No mesmo mês, a curva de rendimentos das taxas continuou subindo, com maiores aumentos no trecho curto. Em outubro, a escolha de Takaichi pode gerar maior volatilidade e pressões de alta na parte longa da curva, onde a taxa do título de 30 anos atingiu um máximo de 3,29% em 6 de outubro, antes de recuar.

No front macroeconômico, os dados recentes não são animadores. O índice PMI manufatureiro de setembro caiu para 48,5 pontos, seu nível mais baixo em 6 meses. Além disso, em agosto, a produção industrial contraiu pelo segundo mês consecutivo (-1,3% ao ano) e as vendas no varejo contraíram pela primeira vez em 42 meses (-1,1% ao ano).

Os altos rendimentos do mercado acionário durante agosto e setembro levaram as ações a serem negociadas acima de sua média de 5 anos na relação P/E *fwd*. Por sua vez, de acordo com a EPFR, observam-se entradas de fluxos de investimento durante as últimas 5 semanas (até 1º de outubro). Ao mesmo tempo, de acordo com a Factset, as expectativas de crescimento dos lucros para 2025 estão sendo revisadas para baixo, diante da nova temporada de relatórios corporativos. Embora para 2026 as expectativas estejam sendo ajustadas para cima até 10,4%, mas abaixo dos pares desenvolvidos.

No contexto de valuations ajustadas, dados econômicos deteriorados e fraqueza corporativa, **decide-se manter uma posição *underweight* em ações japonesas.**

MANTER OW EM AÇÕES EMERGENTES: Diminuir *OW LatAm Large Cap*, manter em *Small Cap*, levar para *OW China* e manter em neutro *Ásia EM ex China*

Em setembro, o apetite pelo risco transversal nos mercados favoreceu os países emergentes, que renderam 6,7% em dólares. A China foi a grande vencedora, com um retorno de quase 10% em dólares (índice MSCI), seguida pela América Latina, com destaque para o Brasil e o México. Após a última reunião do Fed, os bancos centrais dos países emergentes têm agora espaço para adotar um tom mais expansionista, e o diferencial de taxas favorecerá suas moedas daqui para frente. A relação de Trump com alguns países emergentes suavizou-se durante setembro, adotando um discurso mais amigável, dando um apoio adicional aos mercados acionários. As *commodities* continuaram em alta, lideradas pelo ouro e metais industriais, enquanto o petróleo Brent freou - temporariamente - as quedas durante setembro, favorecendo os países emergentes.

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

Os mercados acionários latino-americanos se destacaram em setembro e acumulam um retorno de ~40% no acumulado do ano. Embora tenham sido os principais vencedores até agora em 2025, ainda há espaço para que continuem com esse *desempenho superior*. Em um mercado que adota um “modo bolha” e tudo sobe, parece razoável posicionar-se em ativos com maior atraso e com espaço para valorizações, e a América Latina é uma região que cumpre essas condições. Além das condições globais, há fatores locais que darão um suporte adicional ao mercado de ações,

como a potencial mudança política para governos mais pró-mercado, o início iminente do ciclo de cortes de taxas por parte do Banco Central brasileiro, as projeções estáveis de crescimento econômico e a entrada consistente de fluxos que continuou em setembro, agregando 6% do AUM ao principal ETF da América Latina.

No **Brasil**, o Bovespa subiu 5,6% em dólares em setembro, apoiado por um real que se valorizou 2% no mês, destacando-se entre as moedas da região. Embora os dados econômicos não tenham sido os principais catalisadores para esse desempenho positivo, persiste o apoio para que o maior mercado acionário da região continue apresentando esse *desempenho superior*. Se começarmos pelo lado dos dados econômicos, a tendência tem sido de decepções, com a atividade econômica se contraindo pelo terceiro mês consecutivo (variação mensal) e os PMIs de setembro em terreno contrativo tanto para o setor manufatureiro (46,5 pontos) quanto para o de serviços (46,3 pontos). A desaceleração no Brasil já é evidente e começa a mostrar o efeito real na economia do alto nível das taxas de juros. O Banco Central decidiu em setembro manter a taxa Selic em 15,00%, como era esperado pelo mercado. O tom tanto do comunicado quanto da ata foi bastante *hawkish*, embora os preços mostrem com certa probabilidade que a autoridade monetária poderia começar a cortar as taxas em sua reunião de dezembro. Para 2026, as projeções para a taxa Selic no final do ano foram revisadas para baixo, em linha com uma inflação que continua surpreendendo e mostrando menos pressões, enquanto as projeções apontam para uma inflação que fecharia 2025 em 4,8% ao ano e 4,3% em 2026 (Focus), esta última dentro da faixa tolerada pelo Banco Central. Apesar da alta da bolsa brasileira no acumulado do ano, se compararmos as valuations atuais com a média de 10 anos (razão P/E *fwd.*), vemos um desconto de ~0,5 desvios padrão. O bom desempenho em setembro foi apoiado por uma entrada de fluxos de 3,5% do AUM do conjunto de ETFs, mesmo que a participação dos investidores brasileiros em ações locais continue baixa, ~8,2% das carteiras. No que diz respeito à política, houve acontecimentos que impulsionaram o mercado acionário, como a troca de palavras entre Lula e Trump no âmbito da Assembleia Geral da ONU e as declarações positivas deste último. Mais recentemente, os dois mandatários mantiveram uma conversa telefônica na qual Lula solicitou a reavaliação das tarifas e Trump designou Marco Rubio para conduzir as negociações com o Brasil. Por outro lado, ainda é muito cedo para pensar quem será o próximo presidente do Brasil, mas o alto nível de rejeição que Lula enfrenta torna provável uma mudança para um partido mais moderado. Com tudo isso, à medida que se aproxima um ciclo de política monetária expansiva, apoio aos fluxos de investidores estrangeiros, valuations descontadas e um cenário político melhor, mas para obter algo útil, decide-se **diminuir a OW em ações brasileiras.**

No **México**, as melhores condições tarifárias de que o país desfruta se refletiram no desempenho das ações em setembro, e o CPI Mexbol subiu 9,0% em dólares. Apesar da desaceleração econômica, com uma atividade que em julho contraiu 1,1% em doze meses, as perspectivas de crescimento continuam apontando para uma expansão modesta da atividade econômica para este ano. Mesmo assim, a inflação subjacente continua persistente e em ~4,2% ao ano, enquanto o registro *headline* está dentro da meta. De qualquer forma, o reinício das reduções das taxas pelo Fed em setembro reafirmou as crenças do mercado em relação a um Banxico que continuará com os cortes daqui para frente. Assim, prevê-se que nas duas reuniões restantes de 2025 a autoridade monetária mexicana reduza a taxa em 25 pb em cada instância, levando-a a 7,00% no final do ano. Do lado do mercado, as valuations se ajustaram com o desempenho de setembro e o índice P/E *fwd.* da bolsa mexicana está sendo negociado em torno da média de 5 anos, mas parece estar com desconto em relação aos 10 anos. Por sua vez, observou-se entradas de fluxos durante setembro de quase 6% do AUM do conjunto de ETFs. Do lado político, com o início do período de consultas para o T-MEC em setembro, o mercado está totalmente focado nisso. O melhor cenário para o México é que o tratado seja prorrogado até 2042, o que acreditamos que o mercado atribui cerca de 50% de probabilidade. Se esse cenário se concretizar, as perspectivas para

o México se tornariam bastante mais positivas do que agora. Durante o último mês, o governo apresentou o orçamento para o próximo ano que, embora com alguns desvios, continua a dar sinais de responsabilidade fiscal e diminui a probabilidade de o México perder o grau de investimento no curto prazo. O projeto também inclui tarifas para países que não têm tratado de livre comércio com o México, reafirmando que o governo protegerá sua relação com os EUA acima da de outros parceiros comerciais, como é o caso da China. Assim, o gigante asiático declarou que iniciou uma investigação antidumping contra o México em decorrência dessas medidas tarifárias, que também visam aumentar a arrecadação fiscal. Por fim, embora seja algo que o mercado ainda não internalizou, o México será um dos países sede da Copa do Mundo de Futebol de 2026, o que poderá levar a melhorias nas perspectivas econômicas para o próximo ano. Dessa forma, e reconhecendo que, daqui para frente, se as negociações forem frutíferas, a bolsa mexicana terá um desempenho importante, **decide-se manter a posição overweight em ações mexicanas.**

