

Global Asset Strategy

Junho

Arthur Mota

Macro Strategy

2025

Trégua tarifária ameniza choque e melhora perspectiva de crescimento

Após abril ter sido marcado pelo anúncio do “Liberation Day” e toda a reação negativa dos mercados, o governo recuou em maio e redesenhou sua estratégia: além de reafirmar uma tarifa universal de 10%, reduziu as tarifas adicionais sobre a China de 145% para 30% (10% universal + 20% relacionada a fentanil). O resultado foi uma tarifa média mais próxima de 13–14%, cerca de 7 p.p. abaixo do inicialmente previsto em nosso cenário base.

Essa trégua reduziu de forma significativa o choque de oferta inicialmente temido e abriu espaço para uma revisão altista do cenário macro. Acreditamos que o crescimento deve permanecer saudável no 2T25, impulsionado por um ambiente de política econômica mais estável. Apesar da incerteza quanto à continuidade da trégua com a China após os 90 dias iniciais, o novo arranjo tarifário representa um freio muito menos severo do que o temido no início de abril. Mantemos nosso cenário base de soft landing, com a demanda doméstica sustentando o crescimento e fornecendo tração para 2026, sustentando nossa revisão de projeção de crescimento para 2025 de 1,4% para 1,8%.

No mercado de trabalho, os dados de maio seguiram mostrando resiliência: foram criadas 177 mil vagas, acima do consenso de 138 mil e em linha com nossa projeção de 165 mil. A média móvel de seis meses acelerou de 171 mil para 193 mil, com a taxa de desemprego estável em 4,2%.

Do lado dos preços, o CPI de abril surpreendeu para baixo (+0,22% m/m vs. consenso de +0,3%), levando a inflação acumulada em 12 meses de 2,39% para 2,31%. O núcleo também veio benigno (+0,24% m/m), com destaque para a queda em vestuário (-0,2% m/m) e alívio nos serviços de transporte. Ainda que a inflação de aluguéis tenha permanecido pressionada, os dados confirmam uma tendência desinflacionária mais sólida do que o antecipado. Com isso, revisamos nossas projeções de inflação para 2025: o CPI cheio caiu de 4,3% para 3,9%, o núcleo para 3,6% e o núcleo do PCE para 3,4%.

A política monetária segue em compasso de espera. O Fed manteve os juros inalterados em 4,25–4,50% na reunião de maio, e Powell adotou um tom neutro, reconhecendo a incerteza do novo regime tarifário. Powell evitou endossar as projeções do SEP de março (com dois cortes) e rejeitou comparações com 2019, reiterando que o cenário atual é diferente. Assim, revisamos nossa expectativa para início do ciclo de cortes em dezembro, com dois cortes adicionais em 2026, levando o Fed Funds para 4,1% no final de 2025 e 3,6% em 2026.

No campo político, a rápida reversão da postura tarifária evidencia uma abordagem mais tática do que ideológica por parte do governo Trump, consolidando a ideia de um “Trump put” — um limite informal à agressividade econômica imposto pela reação dos mercados. No entanto, riscos políticos seguem no radar, incluindo o debate fiscal, possíveis mudanças na liderança do Fed em 2026 e as eleições legislativas, todos com potencial de reintroduzir volatilidade em um ambiente que começa a se estabilizar.

Gráfico 1

PCE - Inflação ao Consumidor (% a/a)

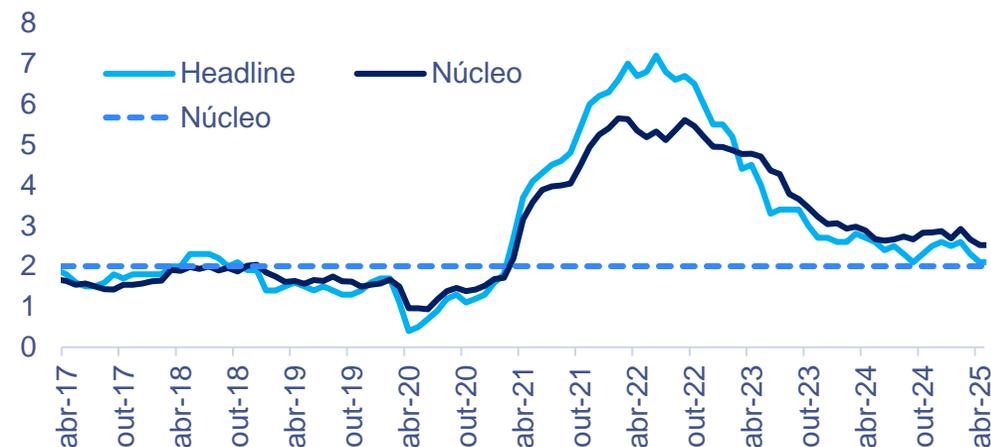
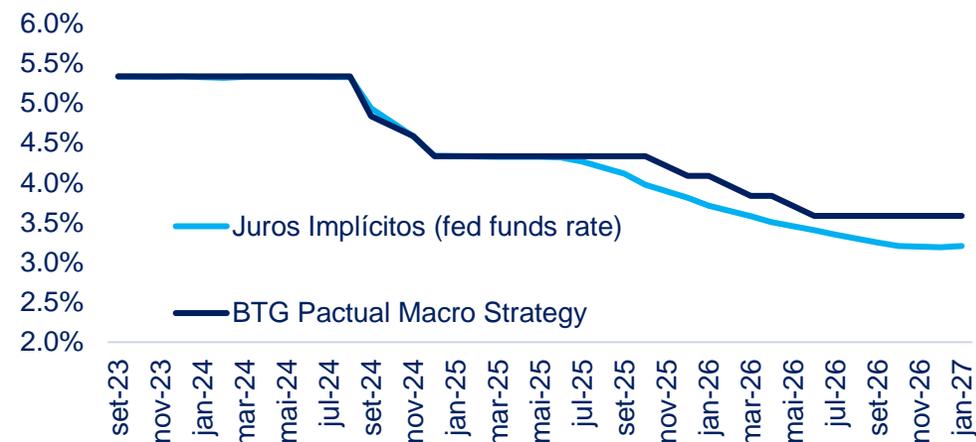


