

Global Asset Strategy

Setembro

Arthur Mota

Macro Strategy

2025

Reiniciando o ciclo de corte de juros

Após crescer 3,3% t/t saar no 2T25, a economia americana está posicionada para avançar 2,1% no 3T25, com a ausência da contribuição positiva do setor externo (menor volume de importações), mas com uma aceleração marginal do consumo. A despeito do nível ainda elevado de incerteza quanto à dimensão e à duração dos efeitos das novas políticas sobre o crescimento, entendemos que as condições financeiras e de crédito mais frouxas, um ambiente regulatório e tributário mais benigno para investimentos e os fundamentos do consumo — em especial o balanço patrimonial das famílias — seguem como pilares para a projeção de crescimento de 1,8% em 2025 e 1,9% em 2026.

Quanto ao mercado de trabalho, o relatório de julho trouxe sinais mais claros de perda de tração: o payroll avançou apenas 73 mil vagas e as revisões de maio-junho somaram -258 mil, derrubando a média móvel de três meses para 35 mil — abaixo do breakeven do mercado de trabalho. A taxa de desemprego subiu para 4,2%, movida por novos entrantes e reentrantes, e não por desemprego permanente. À frente, persiste a incerteza quanto ao tamanho das revisões: a divulgação de setembro (referente a agosto) incluirá o benchmark do payroll com o QCEW e pode trazer ajustes baixistas para os 12 meses entre abril de 2024 e março de 2025. Ainda assim, projetamos que a taxa de desemprego permaneça relativamente baixa ao longo do ano (4,4%), sobretudo pela desaceleração da oferta de trabalho — mantendo o consumo mais sensível à renda real do que a mudanças pontuais no nível de emprego.

A inflação, por sua vez, voltou a refletir o impacto das tarifas, mas de forma menos intensa que nos meses anteriores. O CPI headline de julho desacelerou de 0,29% para 0,20% m/m (2,7% a/a), enquanto o núcleo permaneceu em 0,32% m/m (3,0% a/a). Nossa cesta de bens sensíveis a tarifas mostrou acomodação (0,29% m/m vs. 0,71% em junho), embora alguns itens ainda não tenham exibido repasse claro, como veículos novos. Já os serviços aceleraram para 0,36% m/m, puxados por transporte e saúde, enquanto os aluguéis seguem arrefecendo e ajudando a ancorar o núcleo. Novas tarifas foram implementadas em agosto, enquanto os preços ao produtor e de importação seguem apontando para a continuidade da pressão tarifária nos próximos meses. Esse processo já está incorporado em nosso cenário, que antevê um CPI de 3,4% no final deste ano, com os impactos se dissipando no segundo semestre de 2026, trazendo a inflação para 2,4% no final daquele ano.

No âmbito da política monetária, o discurso de Powell em Jackson Hole abriu caminho para um corte de 25pb em setembro, ao classificar a política atual como restritiva, mas em um novo balanço de riscos. O presidente destacou que o mercado de trabalho se encontra em um “equilíbrio curioso”, com riscos de deterioração que podem se materializar rapidamente em forma de demissões e desemprego mais alto, tornando o emprego o principal vetor da reação do Fed. Em relação à inflação, Powell tratou as tarifas como um choque pontual de preços, reduzindo a restrição inflacionária e reforçando a inclinação dovish do comitê, que também vem sendo remodelado por novos membros alinhados ao governo Trump. Diante desse contexto, revisamos nosso call de três para cinco cortes, levando a taxa terminal de 3,6% para 3,1%, com três cortes sequenciais a partir de setembro e dois adicionais em 2026, já sob a nova presidência. Esse sequenciamento reflete uma estratégia “stop-and-go”, em que o atual chairman ancora o ciclo com um afrouxamento inicial para reequilibrar o balanço de risco, deixando espaço para seu sucessor estender o caminho com o restante do ajuste. Nossa cenário-base permanece sendo de soft landing, em um ciclo de cortes que busca evitar uma contração mais acentuada, ao mesmo tempo em que preserva a credibilidade inflacionária.