No **Chile**, o mercado acionário perdeu *impulso* durante setembro e o IPSA subiu 1,2% em dólares, apoiado por um peso chileno que se valorizou marginalmente. No entanto, no acumulado do ano, o IPSA subiu quase 38% em dólares, internalizando um possível cenário político melhor e em linha com o maior apetite pelo risco na América Latina. No entanto, o peso chileno continua subvalorizado e provavelmente precisará que a incerteza política ligada às eleições se dissipe para retomar uma trajetória de valorização mais clara. Neste contexto, as pesquisas começam a dar mais clareza, e parece que a candidata do partido no poder obterá a maioria dos votos no primeiro turno, mas o republicano José Antonio Kast venceria no segundo turno. Com relação à composição do Congresso, a Câmara dos Deputados será totalmente renovada e provavelmente ficará relativamente equilibrada, ou mesmo com uma ligeira maioria da direita. No Senado, as probabilidades também apontam para uma maioria da direita. Voltando à macroeconomia, a atividade em agosto decepcionou e cresceu 0,5% em relação ao ano anterior, embora em seu Relatório de Política Monetária de setembro o Banco Central tenha revisado para cima as projeções de crescimento para este ano e o próximo, para 2,5% e 2,25%, respectivamente. Este maior crescimento virá acompanhado de uma inflação mais resistente, uma vez que a autoridade monetária adiou a convergência para a meta de 3% para o terceiro trimestre do próximo ano. O preço do cobre continuou em alta durante o mês, acompanhando novas interrupções na oferta devido a um acidente em uma mina na Indonésia. No lado da bolsa chilena, as valuations estão sendo negociadas acima da média de 5 anos (razão P/E *fwd.*), mas abaixo da média de 10 anos. No último mês, continuaram a ser observadas entradas de fluxos para o conjunto de ETFs, mas mesmo assim as ações ficaram para trás em relação aos pares. Assim, à medida que se aproximam as eleições gerais de novembro e o mercado acionário perde *impulso*, **decide-se neutralizar a posição em ações chilenas** e apostar nas boas perspectivas para as *commodities*, favorecendo outros países.

Na **Colômbia**, os dados mais recentes revelaram sinais contraditórios em relação à evolução da economia. Por um lado, a atividade econômica em julho cresceu 4,3% ao ano, surpreendendo positivamente as projeções de 2,6% esperadas pelo mercado. O bom desempenho continua justificado principalmente por uma demanda interna que se mantém resiliente, mas que ainda mantém intactas — e com riscos de alta — as pressões inflacionárias. Neste cenário e em linha com as expectativas, o Banco da República decidiu manter a taxa de referência em 9,25% em sua última reunião de setembro, que acumula três meses consecutivos inalterada e com projeções de que encerre o ano no mesmo nível. Nesse contexto, espera-se que a inflação permaneça acima de 5% ao ano, tanto em setembro quanto no final do ano, o que reflete um espaço cada vez mais limitado para cortes adicionais. A este panorama se soma a frente fiscal, onde finalmente foi aprovado o Orçamento de 2026, reduzido em COP 10 trilhões em relação ao projeto original e fixado em COP 547 trilhões, reforçando a discussão de não flexibilizar a política monetária diante das pressões que persistem sobre o déficit. No plano político, continua a incerteza em torno da corrida presidencial devido à nova lei de pesquisas, em vigor

até 31 de outubro, que por enquanto impede conhecer com clareza as tendências de intenção de voto. No entanto, ao longo do ano, tem-se observado um enfraquecimento progressivo da esquerda no país, sendo o fato mais recente a decisão do PacPto Histórico de se retirar da consulta interna de outubro, adiando assim a definição de seus pré-candidatos, enquanto a fusão do movimento foi aprovada sem a participação da Colombia Humana. A isso se soma a crescente radicalização do discurso do presidente Petro, refletida em suas polêmicas intervenções durante a última Assembleia Geral da ONU, o que reforça a percepção de uma esquerda cada vez mais dividida e em retrocesso diante das eleições do próximo ano. Tudo isso ocorre em um contexto marcado pela recente descertificação da Colômbia pelos Estados Unidos na luta contra o narcotráfico, fato que não ocorria desde 1997. Essa descertificação representou uma dura advertência diplomática e, embora a medida possa implicar sanções e a suspensão de apoios no valor de US\$ 450 milhões, a Casa Branca afirmou em seu comunicado que essas decisões não serão tomadas e que os apoios serão mantidos, dada a importância dessa assistência na luta contra as drogas na Colômbia. Em definitiva, isso acaba reforçando a narrativa da direita e ampliando suas possibilidades de capitalizar o descontentamento no próximo processo eleitoral. Apesar desse cenário turbulento, o MSCI colombiano continua com seu desempenho imparável em 2025, rendendo 4% em setembro e mais de 48% no acumulado do ano. Além disso, as valuations continuam atraentes, cotando abaixo da média de dez anos no índice 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 resiliência da atividade econômica, das valuations atraentes e de um mercado acionário que mantém um bom *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 continua entre as mais destacadas da região e a atividade econômica em julho cresceu 3,4% ao ano, marcando o décimo sexto mês consecutivo de crescimento. Diante disso, o Banco Central ajustou para cima sua projeção do PIB para 3,2% até o final de 2025, em resposta ao dinamismo do mercado interno e ao impulso de setores-chave como mineração e agricultura. No que diz respeito à parte fiscal, espera-se que o déficit continue com uma tendência de queda e converja com a meta de 2,2% do PIB para o final do ano, de acordo com as projeções do Ministério da Economia e Finanças. Por outro lado, embora a inflação em setembro tenha acelerado para 1,36% ao ano, ela ficou em linha com as expectativas do mercado e dentro da faixa tolerada pelo Banco Central, onde se espera que se mantenha até o final do ano. Em relação à política monetária, o Banco da Reserva reduziu em 25 pontos-base a taxa de referência após três reuniões consecutivas sem alterações, ficando em 4,25% e em linha com as expectativas. No âmbito legislativo, e em contraste com o adiamento discutido no mês passado, o Congresso finalmente aprovou a oitava retirada de fundos da AFP no valor de PEN 31,6 bilhões (~USD 9,1 bilhões), permitindo que cada afiliado retire até PEN 21,4 bilhões (~USD 6,2 bilhões). Embora essa medida implique uma nova retirada de poupanças previdenciárias — que passaram de 23% do PIB para 10,4% nos últimos cinco anos —, ela reflete que, dada a alta desaprovação enfrentada por Dina Boluarte, o Congresso estaria governando de fato, promovendo medidas populistas com vistas às eleições e garantindo a continuidade do atual governo até o próximo ano. No lado político, após menos de dois meses no cargo, Juan José Santiváñez apresentou sua renúncia como ministro da Justiça e Direitos Humanos, um episódio que, apesar de evidenciar a rotatividade dentro do gabinete, não afetou de forma relevante a continuidade institucional do governo. Além disso, a recente rejeição do Poder Judiciário ao pedido de libertação do ex-presidente Pedro Castillo contribuiu para reduzir a incerteza no curto prazo e mantém uma maior ordem política de cara ao processo eleitoral do próximo ano. Paralelamente, as pesquisas continuam consolidando Rafael López Aliaga e Keiko Fujimori como os principais favoritos para as eleições presidenciais de abril de 2026. Embora exista uma alta fragmentação do eleitorado — com um voto indefinido que continua em torno de 50% —, ambos os candidatos pertencem ao espectro da direita, o que sugere uma clara tendência para uma eventual virada política pró-mercado. Nesse contexto, o MSCI Peru All Cap rendeu 13,5% em