Gráfico 2

Fed Funds Rate (%)



Monitorando o cenário de inflação

O mês de maio foi marcado por dados de atividade mais fracos do que o esperado na Zona do Euro, puxados principalmente pelo desempenho do PMI do setor de serviços, que voltou a operar em território contracionista (48,9 pts. vs. 50,5 consenso). Em contrapartida, o setor manufatureiro apresentou sua quinta melhora consecutiva, superando levemente as projeções (49,4 pts. vs. 49,2 consenso). Destaca-se, nesse contexto, a estabilização dos novos pedidos industriais, que interrompeu um ciclo de três anos de retração. Desse modo, a incerteza relacionada às tarifas ainda persista, ela não parece ser, no momento, o principal fator de fragilidade — sobretudo diante do adiamento das tarifas recíprocas até o início de julho. O cenário atual evidencia, na verdade, a fraqueza da demanda interna, uma vez que o setor de serviços, menos exposto a choques externos, tem mostrado maior vulnerabilidade. No curto prazo, apesar de certo alívio com o avanço das negociações tarifárias, como as já realizadas entre EUA e Reino Unido, a confiança empresarial voltou a recuar em maio, atingindo o menor nível desde outubro de 2023, o que deve continuar atuando como um obstáculo para a atividade.

Para frente, embora o ambiente de juros mais baixos — com possibilidade inclusive de se tornarem expansionistas no segundo semestre — possa representar um vento favorável à demanda doméstica, somado às melhores perspectivas nas negociações comerciais, a contínua queda da confiança de consumidores e empresas pode a seguir impactando negativamente os investimentos.

No campo inflacionário, o CPI de abril permaneceu estável (2,2% a/a), mas o núcleo apresentou maior pressão (2,7% a/a vs. 2,4% anterior), impulsionado pela inflação de serviços (4% a/a). Além disso, é importante destacar que o feriado da Páscoa ocorreu mais tardiamente neste ano, revertendo o efeito benigno observado na inflação de março. Por outro lado, o setor de bens ajudou a suavizar parte da pressão (0,7% a/a vs. 1,1% anterior), sobretudo devido à intensificação da deflação de energia (-3,6% a/a vs. -1% anterior), reflexo da queda nos preços do petróleo.

Apesar das oscilações de curto prazo, a tendência da inflação continua sendo o principal foco do ECB, que, nas palavras da própria Lagarde, segue “bem encaminhada”, com a continuidade da moderação no crescimento dos salários, como refletem as métricas acompanhadas pela instituição. Além disso, as eventuais negociações tarifárias com os EUA também devem contribuir para aliviar as projeções do ECB, fator que deve ser incorporado ao balanço de riscos na próxima reunião de política monetária, para a qual esperamos um novo corte na taxa de facilidade de depósito (de 2,25% para 2%).

Gráfico 3

Inflação ao Consumidor (% a/a)