Gráfico 1

PCE - Inflação ao Consumidor (% a/a)

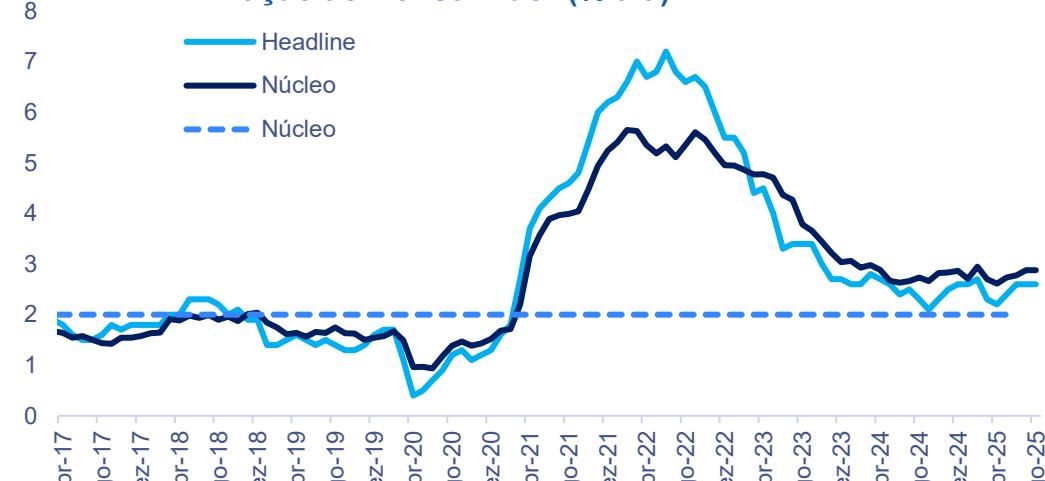
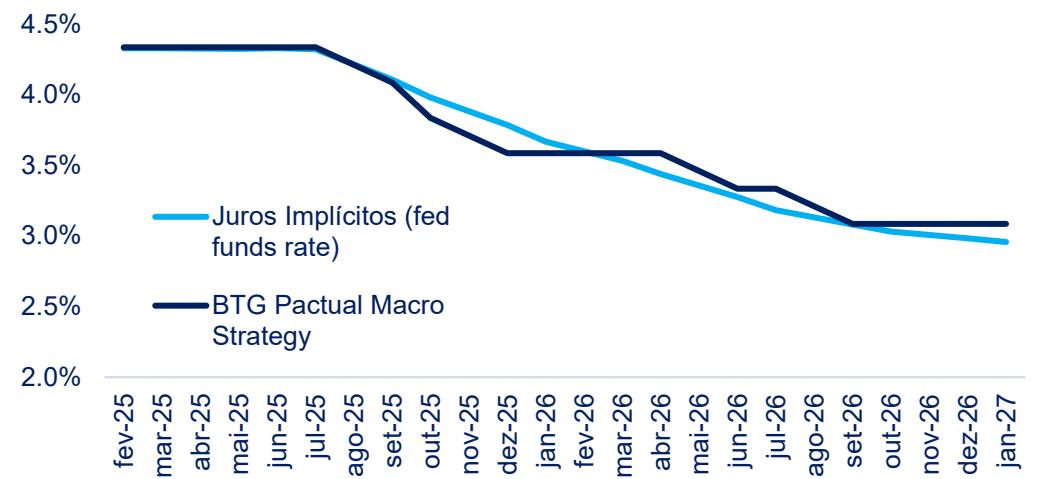


Gráfico 2

Fed Funds Rate (%)



ECB em pausa e governo chines precisando suportar a economia

Na Zona do Euro, a leitura final do CPI de julho confirmou a inflação em linha com a meta, mas ainda com sinais mistos em sua composição. O headline ficou em 2,0% a/a e o núcleo em 2,3% a/a, ambos marginalmente acima da leitura preliminar. Serviços continuam sendo o principal motor, mas sua contribuição recuou, enquanto alimentos, álcool e tabaco aceleraram, atingindo o maior peso em mais de um ano. Nossas métricas de inflação subjacente sugerem que a tendência é de estabilização próxima a 2%, mas a recente apreciação do euro pode adicionar pressões desinflacionárias à frente.