setembro, posicionando-se como o índice de melhor desempenho em relação aos seus pares regionais e deixando para trás o atraso na rentabilidade observado em agosto. Além disso, esse índice apresenta uma alta correlação com os preços de diversas *commodities* — superior a 60% com o cobre e a prata —, e mais de 50% de sua composição corresponde ao setor de Materiais. Dito isso, e como observado ao longo do ano, os preços dos metais registraram aumentos significativos, reforçando as perspectivas positivas para o mercado peruano. Quanto às valuations, estas continuam atraentes, negociando-se abaixo da sua média de 10 anos na relação P/E *fwd*. Assim, com uma economia que se mantém firme, um déficit e uma inflação sob controle e dentro dos seus intervalos-alvo, além de uma visão positiva sobre a continuidade do *momentum* em relação aos preços dos metais, **decide-se levar a OW de neutra para a posição em ações peruanas.**

Na **Argentina**, a atenção está voltada para as eleições intermediárias previstas para o final de outubro. Antecipa-se um mês de alta volatilidade, marcado pela incerteza monetária e política após a dura derrota do governo frente ao peronismo nas eleições regionais da província de Buenos Aires. O governo busca garantir um terço das cadeiras no Congresso para poder vetar projetos e reformas da oposição que coloquem em risco seu plano econômico, centrado em manter o equilíbrio fiscal. Nessa linha, o presidente Javier Milei apresentou o orçamento para 2026, reafirmando que a disciplina fiscal é um princípio inegociável e a principal ferramenta para a recuperação econômica. O plano prevê aumentos reais nas aposentadorias, pensões por invalidez e subsídios em saúde e educação. O saldo positivo tem sido um dos principais trunfos do governo: o superávit fiscal primário atingiu 1,3% do PIB em agosto e deve fechar o ano em 1,5%. No front monetário, o Banco Central teve que recorrer às suas reservas internacionais para conter o câmbio, que chegou a ultrapassar a banda superior, descumprindo assim um dos compromissos assumidos com o FMI no acordo de financiamento assinado em abril. Posteriormente, o peso apresentou uma valuations relevante após o anúncio do secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Scott Bessent, de um acordo de *swaps* com a Argentina no valor de US\$ 20 bilhões. Embora a moeda tenha voltado a ficar acima de ARS 1.400 por dólar, o apoio dos Estados Unidos poderia contribuir para estabilizar o mercado nas semanas que antecedem as eleições e melhorar as margens de aprovação positiva. Este último ponto deteriorou-se recentemente, com o Índice de Confiança no Governo caindo pelo segundo mês consecutivo e atingindo seu valor mais baixo desde que o atual governo assumiu. Do lado macroeconômico, o PIB do segundo trimestre contraiu 0,1% trimestralmente, desestacionalizado, confirmando o arrefecimento econômico em relação ao primeiro trimestre, embora registrando um crescimento de 6,3% em termos anuais. Embora não sejam dados alarmantes, eles são um sinal de alerta e estagnação para uma economia com consumo atrasado. Por outro lado, o processo desinflacionário se mantém e os dados de agosto ficaram pelo quarto mês consecutivo abaixo de 2,0% mensal. Em termos de fluxos, as saídas do principal ETF se acentuaram em 23% do AUM no último mês, acumulando saídas de fluxos de 56% do AUM nos últimos três meses. Assim, com o aumento da volatilidade política na reta final para as eleições intermediárias, decide-se **manter a posição neutra em ações argentinas.**

CHINA: Decide-se levar as ações chinesas de neutra para overweight

O *momentum* das ações na China continua forte. Em setembro, as ações subiram 9,8% em dólares americanos (índice MSCI), liderando o desempenho na Ásia EM e nos mercados emergentes como um todo; apenas o Peru e a África do Sul registraram retornos maiores, ambos mercados correlacionados positivamente com o preço do ouro.

A alta das ações de mais de 40% em dólares americanos no acumulado do ano levou as ações chinesas a serem negociadas 15,1 vezes na relação P/E *fwd*., acima de sua média histórica de 5 anos. Assim, de acordo com a EPFR,

observam-se entradas de fluxos para ações chinesas nas últimas 3 semanas (até 1º de outubro), levando a uma reversão da saída de fluxos durante o ano. No entanto, as perspectivas de crescimento dos lucros são corrigidas para baixo para este ano e para cima para o próximo.

No lado da política interna, durante o mês de outubro será realizado o “*Quarto Plenário*”, que reúne as principais autoridades para determinar o plano quinquenal de desenvolvimento econômico e social do país (2026/2030). A sessão plenária será realizada entre 20 e 23 de outubro e, embora o objetivo seja definir uma estrutura de política de médio prazo, mantém-se a pressão para anunciar novos estímulos, principalmente focados em impulsionar o consumo interno e abordar o desequilíbrio do mercado imobiliário.

Por outro lado, atualmente está sendo realizada a *Golden Week*, período festivo na China caracterizado pelo aumento do consumo interno impulsionado principalmente pelo turismo, pelos setores de serviços e recreação. Os números preliminares apontam para uma aceleração do consumo em relação ao ano anterior. As autoridades emitiram cupons para incentivar o consumo, além de ampliar o horário de funcionamento do comércio. Isso em um contexto em que as vendas no varejo e a produção industrial em agosto desaceleraram para 3,4% e 5,2% ao ano, mantendo o desequilíbrio entre oferta e demanda.

Continuando com os dados econômicos, o PMI RatingDog (ex Caixin) manufatureiro melhorou para 51,2 pontos, o registro mais alto em 6 meses, enquanto o indicador de serviços registrou 52,9 pontos, apresentando melhores perspectivas no setor privado. Quanto à inflação, ela continua sendo um dos principais problemas para as autoridades, já que em agosto contraiu 0,4% ao ano, endurecendo a pressão deflacionária. Por sua vez, o Banco Central decidiu manter as taxas de referência de 1 e 5 anos em 3,00% e 3,50%, respectivamente.

No âmbito geopolítico, em relação aos EUA, observam-se avanços positivos e uma melhor relação. O presidente chinês conversou por telefone com seu homólogo americano, e a conversa foi considerada positiva, produtiva e pragmática. Os presidentes se reunirão na Coreia do Sul, na cúpula da APEC, presencialmente pela primeira vez desde que Trump voltou ao cargo. As negociações continuarão e, no centro delas, um possível acordo de compra de 500 Boeings pela China. Outro aspecto relevante foi o acordo sobre o TikTok. Foi definido um marco a partir do qual Trump assinou uma ordem executiva, estabelecendo o valor potencial de US\$ 14 bilhões, com a ByteDance retendo 20% da participação e 1 assento no conselho.