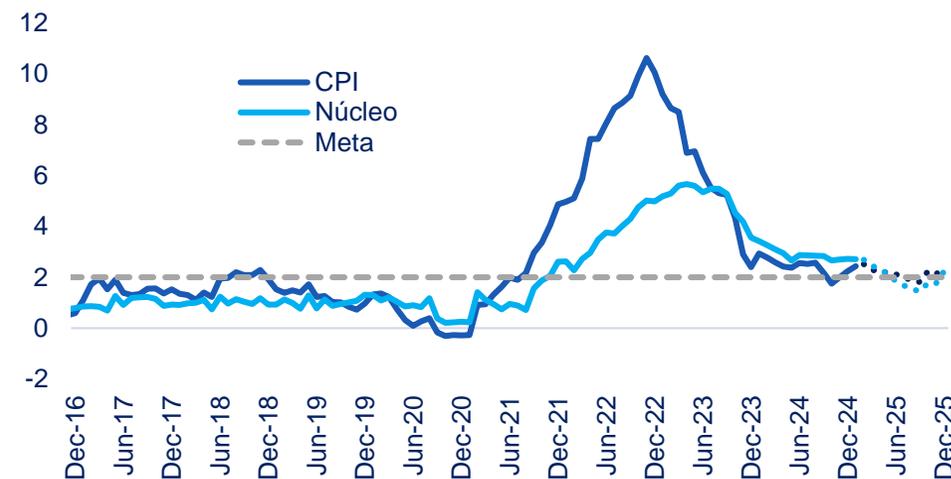
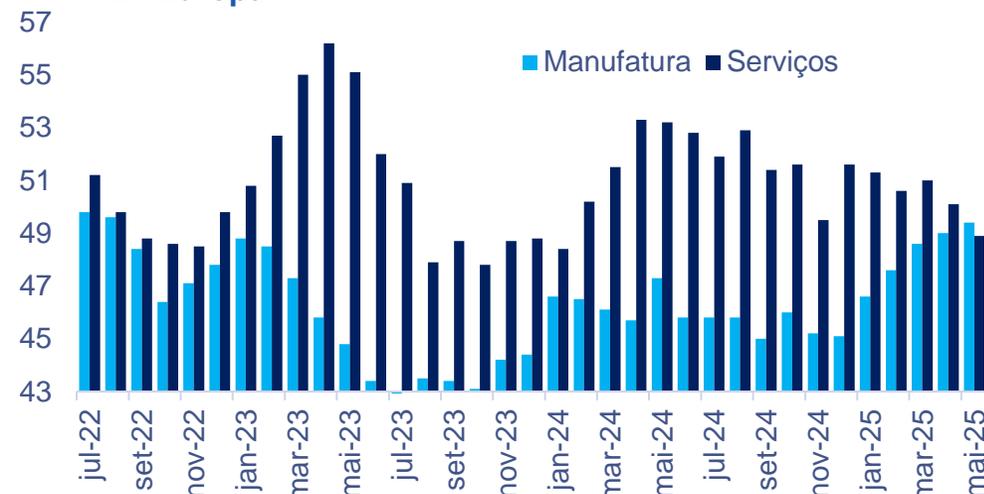


Gráfico 4

PMI Europa



Monitorando o ambiente externo para calibragem dos estímulos

Assim como em abril, o evento de principal destaque na China durante o mês de maio esteve relacionado ao cenário tarifário, desta vez com a desescalada da guerra comercial, após o anúncio de um acordo entre EUA e China válido por 90 dias. O combinado entre as duas potências resultou na remoção de 115% das tarifas aplicadas sobre as exportações chinesas, restando apenas 30%. Dessas, 20% correspondem a tarifas relacionadas ao fentanil, anunciadas no início do ano, e 10% as tarifas recíprocas. Por outro lado, é importante destacar que algumas restrições permanecem em vigor, como o acesso dos EUA à importação de terras raras.

O desenrolar desse cenário tem demonstrado que a postura cautelosa do governo chinês, ao manter-se em modo de espera antes de implementar novos estímulos, foi acertada, visto que a remoção das tarifas recíprocas, amplamente consideradas insustentáveis, tende a apoiar as exportações do país. Em contrapartida, os dados de atividade referentes a abril indicaram novo arrefecimento do crescimento. Apesar de permanecerem acima da meta de crescimento (5% a/a), as vendas no varejo (5,1% a/a vs. 5,9% anterior) decepcionaram no mês. Além disso, embora tenha superado as expectativas do mercado, a produção industrial (6,1% a/a vs. 7,7% anterior) apresentou desaceleração significativa na métrica anualizada e ajustada sazonalmente (2,7% vs. 5,3% anterior).

A despeito do ambiente tarifário mais restritivo no mês, as exportações demonstraram certa resiliência, indicando que a demanda doméstica tem perdido força. Além disso, os dados de vendas no varejo e de crédito seguem sendo sustentados, respectivamente, pelos programas governamentais de troca de ativos e pela emissão de títulos públicos. Nesse contexto, o mercado interno ainda não conseguiu ganhar tração por conta própria, mesmo diante de um mercado de trabalho mais apertado.

Como já era amplamente esperado, os bancos selecionados pelo PBoC reduziram suas taxas de empréstimos de 1 e 5 anos para 3% (vs. 3,1% anterior) e 3,5% (vs. 3,6% anterior), respectivamente. Embora a medida não deva oferecer um suporte significativo à economia, representa uma tentativa de impulsionar a confiança antes da adoção de estímulos mais robustos. Dessa forma, seguimos enxergando espaço para novos cortes de juros ao longo do ano.

Para frente, por um lado, os acordos tarifários com os EUA continuam incentivando uma abordagem cautelosa por parte do PBoC antes de implementar novos estímulos econômicos. Por outro, a fraqueza da atividade interna deve aumentar a pressão sobre o governo para a adoção de medidas de estímulo adicionais.