No lado da atividade, o PMI composto de agosto surpreendeu positivamente, avançando para 51,1 pontos, o maior nível em 15 meses. A alta foi puxada pela recuperação da manufatura (52,3), enquanto serviços recuperaram levemente. Alemanha e França lideraram a melhora, com destaque para o setor industrial francês, enquanto o núcleo periférico mostrou uma leve perda de fôlego, mas ainda em patamares saudáveis. O resultado sinaliza alguma resiliência da demanda doméstica, compensando a fraqueza das exportações, mesmo em meio ao cenário global adverso.

O pano de fundo político, no entanto, adiciona riscos ao quadro macro. Na França, o governo Bayrou enfrentará um voto de confiança em setembro, com chances elevadas de derrota, o que pode abrir espaço para eleições antecipadas e maior incerteza fiscal. Ao mesmo tempo, as negociações de paz entre EUA, Europa e Rússia em torno da guerra na Ucrânia seguem em curso, mas ainda sem progresso decisivo; um eventual acordo de paz poderia reduzir prêmios de risco e aliviar pressões de energia, mas também traria novos desafios de reconstrução e defesa. Nesse contexto, o ECB tende a manter cautela, calibrando sua política a partir da interação entre inflação ancorada em torno de 2% e riscos políticos e geopolíticos ainda significativos, evitando alterações nas taxas no curto prazo.

Já na China, os dados de atividade de julho com desempenho bem abaixo das expectativas, reforçando a perda de tração da economia no segundo semestre. A produção industrial cresceu 5,7% a/a (junho: 6,8%), o varejo avançou 3,7% a/a (junho: 4,8%) e o investimento em ativos fixos caiu 5,2% a/a, seu pior resultado desde a pandemia. O quadro reflete a combinação de crise imobiliária, impacto das novas medidas sobre consumo e serviços e os efeitos do ajuste regulatório em setores com excesso de capacidade. O conjunto dos dados indica que a demanda doméstica enfraquece, mesmo após estímulos pontuais em infraestrutura e programas de consumo.

No lado político, Pequim anunciou medidas adicionais, como subsídios, investimentos em grandes projetos e apoio social, mas estas ações parecem insuficientes para evitar uma desaceleração mais evidente no segundo semestre. Além disso, a intensificação da campanha regulatória — incluindo maior fiscalização sobre a segurança social a partir de setembro — tende a pressionar pequenas e médias empresas, ampliando a necessidade de novos estímulos adiante. Nesse contexto, reforçamos a visão de que o governo terá de anunciar pacotes adicionais para sustentar a atividade e preservar a meta de crescimento de 2025. Seguimos projetando crescimento de 4,7% este ano e 4,5% em 2026.