No contexto de retorno dos fluxos, *momentum* das ações e melhoria do ambiente político e geopolítico, **decidiu-se elevar as ações chinesas de neutras para overweight**, apesar dos sinais contraditórios dos dados econômicos e das valuations caras.

ÁSIA EMERGENTE EXCLUINDO A CHINA: O OW é neutralizado

Os retornos das ações na Ásia emergente, exceto China, continuaram apresentando sinais mistos em setembro, com a Coreia do Sul avançando quase 10% em dólares (índice MSCI) e o restante com rendimentos variados, destacando-se o magro avanço do mercado indiano de 0,5% em dólares (MSCI), associado a novos confrontos com os EUA e em linha com a perda de *momentum* observada no acumulado do ano. Embora os rumos dos diferentes mercados sejam divergentes, não se observa um atrativo nas valuations nem entradas de fluxos consistentes, pelo que se decide manter a posição neutra.

A **Índia** continua presa entre uma posição macroeconômica positiva, mas geopolítica mais pressionada pelos EUA e valuations ajustadas que a tornam menos atraente. Durante setembro, as ações renderam apenas 0,5% (índice MSCI) e registraram um retorno negativo de 12,3% em dólares em um ano, apresentando um atraso acionário acentuado em relação à Ásia EM, com uma rentabilidade de 16,4% em um ano. Enquanto isso, a rupia se desvalorizou 0,7% em relação ao dólar em setembro. Apesar do atraso das ações, elas são negociadas 24,3 vezes na relação P/E *fwd.* sobre sua média histórica de 5 anos. No entanto, os fluxos refletem esse menor apetite pelas ações indianas. De acordo com a EPFR, observam-se saídas de fluxos nas últimas 4 semanas (até 1º de outubro), acumulando saídas de fluxos no acumulado do ano. No âmbito econômico, os PMIs de manufatura e serviços mantêm-se em terreno amplamente expansivo em setembro. Por sua vez, a OCDE ajustou para cima sua projeção de crescimento para o ano fiscal de 2025/2026, de 6,3% para 6,7%. Essa solidez macroeconômica se reflete na saúde corporativa e a projeção de crescimento dos lucros é corrigida para cima para este ano e o próximo. Por outro lado, a inflação acelerou para 2,1% ao ano em agosto, retornando à meta do Banco Central. Por sua vez, a autoridade monetária decidiu manter a taxa de referência em 5,50% em sua reunião de outubro, sinalizando a necessidade de continuar monitorando o ambiente interno e global. No lado da política interna, em 22 de setembro entraram em vigor as novas faixas de impostos sobre bens e serviços, e espera-se que a medida seja positiva para o consumo em meio à temporada de casamentos e festividades religiosas como o Diwali. No contexto de valuations ajustadas, saídas de fluxos, falta de tração acionária, mas com um ambiente macroeconômico e corporativo sólido, **decide-se manter as ações indianas em posição neutra.**

Durante setembro, as ações **sul-coreanas** renderam 9,6%, registrando um *desempenho* superior ao de seus pares regionais e retomando o *ímpeto* após a queda de agosto. O apetite pelo risco não foi afetado pelas novas restrições dos EUA às fábricas sul-coreanas que produzem na China. Pelo contrário, o apetite pelas ações aumentou depois que: i) as autoridades descartaram o aumento do imposto sobre ganhos de capital e ii) os chips HBM3E da Samsung passaram nos testes da Nvidia, o que implicaria na autorização do uso desses chips em aceleradores de inteligência artificial. Isso levou as valuations das ações a serem negociadas a 11,9 vezes na relação P/E *fwd.*, começando a ser negociadas acima de sua média histórica de 5 anos. Em relação aos fluxos, durante setembro, observaram-se leves entradas de fluxos de 1% do AUM para o principal ETF, após as saídas de agosto. Do lado macroeconômico, o índice PMI de manufaturas subiu para 50,7 pontos em setembro, o maior registro desde agosto de 2024. O FMI, por sua vez, sinalizou que o crescimento da economia se recuperará em 2026 (1,8%), a partir de um crescimento moderado de 0,9% em 2025. Em meio ao boom do setor tecnológico e à melhora nas perspectivas econômicas, a projeção de crescimento dos lucros é corrigida para cima para este ano e o próximo. Em agosto, a taxa de desemprego subiu para 2,6% e o FMI destacou a necessidade de abordar a queda na oferta de mão de obra. Enquanto isso, as exportações se recuperaram amplamente, crescendo 12,7% ao ano em setembro, registrando um máximo em termos nominais, impulsionado principalmente pelas remessas de semicondutores, embora o crescimento do total das exportações se deva em grande parte a efeitos sazonais e a quatro dias úteis adicionais em relação a 2024. Quanto à inflação, em setembro, ela acelerou para 2,1% ao ano, aproximando-se da meta de 2% do Banco Central. O FMI indicou que a inflação deve se manter próxima de 2% em 2025 e 2026. Por sua vez, espera-se que o Banco Central mantenha a taxa de referência em sua reunião deste mês. Na última reunião, a autoridade apontou a necessidade de monitorar a dívida das famílias e os preços do mercado imobiliário, acima da inflação. O mercado não consegue internalizar uma queda de 25 pontos-base nos próximos 12 meses. No contexto de valuations ajustadas e fluxos sem uma tendência clara, **decide-se manter neutra a exposição às ações sul-coreanas**, mas mantendo um alto monitoramento diante de uma eventual oportunidade em um contexto de *momentum* das ações e melhora dos dados econômicos.

Nas últimas semanas, **Taiwan** enfrentou pressões por parte da China. As autoridades chinesas apelaram aos EUA para que se opusessem oficialmente à independência de Taiwan e reconhecessem "uma única China". O presidente taiwanês, Lai Ching-te, instou Trump a manter o apoio à ilha e chegou a declarar que, se Taiwan for anexada, a China se tornará um e mais poderosa para competir com os EUA e afetará seus interesses nacionais. A urgência do presidente taiwanês se manifesta depois que os EUA rejeitaram um pacote de apoio militar de US\$ 400 milhões. Apesar desses rumores políticos, as ações taiwanesas renderam 6,3% em setembro (índice MSCI), enquanto a moeda local se valorizou 0,4% em relação ao dólar americano. No lado corporativo, a Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) atingiu um novo recorde histórico na bolsa local, já que se beneficiaria do acordo entre a AMD e a OpenIA. No entanto, os sinais macroeconômicos são mistos. O índice PMI manufatureiro caiu em setembro para 46,8 pontos, acentuando sua queda em terreno contrativo. Por sua vez, embora a produção industrial tenha crescido 14% ao ano em agosto, desacelerando consecutivamente desde o crescimento de 23% ao ano em abril, as autoridades indicaram que essa tendência continuaria. No entanto, as exportações continuam crescendo mais de 30% ao ano pelo quarto mês consecutivo em agosto. Quanto à inflação, ela acelerou ligeiramente para 1,6% e o Banco Central projeta que ela feche o ano em 1,8%, impactada pelo aumento dos preços dos alimentos devido aos efeitos climáticos, como tufões e chuvas. Além disso, a autoridade monetária decidiu manter a taxa de referência em 2,00% em sua reunião de setembro e elevou as perspectivas de crescimento econômico para este ano de 3,1% para 4,5% em relação ao seu comunicado de junho. Nesse sentido, o crescimento econômico se reflete no setor corporativo e a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para cima para este ano e o próximo durante o último mês. Por outro lado, as ações são negociadas acima de sua média histórica na relação P/E *fwd.*, enquanto os fluxos permanecem estáveis durante o último mês. Assim, apesar da solidez do setor de semicondutores, **decide-se manter neutra a exposição em ações taiwanesas**, em meio a valuations ajustadas, fluxos estáveis, dados econômicos mistos e um ambiente geopolítico incerto.