Gráfico 5
PMI China

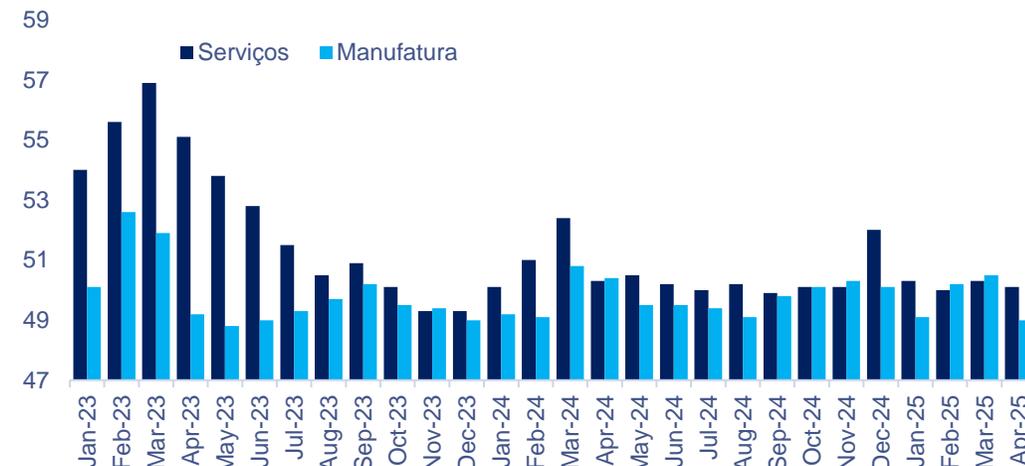


Gráfico 6
China – Mercado Imobiliário (a/a %)



Seguindo optando por qualidade

Os juros soberanos voltaram a apresentar volatilidade em maio. A primeira metade do mês foi marcada por uma abertura das taxas, reflexo da redução do risco de recessão após os acordos comerciais reduzirem expressivamente as tarifas médias aplicadas pelos EUA, mas também em meio à persistente incerteza fiscal. Já na segunda metade do mês, dados de inflação mais construtivos e a descompressão do term premium contribuíram para uma reversão parcial desse movimento.

O mercado passou a precificar apenas dois cortes de juros em 2025, ante quatro anteriormente, diante dessa mudança de cenário — combinando inflação ainda pressionada (embora abaixo do pico observado durante o choque tarifário) com uma atividade econômica que sofreu um choque de oferta menos severo. Isso levou o Fed a adotar uma comunicação mais paciente e cautelosa sobre o ritmo de cortes à frente. Nossa expectativa de três cortes até o final de 2026 segue mais conservadora do que os 4,5 cortes atualmente precificados na curva — o que, em nossa visão, sugere algum espaço para reprecificação do ciclo monetário, ainda que não necessariamente induzido por uma mudança de comunicação do Fed no curto prazo.

No mercado corporativo, após um expressivo aumento dos spreads de crédito em abril — impulsionado pelo Liberation Day e pelo aumento do risco de desaceleração —, maio foi marcado por um fechamento relevante desses prêmios, embora ainda não tenham retornado às mínimas históricas observadas em janeiro. Assim, o mercado continua incorporando um prêmio de risco ligado à condução da política econômica, apesar de um ambiente mais construtivo à frente, com cortes de impostos previstos para o segundo semestre. Isso sustenta nossa sobrealocação no segmento de Investment Grade (IG) neste momento. Em paralelo, mantemos visão neutra para High Yield (HY) — não pessimista.

Dessa forma, permanecemos com uma sobrealocação em Renda Fixa no portfólio, diante dos níveis ainda elevados das taxas. Continuamos esperando que a maior parte do retorno venha do carregamento, mais do que de uma nova rodada de fechamento de taxas e ganho de capital — movimento que já ocorreu parcialmente no mês anterior.

Assim como ao longo de todo o primeiro semestre, ainda esperamos volatilidade no mercado de juros no curtíssimo prazo, reflexo das mudanças no cenário de política monetária e da própria agenda econômica da nova administração. Esse ambiente exige uma gestão mais cautelosa de duration e de risco de crédito, com preferência por qualidade. Seguimos com uma duration abaixo do benchmark — atualmente em 5 anos.

Gráfico 7

Curva de Juros UST (%)