Gráfico 3

PMI China

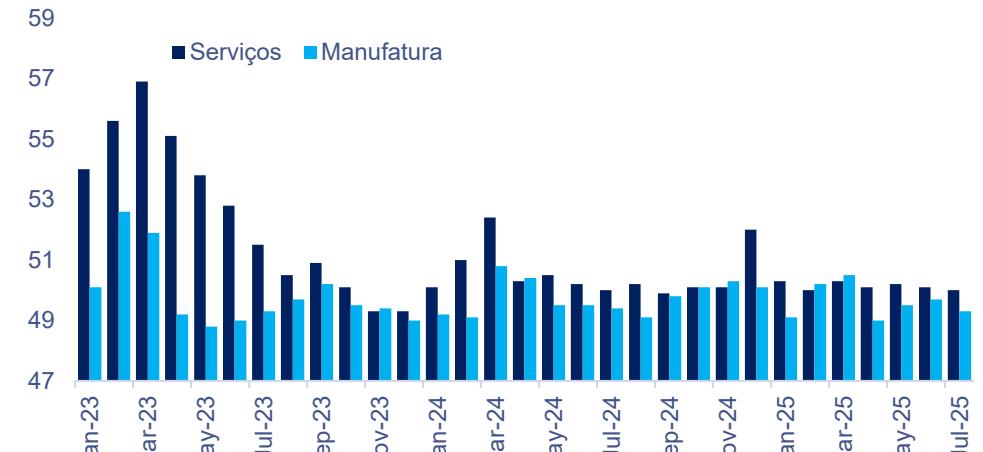
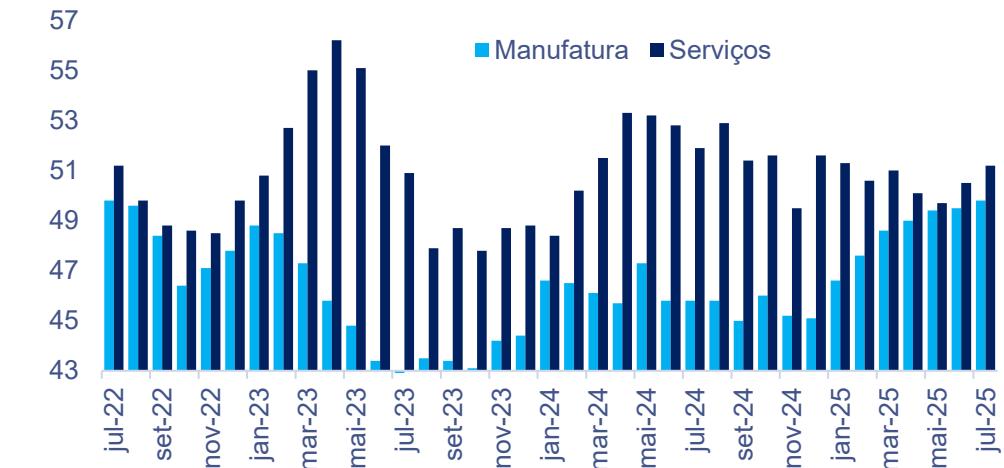


Gráfico 4

PMI Europa



Estratégia Renda Fixa

Curva de juros volátil em meio ao novo ciclo monetário

O mês de agosto foi marcado por uma mudança abrupta no cenário de juros logo em seu início, com a divulgação de um Payroll mais fraco do que o esperado, que chancelou o início do ciclo de queda de juros em setembro, pressionando o restante da curva para baixo e reforçando mais uma vez o movimento de steepening entre seus vértices.

O term premium voltou a se elevar após o fechamento observado em julho, quando refletia os acordos comerciais, mas agora por outro motivo: a percepção de que, mesmo já estando na antessala do início do ciclo de cortes, Trump poderia seguir em sua tentativa de influenciar o board do Fed, ao anunciar a demissão de Lisa Cook, membra votante do comitê, ainda que sem as garantias legais para tanto. Esse episódio criou um ambiente judicializado ao redor do Fed, reacendendo questionamentos e afetando a credibilidade institucional do mercado de juros e do próprio dólar — ainda que em magnitude significativamente menor do que a verificada no primeiro semestre. Esse tema deve permanecer no radar do mercado ao menos até o final do mandato de Powell, em maio, e a posse do próximo chairman, que deverá conduzir cortes adicionais.

Com o nosso novo cenário de juros, mesmo considerando o potencial inflacionário das tarifas, o juro real apresenta um balanço de risco baixista, tanto pelo lado da atividade quanto pela possibilidade de um Fed mais dovish do que os fundamentos justificariam em 2026. Por sua vez, o prêmio de inflação deve seguir elevado nos próximos meses, até que as incertezas relacionadas ao cenário tarifário e de política econômica se reduzam.