A Indonésia continua com uma alta incerteza em sua política interna. Mais recentemente, o ministro das Finanças afirmou que não acredita que o Banco Central deva ser independente, pensamento que o presidente Prabowo compartilharia. Isso ocorre em um momento em que o Banco Central estaria financiando políticas do governo de Prabowo, no âmbito de um acordo de repartição de encargos implementado durante a pandemia da COVID e que foi novamente implementado para financiar iniciativas sociais do programa do presidente. Assim, durante setembro, as ações recuaram 0,1%, enquanto a rupia se desvalorizou 1,0% em relação ao dólar. Por outro lado, as reservas cambiais da Indonésia atingiram o nível mais baixo em um ano, já que o Banco Central intensificou suas operações para dar suporte à moeda. No âmbito macroeconômico, o índice PMI de manufaturas recuou para 50,4 pontos em setembro e a inflação acelerou para 2,7% ao ano no mesmo mês, impulsionada por uma maior aceleração nos preços dos alimentos. Por outro lado, as políticas restritivas às importações estão afetando a importação de petróleo e seus derivados; assim, empresas como a Shell comunicaram que alguns tipos de gasolina não estarão disponíveis até novo aviso. Diante da falta de oferta e de uma eventual deterioração da situação, a inflação pode sofrer pressão de alta. Por sua vez, o Banco Central reduziu a taxa de referência em 25 pontos-base, para 4,75%, na reunião de setembro. Finalmente, as ações são negociadas com valuations atraentes na relação P/E *fwd.*, mas durante o último mês observam-se saídas de fluxos de 7% do AUM e o crescimento dos lucros é ajustado para baixo para este ano. Nesse contexto de um mercado com valuations atraentes, dados mistos, mas ruídos políticos e saídas de fluxos, **decide-se manter neutra a exposição às ações indonésias**. Por outro lado, o mercado **tailandês** rendeu 2,7% em dólares americanos em setembro, registrando um desempenho inferior ao de seus pares da região, enquanto o baht se desvalorizou 0,3% em relação ao dólar. Durante o mês, Anutin Charnvirakul e seus 35 ministros prestaram juramento perante o rei e iniciaram seu governo com a implementação de um subsídio para impulsionar o consumo e reativar a economia. Isso em meio a uma economia que

foi afetada pela desaceleração do turismo, das exportações (em meio às tarifas dos EUA) e uma inflação que se mantém em terreno contrativo por seis meses consecutivos (-0,7% anual em setembro). O mercado espera que a economia permaneça estagnada e sem crescimento durante o terceiro e quarto trimestres. Por sua vez, espera-se que o Banco Central reduza a taxa de referência em 25 pontos-base na reunião de outubro, dos atuais 1,5%, para estimular a economia e a liquidez. Por sua vez, o primeiro-ministro Charnvirakul deverá convocar eleições gerais em janeiro do próximo ano, o que mantém a incerteza e espera-se que suas políticas sejam principalmente populistas para impulsionar o apoio da população. Do lado do mercado, as ações registram um desempenho inferior ao de seus pares no acumulado do ano, o que leva a valuations atraentes na relação P/E *fwd.* em relação à sua média histórica. No entanto, observam-se saídas de fluxos do principal ETF em 1% do AUM, enquanto a projeção de lucros é corrigida para baixo para este ano e para cima para o próximo, durante o último mês. Assim, dadas as pressões deflacionárias, a incerteza 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 pares regionais e subiram 11,4% em setembro, em linha com a correlação positiva entre as ações e o preço do ouro, que subiu 11,6% no mesmo mês. Enquanto isso, o ZAR se valorizou 2,3% em relação ao dólar. No âmbito econômico, o índice PMI manufatureiro melhorou ligeiramente para 50,2 pontos em setembro. Enquanto isso, a OCDE ajustou para baixo suas projeções de crescimento econômico para este ano de 1,3% para 1,1% e para o próximo ano para 1,3%. Quanto às negociações com os EUA, as autoridades locais afirmaram que elas são construtivas, enquanto o presidente melhorou as relações com os EUA em sua viagem à ONU. No entanto, as empresas programaram cortes de empregos, pois foram afetadas pelas tarifas dos EUA e pela desaceleração econômica. Quanto à inflação, ela desacelerou para 3,3% ao ano em agosto. Por sua vez, o Banco Central manteve a taxa de referência em 7,00% na reunião de setembro. Nesse sentido, para a reunião de outubro do Banco Central, espera-se que a taxa de referência seja mantida em 7,00%, embora o mercado espere que a autoridade reduza pelo menos 50 pontos-base adicionais nos próximos 12 meses. Do lado do mercado, as ações são negociadas com valuations ajustadas na relação P/E *fwd.*, enquanto as expectativas de crescimento dos lucros são corrigidas para baixo durante o último mês para este e o próximo ano. No entanto, no mesmo período, observam-se entradas de fluxos no principal ETF de 4% do AUM. No contexto de valuations ajustadas e perspectivas econômicas e corporativas fracas, **decide-se manter as ações sul-africanas em neutro**, dada a alta correlação do mercado acionário com o ouro e as perspectivas favoráveis para este último e as entradas de fluxos de investimento.

As ações **turcas** começaram o mês em alta, mas caíram 2,6% em setembro. A lira turca, por sua vez, desvalorizou-se 1,1% em relação ao dólar. No âmbito macroeconômico, o índice PMI recuou para 46,7 pontos em setembro e acentuou sua queda em terreno contrativo. Embora a OCDE tenha corrigido para cima sua projeção de crescimento econômico para este ano, de 2,9% para 3,2%. Por sua vez, a inflação acelerou para 33,3% ao ano em setembro, acima das expectativas do mercado e registrando sua primeira aceleração em 15 meses. Enquanto isso, a OCDE ajustou para cima sua previsão de inflação para este ano, de 31,4% para 33,5%. Embora o Banco Central tenha reduzido a taxa de referência em 250 pontos-base, para 40,50%, em sua reunião de setembro, após a aceleração da inflação, o mercado começa a internalizar uma menor flexibilização monetária nas próximas reuniões, enquanto a incerteza política e o sentimento de repressão continuam. Em relação ao mercado, as ações são negociadas com valuations ajustadas na

relação P/E *fwd.* e os fluxos de investimento permanecem estáveis durante o último mês, e as projeções de crescimento dos lucros são ajustadas para baixo para este ano e o próximo. No âmbito geopolítico, o presidente Erdogan se reuniu com seu homólogo norte- , o que impulsionou o sentimento dos investidores. Na reunião, foi acordado que a Turkish Airlines comprará 225 aeronaves Boeing, mas, ao mesmo tempo, os EUA pressionaram pela relação comercial e diplomática com a Rússia. Nesse contexto, com dados econômicos fracos, valuations ajustadas, fluxos estáveis e lucros em correção para baixo, **decide-se manter neutra a exposição às ações turcas**, levando em consideração a baixa liquidez do mercado acionário.