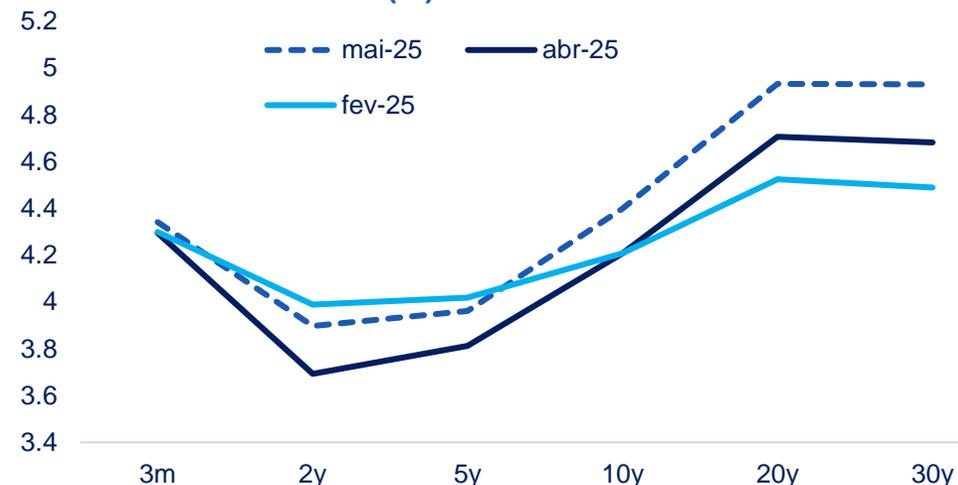
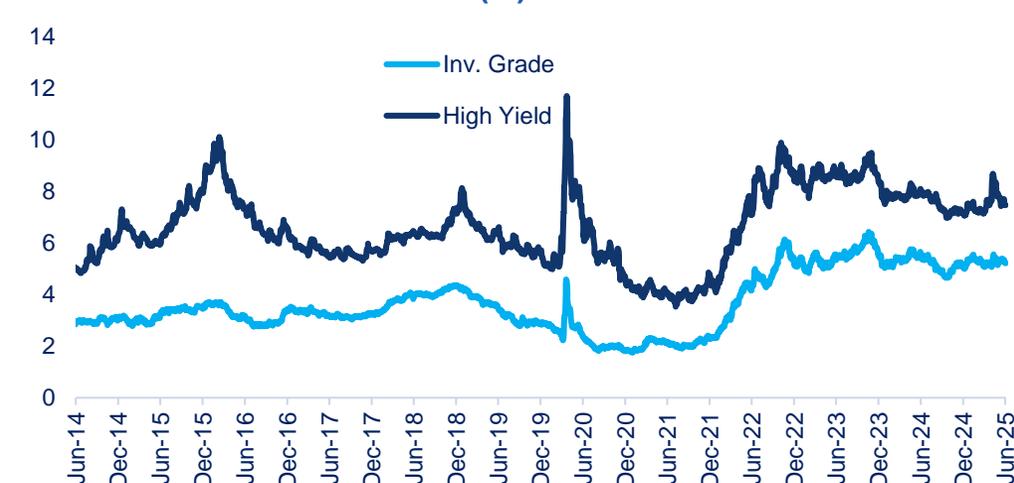


Gráfico 8

Juro Nominal - Crédito US (%)



Ajustando a diversificação geográfica

O mercado acionário acabou se beneficiando da redução da incerteza proveniente dos acordos comerciais que diminuíram o nível das tarifas, especialmente com a China, e reduziram o risco de desaceleração da economia americana. Além disso, vale destacar que a temporada de resultados do 1T25 foi saudável: 491 empresas já divulgaram seus números, com uma surpresa positiva nos earnings de aproximadamente 7,66%, acima do registrado em temporadas anteriores, mostrando que as companhias conseguiram navegar bem o ambiente de incerteza.

Com a menor alocação dos agentes de mercado em renda variável americana entre fevereiro e abril, esses vetores impulsionaram uma forte recuperação dos preços em maio, exigindo uma nova reflexão sobre o cenário à frente, já que o valuation deixou de estar tão descontado e se aproxima da média histórica recente. A valorização do mercado foi mista em composição, com alguns setores apresentando expansão de múltiplos e outros se beneficiando de revisões de lucros, após guidances mais positivos e um ambiente mais construtivo.

Assim como no mês anterior, voltamos a avaliar se seria o momento adequado para realizar um ajuste na alocação geográfica. Decidimos então reduzir a subalocação em mercados desenvolvidos fora dos EUA — que estava com dois notches de subalocação — para apenas um notch, mantendo nossa preferência pelo mercado acionário americano, mas reconhecendo também o menor equity risk premium neste momento, o que justifica um ajuste pontual sem abrir mão da sobrealocação nesse mercado.

Nosso time de análise de ações manteve o target price do S&P 500 em 5.800 pontos, com um ajuste no P/E de 21x para 19x, em linha com o consenso (5.870). Em nossa visão, esse nível já refletiria uma queda de 50 bp no ROE (para 19%), patamar ainda saudável e sustentado pelo aumento de produtividade das principais empresas, o que justifica a sobrealocação na bolsa americana, mesmo diante da expectativa de continuidade de um ambiente volátil no curto prazo. Vale reforçar que seguimos com uma posição neutra na alocação agregada em renda variável, em função da menor subalocação em países desenvolvidos fora dos EUA — ainda que em menor grau neste momento — e de um apetite reduzido por mercados emergentes. Mantemos a sobrealocação nos EUA, reconhecendo que o curto prazo seguirá volátil, mas com uma pauta estrutural positiva para a economia e boas expectativas para o segundo semestre.