No mercado corporativo, os valuations permanecem menos atrativos com o novo fechamento dos credit spreads, embora as taxas nominais sigam elevadas. Esse ambiente respalda nossa sobrelocação em Investment Grade (IG) neste momento, com preferência por ativos de maior qualidade de crédito em um contexto de prêmios menos evidentes. Em paralelo, mantemos visão neutra para o segmento de High Yield (HY) — mas não pessimista.

Assim como ao longo de 2025, seguimos com sobrelocação 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 das taxas e ganho de capital — movimento que pode voltar a ocorrer mais para o final do ano.

Ainda projetamos um ambiente de elevada volatilidade para o mercado de juros no curíssimo prazo. Esse contexto exige gestão mais cautelosa de duration e risco de crédito, com preferência por ativos de maior qualidade. Mantemos duration abaixo do benchmark (7 anos) — atualmente em 5 anos. É importante destacar que notamos uma assimetria nos vértices mais longos: a curva fecha menos quando o movimento é liderado pelos curtos (apenas 0,9x o movimento) e abre mais em cenários de alta da curva (1,6x o movimento).

Gráfico 7

Curva de Juros UST (%)



Gráfico 8

Juro Nominal - Crédito US (%)



Valuation mais esticados, mas fundamentos ainda saudáveis

O mercado acionário americano seguiu com performance positiva em agosto, alcançando retorno acumulado de dois dígitos no ano, assim como já era visível no par europeu – que surhou na valorização do Euro por meio da expansão de múltiplos, e não de earnings, enquanto o mercado americano reflete uma temporada de resultados robusta. A earnings season está praticamente concluída: 482 das 500 empresas do S&P 500 já divulgaram resultados, com surpresa média de earnings de 7.73% frente ao consenso, reforçando a resiliência micro em setores como tecnologia e comunicações. Esse desempenho reafirma a capacidade de execução das companhias norte-americanas e explica parte relevante da sua outperformance operacional em relação a outros mercados desenvolvidos.

Em termos de valuation, o mercado segue negociando acima da média dos últimos cinco anos, tanto no índice market-cap weighted quanto no equal-weight, reduzindo a margem de segurança no curto prazo, como destacamos em relatórios anteriores, e aumentando a dependência de crescimento de lucros para sustentar preços. Por outro lado, as principais teses temáticas da nossa equipe de Equity ainda contam com valuation relativamente próximos ou abaixo dessas médias, o que sugere que alguns bolsões de alocação seguem fazendo sentido neste momento.

Com a realidade de juros à frente, e apoiados por um ambiente de earnings e crescimento saudáveis, revisamos nosso target price do S&P 500 para 6,900 pontos em 12 meses, ancorado no nosso framework de ROE, cost of equity e crescimento nominal. Esse cenário reflete um P/E esperado de 21.5x, abaixo do P/E forward atual, mas acima da média dos últimos cinco anos (20x).

Por sua vez, o equity risk premium permanece comprimido neste momento, inibindo a sobrealocação na classe de ações. Ainda assim, nossa expectativa positiva de retorno sustenta a sobrealocação geográfica em Estados Unidos, financiada por uma subalocação em Europa. A performance operacional e o crescimento de lucros seguem favorecendo teses seculares ligadas a empresas líderes em inteligência artificial, healthcare, biotech e cybersecurity, além de um viés conjuntural mais favorável ao setor financeiro.