Em setembro, as ações **sauditas** subiram 7,5% em dólares americanos, registrando um *desempenho* superior ao de seus pares da região pela primeira vez desde dezembro de 2024. Enquanto isso, o petróleo Brent subiu 0,5% em dólares no mesmo mês. Quanto às valuations, elas são negociadas a 16,2 vezes no índice P/E *fwd.* em relação à sua média de 5 anos, enquanto se observam entradas de fluxos de investimento no principal ETF de 12% do AUM durante o último mês, impulsionando os retornos. Por sua vez, em sua reunião de outubro, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciou um aumento adicional menor do que o esperado na produção de petróleo, o que tentou frear as quedas no preço da *commodity*. Embora alguns países tenham apontado que a decisão é cautelosa e alguns até alertem para uma desaceleração da demanda. Por outro lado, a Agência Internacional de Energia alerta para a diminuição da produção em campos petrolíferos e os eventuais riscos para a segurança energética. No âmbito econômico, o índice PMI manufatureiro melhorou para 57,8 pontos em setembro, enquanto a OCDE corrigiu para cima suas projeções de crescimento econômico para 3,7% em 2025, ante 1,8%, e 3,9% em 2026, ante 2,5%, influenciada pela normalização da produção de petróleo. Em linha com as melhores expectativas econômicas, a projeção de crescimento dos lucros é corrigida para cima para este ano e o próximo. Em um contexto de melhores perspectivas econômicas, retorno de fluxos e valuations atraentes, **decide-se reduzir o *underweight* em ações sauditas**, mas com perspectivas ainda fracas para o preço do petróleo.

RENTA FIXA

TREASURIES DOS EUA: a posição em *treasuries* de 2 anos é neutralizada de OW, e a posição neutra em *treasuries* de 10 anos, em TIPS e a UW em *treasuries* de 30 anos são mantidas.

A primeira quinzena de setembro foi marcada por um mercado que começou a antecipar um corte nas taxas pelo Fed em sua reunião daquele mês, o que impulsionou uma queda generalizada nos rendimentos, impulsionada por dados fracos de criação de empregos em agosto, novamente abaixo das expectativas. Após a concretização do ajuste de 25 pb, além da publicação do *Dot Plot* e das novas projeções, as taxas se recuperaram moderadamente após as declarações de Jerome Powell e outros membros do FOMC (*Federal Open Market Committee*), que apontaram que as pressões inflacionárias ainda representam um risco relevante no curto e médio prazo. A isso se somaram dados positivos de crescimento, consumo e gastos, que reforçaram a visão de uma economia americana resiliente e contiveram as quedas nas taxas. De qualquer forma, no decorrer do mês, os rendimentos recuaram, com quedas mais pronunciadas nos trechos mais longos, dada a correção dos altos níveis atingidos em agosto. No plano monetário, a atualização do *Dot Plot* aponta para duas reduções adicionais no restante do ano, e o mercado internaliza esse cenário, apesar da falta de informações atualizadas sobre o mercado de trabalho após o fechamento do governo. Assim, espera-se uma nova redução de 25 pontos-base em outubro, replicando a decisão de setembro e consolidando o início do ciclo de flexibilização.

No âmbito econômico, a inflação PCE (medida de preços preferida pelo Fed) acelerou em agosto para 2,6% ao ano, em linha com o esperado pelo mercado, enquanto o componente subjacente se manteve em 2,9% ao ano, sem gerar grandes surpresas. Em termos de crescimento, o PIB do segundo trimestre foi novamente revisado para cima, para 3,8% ao ano, graças a uma melhora no consumo, mostrando resiliência após a contração do primeiro trimestre. No lado do mercado de trabalho, devido ao fechamento do governo, não houve publicação de dados pelo Bureau of Labor Statistics, de modo que o único indicador foi a criação de empregos ADP de agosto, onde se observou uma destruição de empregos, em linha com os últimos dados do payroll.

Em setembro, o Fed decidiu reduzir sua taxa de referência pela primeira vez no ano, reduzindo as taxas de juros em 25 pontos-base. A decisão foi quase unânime, já que o governador interino, Stephen Miran, optou por um corte de 50 pontos-base. Embora a dissidência deste fosse algo esperável, o mercado antecipava que algum outro governador apoiaria uma redução mais agressiva, alinhando-se ao discurso de Trump e se perfilando como possível candidato para suceder Powell como *presidente do Fed*, o que não ocorreu. A reunião incluiu uma atualização do *Dot Plot*, onde a mediana mostrou que os membros do FOMC prevêem dois cortes adicionais em outubro e dezembro, e um nível de taxas mais baixo para o fechamento de 2026. Além disso, foram apresentadas as novas projeções, que corrigiram para cima as estimativas de crescimento para este ano e o próximo, enquanto a inflação projetada para 2026 também foi ajustada para cima. Dessa forma, as projeções refletem um cenário de maior dinamismo econômico, inflação mais persistente e, ao mesmo tempo, uma política monetária mais expansiva. Por outro lado, embora a pressão política do executivo se mantenha, é improvável que Trump consiga destituir Lisa Cook, depois que a Suprema Corte decidiu pela sua permanência no cargo. Assim, a influência do presidente sobre a composição do *Conselho de Governadores* seria limitada no curto prazo. Para o restante do ano, o mercado descontou 50 pontos-base adicionais de flexibilização, enquanto para 2026 as projeções se dividem entre dois e três ajustes de 25 pontos-base, um cenário otimista considerando as condições macroeconômicas atuais e desacoplado do *Dot Plot*, que prevê um corte adicional para o próximo ano.

Dessa forma, o mercado antecipa um ambiente monetário muito expansivo, algo contrário às novas estimativas de crescimento e inflação, e espera um corte nas reuniões de outubro e dezembro, de 25 pontos-base em cada ocasião. Nesse contexto, a taxa de 2 anos está em 3,59%, enquanto a de 10 anos está em 4,16%, com uma curva que permanece íngreme e um diferencial de 10-2 anos próximo a 57 pb (em 6 de outubro).

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 e continua caindo, situando-se em seu valor mais baixo desde o início de 2022, apesar da alta no início de setembro. A baixa volatilidade no mercado de renda fixa, juntamente com a estabilidade do trecho longo da curva e, ultimamente, do dólar, gerou um ambiente de calma que favorece a tomada de riscos e o surgimento de dinâmicas próprias de uma bolha. Os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 5 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, caíram no final de setembro e nos primeiros dias de outubro, registrando atualmente 2,41% e 2,34%, respectivamente. As expectativas de curto prazo também foram corrigidas para baixo, mas ainda mantêm certo descompasso em relação às de médio e longo prazo, em linha com as projeções de inflação do Fed, que antecipam um processo de desinflação mais prolongado durante 2026 e uma convergência mais gradual para a meta.

Diante disso, observam-se forças assimétricas ao longo da curva: os trechos curtos descontam excessivamente cortes futuros, o que poderia levar a uma correção ascendente mais pronunciada, enquanto

os trechos longos e os es enfrentam pressões na mesma direção, embora mais moderadas, configurando um possível *bear flattener*. Nesse contexto, decide-se neutralizar a posição em títulos do Tesouro de 2 anos de OW, uma vez que o mercado parece estar superestimando o cenário de flexibilização monetária ao descontar um número elevado de cortes, apesar do ajuste iminente previsto para outubro. Além disso, mantém-se o UW em títulos do Tesouro de 30 anos, diante da volatilidade da classe de ativos e das pressões fiscais que afetam esse trecho. 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 a primeira metade de setembro, as taxas de juros caíram à medida que o mercado incorporava as expectativas de um corte por parte do Fed. No entanto, após a concretização dessa medida, os rendimentos se recuperaram, impulsionados por dados econômicos favoráveis nos EUA. Ainda assim, o mercado continua descontando um cenário de política monetária expansionista, em linha com a atualização do *Dot Plot*, apesar da incerteza gerada pelo atraso na publicação dos dados de emprego devido ao fechamento do governo. Nesse contexto, e enquanto essa situação persistir, o Fed deverá tomar sua decisão de política monetária deste mês sem dispor de informações atualizadas sobre a evolução do mercado de trabalho e da inflação.