Gráfico 9

Ações Crescimento vs Ações Valor



Gráfico 10

Ações Desenvolvidos vs Emergentes

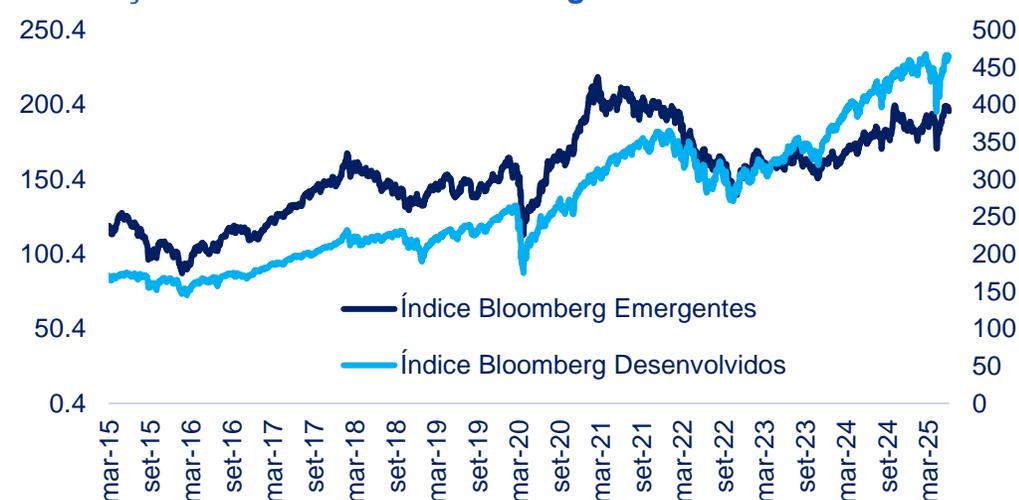


Tabela 1 - Posicionamento por Classe de Ativo

Classe de Ativo	Low	Moderate	High	Speculative
Renda Fixa	100.0%	77.5%	55.0%	37.5%
<u>Soberano Mercados Desenvolvidos</u>	14.5%	16.0%	8.5%	7.5%
<u>Curto/Cash</u>	9.5%	9.0%	5.5%	6.0%
<u>Longo</u>	5.0%	7.0%	3.0%	1.5%
<u>Corporativo High Grade</u>	55.0%	43.5%	33.0%	22.0%
<u>Corporativo High Yield</u>	15.0%	10.0%	7.5%	4.0%
<u>Soberano Mercados Emergentes</u>	15.5%	8.0%	6.0%	4.0%
Renda Variável	-	20.0%	40.0%	55.0%
<u>EUA</u>	-	16.5%	30.5%	40.0%
<u>Mercados Desenvolvidos (exceto EUA)</u>	-	2.5%	6.5%	10.0%
<u>Emergentes</u>	-	1.0%	3.0%	5.0%
Alternativos	-	2.5%	5.0%	7.5%
<u>Commodities</u>	-	-	2.5%	5.0%
<u>REITs</u>	-	2.5%	2.5%	2.5%
Global Asset Strategy	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Para alternativas de implementação dos posicionamentos acima, veja nossas Top Picks de ETFs e fundos mútuos por classe de ativos nos links: [ETF Watch List](#) / [Fundos Mútuos Focus List](#)

Nota (*): Acima, apresentamos a nossa visão de alocação tática não apenas para as classes de ativos selecionadas, mas também o detalhamento da nossa visão dentro de cada classe. É importante ressaltar que o Global Asset Strategy busca alinhar o nível de risco da estratégia para cada perfil, mesmo considerando ativos mais arriscados para perfis mais conservadores. A gestão de risco é feita com base na análise top-down macro, além da avaliação quantitativa das alocações, mas sempre considerando o portfólio como um todo.