Gráfico 9

Ações Crescimento vs Ações Valor



Ações Desenvolvidos vs Emergentes

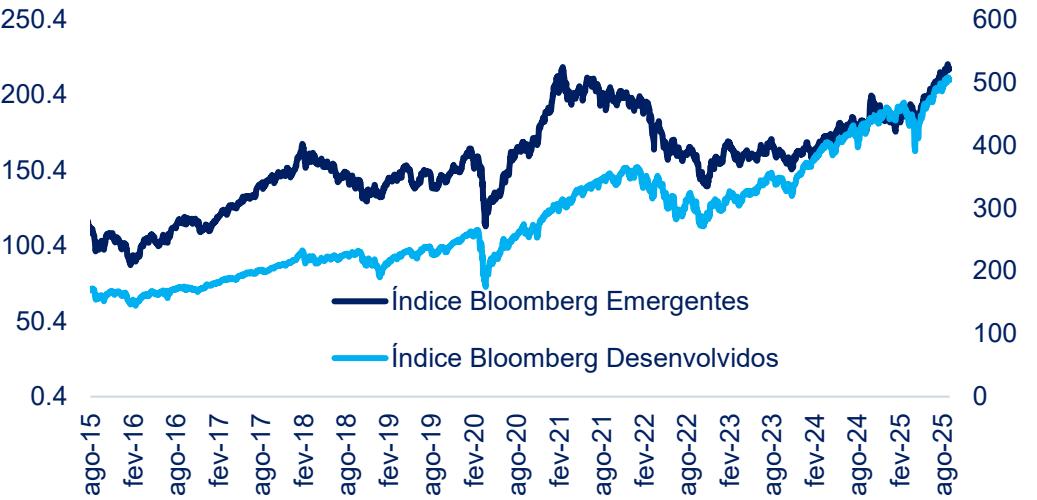


Tabela 1 - Posicionamento por Classe de Ativo

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%
Corporativo High Grade	55.0%	43.5%	33.0%	22.0%
Corporativo High Yield	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