A economia americana surpreendeu positivamente após a revisão em alta do crescimento do segundo trimestre. Em termos de preços, a inflação apresentou uma aceleração moderada e em linha com as expectativas, com um componente de serviços que mantém sua tendência de desaceleração. Por outro lado, os dados dos últimos meses refletem um arrefecimento progressivo do mercado de trabalho, o que reforça a percepção de um menor dinamismo na economia. Neste contexto, as projeções apontam para um cenário de política monetária expansionista para o final do ano, apesar da falta de publicação recente dos dados do mercado de trabalho.

Na Europa, a recuperação econômica avança, mas a um ritmo mais moderado, e o consenso da Bloomberg aumentou sua projeção de crescimento para 1,3% para este ano. A inflação em setembro acelerou acima da meta do BCE, em grande parte devido à menor incidência negativa do componente energia. Ao mesmo tempo, o mercado de trabalho permanece sólido, com uma taxa de desemprego próxima a mínimos históricos. O panorama fiscal e político continua sendo um dos principais focos de preocupação na região, especialmente na França, onde a renúncia do primeiro-ministro após menos de um mês no cargo e as tensões pela discussão do orçamento do próximo ano aumentam a incerteza na região.

Assim, para suas respectivas reuniões de outubro, antecipa-se um novo desacoplamento entre as políticas monetárias dos EUA e da Europa. O mercado espera que o Fed concretize seu segundo corte de taxas no ano, em linha com as projeções do *Dot Plot*, enquanto o Banco Central Europeu manteria sua política inalterada pela terceira reunião consecutiva.

Em setembro, a classe de ativos *Investment Grade* global registrou um retorno de 1,2%. Os *spreads* permanecem em níveis muito comprimidos, mesmo abaixo dos observados no início do ano, antes das altas. Embora o cenário econômico global tenha mostrado alguma melhora, esses níveis não refletem completamente as condições atuais nem os riscos que ainda persistem no ambiente macroeconômico. Além disso, a maior duração e de esta categoria nos leva a manter a

cautela em relação a outras alternativas dentro da 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 yield mensal de 0,6% em dólares americanos, com certo atraso em relação ao seu equivalente emergente, mas com *desempenho* positivo em linha com a renda variável global. O cenário econômico permanece resiliente, dissipando em grande parte as probabilidades de uma desaceleração abrupta ou recessão. Quanto aos *spreads*, eles voltaram a cair após os aumentos limitados de agosto e, mesmo na Europa, estão abaixo do valor anterior ao *Liberation Day*, mantendo-se em níveis historicamente comprimidos, considerando o atual contexto macroeconômico.

A classe de ativos oferece um *yield* de 6,4%, em linha com sua média histórica de dez anos. Por outro lado, as valuations permanecem ajustadas em um ambiente global que, embora mostre melhorias em relação ao esperado há alguns meses, continua com ruídos institucionais, principalmente políticos e fiscais. Esse cenário aumenta a probabilidade de ampliações dos *spreads* no curto e médio prazo, dados seus níveis limitados, elevando o risco para os investidores. Dessa forma, **mantém-se a posição *UW* em *Global High Yield*.**

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

Em setembro, a curva das treasuries dos EUA apresentou alta volatilidade: na primeira metade do mês, predominou uma tendência de queda, enquanto no final do período houve uma recuperação após a publicação de dados favoráveis de crescimento e consumo. Tanto o FOMC quanto o mercado antecipam um novo ajuste monetário em outubro, embora a falta de dados sobre o emprego devido ao fechamento do governo possa gerar incerteza quanto à viabilidade dessa decisão. Durante o último mês, a dívida soberana emergente teve um rendimento de 1,8%, superando sua contraparte das economias desenvolvidas. Por sua vez, a dívida corporativa emergente registrou um desempenho de 1,0%, ligeiramente abaixo do renda fixa corporativa desenvolvida.

Para a dívida soberana, as taxas emergentes têm apresentado menor volatilidade e movimentos mais limitados em comparação com as economias desenvolvidas, apesar da correlação positiva que costumam manter. Paralelamente, os *spreads* corporativos permanecem em níveis muito comprimidos, enquanto os títulos soberanos 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 levar a *overweight* a exposição à dívida soberana, dada a maior atratividade relativa em relação à dívida corporativa e à dos 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, esta classe de ativos registrou um yield positivo, com um avanço de 1,1%. Os *spreads* estão em níveis bastante comprimidos e já com um atraso menor em relação aos seus pares desenvolvidos. No entanto, os títulos corporativos emergentes de maior qualidade de crédito ainda mantêm um *yield* atraente de 5,1%, acima da sua média de dez anos.

Quanto ao *High Yield*, a classe de ativos registrou em setembro um retorno de 0,8%, em linha com o desempenho positivo das ações globais. Apesar do nível comprimido de seus *spreads*, em um contexto de política monetária mais expansiva, 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 high yield*.

No lado dos *mercados locais*, o dólar (DXY), que mostra variações do dólar em relação às moedas desenvolvidas, fechou setembro praticamente sem alterações. Por outro lado, o índice GEMS — que atribui a cada moeda emergente um peso igual ao peso correspondente do país no índice MSCI — teve um desempenho positivo de 0,4%, enquanto que no restante do ano os fundamentos ainda sustentam um potencial de valuations das moedas emergentes. Além disso, os bancos centrais das economias emergentes estão mais avançados em seus ciclos de flexibilização monetária em relação ao Fed, onde o mercado já descontou um cenário especialmente expansionista. Nesse contexto, o diferencial de taxas favorece as moedas emergentes, o que aumenta sua atratividade relativa. Dessa forma, decide-se manter a posição *overweight* nos *mercados locais*.

Em linha com o acima exposto, **decidiu-se levar a OW da posição neutra para a posição em dívida soberana e manter a OW em títulos corporativos IG, HY e mercados locais.**