Tabela 2 – Alocação por Classe de Ativo

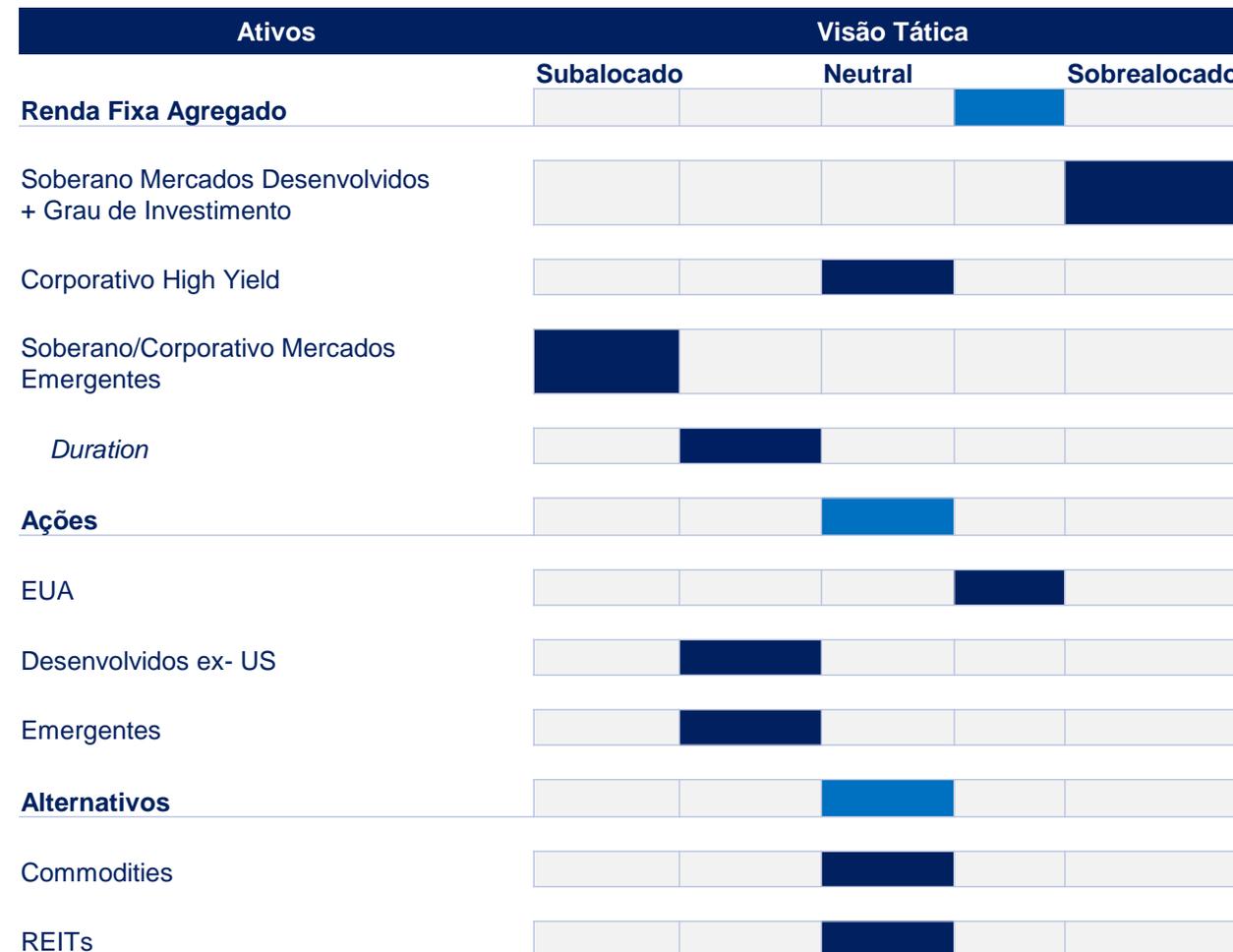


Tabela 3 – Desempenho das Classes de Ativos

	mai-25	abr-25	2025	12M	24M
Renda Fixa - Índice (%)					
Global Aggregate	-0.4%	2.9%	5.3%	7.0%	7.9%
Global Inv. Grade	0.1%	2.2%	5.2%	7.4%	12.8%
Global High Yield	1.6%	0.9%	4.4%	10.9%	26.7%
Emerging Markets	0.7%	0.0%	3.0%	8.0%	17.6%
Ações					
Mundo	5.7%	0.7%	4.2%	12.1%	38.0%
S&P 500	6.2%	-0.8%	0.5%	12.0%	41.4%
S&P 500 Growth	9.3%	2.2%	2.1%	19.8%	56.3%
S&P 500 Value	2.8%	-3.7%	-1.2%	2.8%	24.9%
Eurostoxx 50	4.0%	-1.7%	9.6%	6.6%	27.2%
Nikkei 225	5.3%	-2.9%	-4.8%	-1.4%	22.9%
Emerging Markets	4.0%	1.0%	7.6%	10.3%	20.7%
Moedas/Commodities					
Dólar - DXY	-0.1%	-4.6%	-8.4%	-5.1%	-4.8%
Euro	0.2%	4.7%	9.6%	4.6%	6.2%
Yuan - CNY	-1.0%	-0.4%	-1.4%	-0.7%	1.7%
Petróleo (WTI)	4.4%	-18.6%	-15.2%	-21.0%	-10.7%
Ouro	0.0%	5.3%	25.3%	41.3%	67.6%
Benchmark*					
40% RF 60% Ações	3.3%	1.6%	4.6%	10.1%	25.9%
60% RF 40% Ações	2.1%	2.1%	4.8%	9.1%	19.9%

Nota (*): Para mais informações dos índices utilizados, ver **Apêndice**

Tabela 4 – Projeções BTG Pactual Macro Strategy

	2022	2023	2024E	2025E	
EUA	<i>PIB</i>	2.50	2.90	2.80	1.80
	<i>CPI Headline</i>	6.46	3.35	2.90	3.89
	<i>CPI Núcleo</i>	5.69	3.93	3.20	3.61
	<i>PCE Headline</i>	5.40	2.60	2.56	3.59
	<i>PCE Core</i>	4.86	2.93	2.79	3.41
	<i>Fed funds rate</i>	4.38	5.38	4.38	4.13
Zona do Euro	<i>PIB</i>	3.50	0.40	0.68	0.70
	<i>CPI Headline</i>	9.21	2.95	2.40	2.06
	<i>CPI Núcleo</i>	5.19	3.37	2.90	2.16
	<i>ECB Deposit rate</i>	2.50	4.00	3.00	2.00
China	<i>PIB</i>	3.10	5.40	5.00	4.00

Diversificação de Portfólio

Atualmente divulgamos dois relatórios de alocação, um focado em ativos brasileiros (Asset Strategy) e outro em ativos globais (Global Asset Strategy). Entendemos que a combinação dos portfólios, independente do perfil de risco, possibilita a busca de uma relação mais equilibrada de risco vs retorno. Dessa forma, a alocação e diversificação global busca:

Estabilidade Patrimonial

Alocar em ativos de moeda forte busca garantir menor impacto da inflação e menor volatilidade em parte do patrimônio.