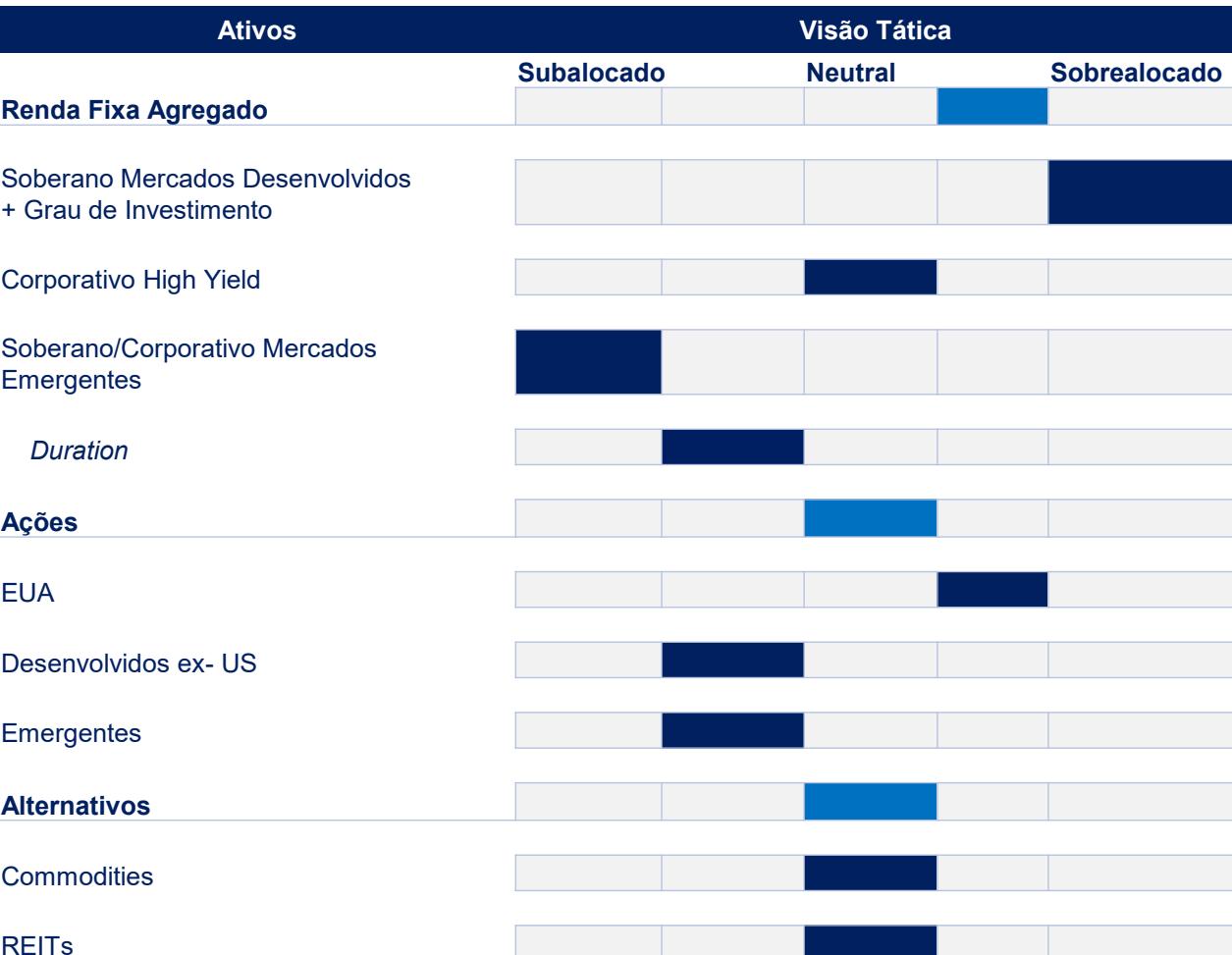


Tabela 3 – Desempenho das Classes de Ativos

	ago-25	jul-25	2025	12M	24M
Renda Fixa - Índice (%)					
Global Aggregate	1.5%	-1.5%	7.2%	3.5%	10.7%
Global Inv. Grade	1.5%	-0.7%	8.4%	5.7%	15.5%
Global High Yield	1.5%	0.4%	8.9%	10.6%	26.9%
Emerging Markets	1.3%	0.9%	7.3%	7.6%	20.9%
Ações					
Mundo	2.5%	1.2%	12.7%	14.1%	39.7%
S&P 500	1.9%	2.2%	9.8%	14.4%	43.1%
S&P 500 Growth	0.8%	3.4%	13.0%	23.1%	59.1%
S&P 500 Value	3.2%	0.8%	6.4%	3.9%	25.5%
Eurostoxx 50	0.6%	0.3%	9.3%	7.9%	24.0%
Nikkei 225	4.0%	1.4%	7.1%	10.5%	32.1%
Emerging Markets	1.2%	1.7%	17.0%	14.4%	27.3%
Moedas/Commodities					
Dólar - DXY	-2.2%	3.2%	-9.9%	-3.9%	-5.2%
Euro	2.4%	-3.2%	12.9%	5.8%	7.0%
Yuan - CNY	-1.0%	-1.3%	-2.3%	0.6%	-2.1%
Petróleo (WTI)	-7.6%	6.4%	-10.8%	-13.0%	-21.6%
Ouro	4.8%	-0.4%	31.4%	37.7%	77.5%
Benchmark*					
40% RF 60% Ações	2.1%	0.1%	10.5%	9.9%	28.1%
60% RF 40% Ações	1.9%	-0.4%	9.4%	7.7%	22.3%

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

Tabela 4 – Projeções BTG Pactual Macro Strategy

		2022	2023	2024	2025E	2026E
EUA	PIB	2.50	2.90	2.80	1.80	1.89
	CPI Headline	6.46	3.35	2.90	3.40	2.43
	CPI Núcleo	5.69	3.93	3.20	3.35	2.48
	PCE Headline	5.40	2.60	2.56	3.39	2.46
	PCE Core	4.86	2.93	2.79	3.32	2.32
Zona do Euro	Fed funds rate	4.38	5.38	4.38	3.63	3.13
	PIB	3.50	0.40	0.68	0.80	1.20
	CPI Headline	9.21	2.95	2.40	2.06	1.95
	CPI Núcleo	5.19	3.37	2.90	2.16	2.05
	ECB Deposit rate	2.50	4.00	3.00	2.00	1.75
China	PIB	3.10	5.40	5.00	4.70	4.60

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

Disclaimer



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 possuírem 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 relacionadas 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.