Exposição a moedas | Outubro de 2025

Moedas	Bench.	Set	Out	OW/UW		Câmbio
USD	55,1%	54,9%	55,7%	OW	0,6%	+
EUR	7,5%	7,5%	7,1%	UW	-0,4%	-
GBP	1,5%	1,0%	1,0%	UW	-0,5%	
JPY	2,35%	2,4%	1,89%	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 | Setembro 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%	4,6%	2,28%	2,32%	0,0	4,2
Renta Fija	50%	46%	-4%	1,1%	0,53%	0,47%	7,0	-1,5
Caja	0%	2%	2%	0,3%	0,0%	0,01%	-4,9	
Oro	0%	2%	2%	11,6%	0,0%	0,23%	17,5	
Cobertura						0,00%	-0,1	
Portfólio					2,81%	3,03%	19,5	2,7
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								22,1
Europa, exceto Reino Unido	13,7%	12,7%	-1,0%	2,1%	0,29%	0,27%	2,4	
Europa Small Cap ex Reino L	1,2%	1,2%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%	0,0	
REINO UNIDO	2,9%	1,9%	-1,0%	1,3%	0,04%	0,02%	3,3	
Crescimento de grandes cap	17,3%	17,8%	0,5%	5,7%	0,99%	1,02%	0,6	
Valor Large Cap dos EUA	14,7%	15,2%	0,5%	2,0%	0,30%	0,31%	-1,3	
Pequenas empresas dos EUA	3,5%	4,0%	0,5%	1,8%	0,06%	0,07%	-1,4	
Japão	4,7%	3,7%	-1,0%	1,6%	0,08%	0,06%	2,9	
Desarrollados	58,0%	56,5%	-1,5%	3,0%	1,75%	1,75%	6,6	
América Latina	4,4%	5,4%	1,0%	6,5%	0,29%	0,35%	2,0	
LatAm Small Cap	0,8%	1,3%	0,5%	4,1%	0,03%	0,05%	-0,2	
China	12,3%	12,3%	0,0%	9,8%	1,20%	1,20%	0,0	
EM Ásia ex China	19,6%	19,6%	0,0%	6,1%	1,19%	1,19%	0,0	
EM Ásia Small Cap	4,9%	4,9%	0,0%	2,0%	0,10%	0,10%	0,0	
Emergentes	42,0%	43,5%	1,5%	6,7%	2,81%	2,89%	1,8	
Ações					4,56%	4,64%	8,3	
Títulos do Tesouro 2Y	8,3%	8,8%	0,5%	0,3%	0,02%	0,02%	-0,4	
Títulos do Tesouro 10Y	11,1%	11,1%	0,0%	0,9%	0,10%	0,10%	0,0	
Títulos do Tesouro 30Y	6,1%	5,1%	-1,0%	3,5%	0,21%	0,18%	-2,4	
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%	1,2%	0,31%	0,30%	-0,1	
HY corporativo global	4,0%	3,5%	-0,5%	0,7%	0,03%	0,02%	0,2	
Deuda Desarrollados	58,6%	57,1%	-1,5%	1,2%	0,69%	0,64%	-2,7	
EMBI	9,5%	9,5%	0,0%	1,8%	0,17%	0,17%	0,0	
EM Corporativo IG	2,8%	3,3%	0,5%	1,1%	0,03%	0,04%	0,0	
EM Corporativo HY	3,8%	4,3%	0,5%	0,5%	0,02%	0,02%	-0,3	
Mercados locais EM	25,3%	25,8%	0,5%	0,6%	0,15%	0,15%	-0,2	
Emergência	41,4%	42,9%	1,5%	0,9%	0,37%	0,38%	-0,5	
Renda fixa					1,05%	1,02%	-3,2	

*Atualizado ** Desde 2001

Dados em 30 de setembro de 2025

Em setembro, manteve-se a posição neutra em ações (50%), diminuindo a OW em caixa (2%), para atribuir uma posição em ouro (2%), mantendo um underweight em bonds (46%). No final do mês, a carteira TAACo Global rendeu 3%, apresentando um desempenho superior ao do índice de referência (22,1 pbs.).

Durante o mês de setembro, em termos de *análise de atribuição*, a alocação de ativos agregou valor, principalmente pela posição em ouro e pelo underweight de renda fixa. Em termos de seleção de instrumentos, o desempenho foi positivo para a renda variável.

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	3,0%	5,2%	15,1%	10,2%	13,6%	6,3%	6,4%	5,5%	10,4%
Benchmark	2,8%	5,1%	15,0%	10,2%	14,0%	5,2%	5,6%	4,3%	10,2%
Perf. inferior/superior (bps)	22	11	8	2	-37	108	76	122	
Ações	4,6%	8,4%	22,3%	16,3%	20,1%	10,3%	8,8%	4,7%	15,2%
Benchmark	4,6%	8,3%	22,5%	16,7%	20,5%	10,2%	8,7%	4,2%	15,1%
Europe ex UK	2,1%	2,8%	25,2%	11,8%	20,5%	8,9%	6,1%	3,5%	18,3%
Europe Small Cap ex UK	0,0%	1,3%	27,8%	13,4%	18,6%	6,3%	6,8%	7,4%	21,1%
UK	1,3%	5,9%	26,3%	17,7%	22,4%	15,4%	7,5%	5,3%	16,1%
US Large Cap Growth	5,7%	11,5%	18,0%	28,0%	33,3%	18,4%	19,8%	--	19,9%
US Large Cap Value	2,0%	4,9%	12,5%	8,7%	15,8%	13,3%	10,4%	--	14,3%
US Small Caps	1,8%	9,4%	9,0%	9,9%	15,4%	12,7%	10,7%	9,3%	20,5%
Japão	1,6%	7,2%	18,4%	14,0%	18,8%	6,8%	6,1%	2,6%	14,7%
Desenvolvidos	3,2%	7,3%	17,4%	17,2%	23,7%	14,4%	12,4%	7,5%	15,0%
América Latina	6,5%	10,2%	43,1%	20,4%	14,4%	13,9%	8,0%	8,0%	24,8%
LatAm Small Cap	4,1%	6,1%	42,0%	17,2%	8,7%	6,0%	3,9%	6,0%	26,6%
China	9,8%	20,7%	41,6%	30,8%	19,5%	0,4%	6,8%	8,6%	28,0%
EM Asia ex China	6,1%	5,5%	18,4%	9,0%	19,3%	11,8%	10,6%	--	17,6%
EM Asia Small Cap	2,0%	5,4%	15,7%	7,2%	18,1%	13,1%	8,8%	9,5%	14,7%
EM Europe and Middle East	5,3%	8,0%	22,6%	17,3%	11,2%	3,7%	0,8%	3,0%	15,6%
Emergentes	7,2%	10,6%	27,5%	17,3%	17,4%	7,0%	7,8%	8,5%	15,0%
Renda Fixa	1,0%	2,0%	7,7%	4,0%	7,5%	0,5%	2,7%	4,3%	6,5%
Benchmark	1,1%	2,0%	7,8%	4,0%	7,6%	0,1%	2,3%	3,7%	6,5%
Treasuries 2Y	0,3%	1,0%	3,7%	3,5%	3,8%	1,2%	1,4%	2,3%	2,0%
Treasuries 10Y	0,9%	1,8%	6,9%	1,4%	2,9%	-3,1%	0,5%	3,4%	8,0%
Treasuries 30Y	3,5%	2,1%	4,3%	-5,7%	-1,9%	-10,0%	-1,1%	3,8%	15,2%
TIPS dos EUA	0,4%	2,1%	6,9%	3,8%	4,9%	1,4%	3,0%	4,4%	6,1%
Global Corporate IG	1,2%	1,9%	9,5%	5,1%	8,5%	0,5%	2,8%	4,5%	8,2%
Global Corporate HY	0,7%	2,3%	9,4%	8,2%	12,4%	4,9%	5,7%	7,0%	7,5%
Dívida desenvolvidos [1]	1,1%	1,8%	7,5%	2,9%	6,2%	-0,8%			
EMBI	1,8%	4,8%	10,7%	8,5%	12,3%	2,3%	4,2%	7,0%	9,2%
EM Corporativo IG	1,1%	3,0%	7,2%	5,6%	7,5%	1,2%	3,5%	--	5,5%
EM Corporativo HY	0,5%	3,1%	7,0%	6,8%	11,3%	2,9%	5,6%	--	7,8%
Mercados locais EM	0,6%	1,0%	7,6%	3,8%	7,3%	2,4%	3,7%	--	7,1%
Dívida emergentes [1]	0,9%	2,2%	8,0%	5,4%	8,9%	2,0%			
Caixa	0,3%	1,1%	3,2%	4,5%	4,8%	3,0%	2,1%	1,7%	0,7%
Ouro	11,6%	16,4%	46,6%	45,5%	31,8%	15,2%	13,1%	11,6%	14,9%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera Índices de elaboração propia

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.