Descorrelação com Ativos Locais

Expor parte do patrimônio em moeda forte e outros setores reduz a volatilidade do portfólio.

Diversificação Setorial

Investir em ações de tecnologia de fronteira, como IA, apenas são capturados no mercado externo.

Como tenho acesso ao Asset Strategy (AS)? Bem como o Global Asset Strategy, o AS possui periodicidade mensal e é divulgado no início de cada mês na plataforma de conteúdos do [BTG Content](#).

Asset Allocation BTG Pactual		Alocação Portfólio
Geografia	Relatórios Macro Strategy	100%
Doméstico (R\$)	Asset Strategy (Brasil)	70%
Internacional (US\$)	Global Asset Strategy	30%

Apêndice

Renda Fixa - Índice (%)

Global Aggregate	Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index
Global Inv. Grade	Bloomberg Global Agg Credit Total Return Index
Global High Yield	Bloomberg Global High Yield Total Return Index
Emerging Markets	Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index

Ações

Mundo	MSCI World Index
S&P 500	SPX Index
S&P 500 Growth	S&P 500 Growth Index
S&P 500 Value	S&P 500 Value Index
Eurostoxx 50	Euro Stoxx 50
Nikkei 225	Nikkei 225 Index
Emerging Markets	MSCI Emerging Markets Index

Moedas/Commodities

Dólar - DXY	DXY Index
Euro	EURUSD
Yuan - CNY	CNYUSD
Petróleo (WTI)	WTI (Spot)
Ouro	Ouro (Spot)

Benchmark

40% RF 60% Ações	60% Mundo e 40% Global Aggregate
60% RF 40% Ações	40% Mundo e 60% Global Aggregate

Este material foi preparado e distribuído pelo BTG Pactual US Capital, LLC ("BTG PACTUAL" ou "BTG Pactual US"), uma corretora de investimentos registrada perante a SEC e membro da [FINRA](#) e [SIPC](#), com cunho meramente informativo, não configurando consultoria, oferta, solicitação de oferta, ou recomendação para a compra ou venda de qualquer investimento ou produto específico. Este material não é um relatório de research e não é direcionado a você se o BTG Pactual US, ou as suas afiliadas, forem proibidos ou possuem restrições em relação à distribuição destas informações em sua jurisdição.

Este material não deve servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor, que, antes de tomar qualquer decisão, deverá realizar uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face ao seus objetivos pessoais e ao seu perfil de risco (Suitability). As informações e opiniões aqui expressas são consideradas confiáveis à data desta publicação e foram obtidas de fontes públicas e fidedignas. Nenhuma garantia ou responsabilidade, expressa ou implícita, é feita a respeito da exatidão, fidelidade ou totalidade das informações aqui apresentadas exceto pelas informações relacionados ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e suas afiliadas.

Este material não tem por objetivo ser uma afirmação ou resumo definitivo relacionado aos ativos, mercados ou operações aqui apresentadas. Todos os investidores deverão realizar as suas próprias pesquisas e análises antes de tomar qualquer decisão relacionada a investimentos. Declarações feitas neste material que não sejam relacionadas a fatos históricos podem ser resultado de informações obtidas através de performances simuladas e expectativas, estimativas, projeções, opiniões ou crenças dos analistas do BTG Pactual. Estas declarações envolvem riscos conhecidos e desconhecidos, incertezas e outros fatores que devem ser minuciosamente analisados. Ainda, este material pode conter projeções futuras que podem ser relevantemente diferentes de eventos ou resultados reais de performance (a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rendimentos similares no futuro). Caso links de fontes externas tenham sido utilizados, não há garantia da existência de qualquer apoio, aprovação, investigação, verificação ou monitoramento por parte do BTG Pactual. Caso você decida por acessar o link de website de uma fonte externa, você concorda em fazê-lo por sua própria conta e risco, estando sujeito aos Termos e Condições e Políticas de Privacidade aplicadas por este website, as quais o BTG Pactual não possui nenhum controle. O BTG Pactual não é responsável por quaisquer informações ou conteúdos presentes nestes websites. Este material foi fornecido a você pelo BTG Pactual e suas afiliadas e são de uso pessoal, apenas. As informações fornecidas devem ser tratadas de forma confidencial e não devem ser, em parte ou em todo, reproduzidas ou ter suas cópias circuladas sem prévia autorização do BTG Pactual.

Maiores informações sobre o BTG Pactual US, incluindo custos e taxas relacionadas às contas de investimento, podem ser acessadas através dos websites [Disclosure Page](#), [Form CRS](#) e [FINRA BROKERCHECK](#). Condições se aplicam. A abertura de conta é sujeita à análise.

Investimentos não são garantidos por quaisquer agências governamentais federais dos Estados Unidos da América ou pelo Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). O investimento realizado está sujeito a riscos conhecidos e desconhecidos, incluindo a possível perda total do montante total investido.