

# Carta do Gestor

Junho 2025

Kinea  
uma empresa 



## SUN TZU A ARTE DA GUERRA

### Conflitos econômicos e geopolíticos no cenário global

A frase ao lado, uma das mais célebres de Sun Tzu, resume a mensagem central de A Arte da Guerra: a vitória mais efetiva é aquela obtida pela estratégia e inteligência.

Escrito há mais de 2.500 anos na China, o tratado de Sun Tzu ensina que planejamento meticuloso, conhecimento profundo do adversário e flexibilidade tática são armas poderosas.

Seu contexto original é militar, mas os princípios são acessíveis e aplicáveis a conflitos modernos de toda natureza – da geopolítica às batalhas econômicas – nos mostrando que preparação silenciosa e movimentos calculados muitas vezes superam a força bruta ou a reação impensada.

Nesta carta, inspirada nessa sabedoria milenar, analisamos como os embates atuais, militares e econômicos, seguem caminhos dignos de Sun Tzu, e como as lições da arte da guerra também iluminam os desafios de mercado que enfrentamos.

*“A suprema arte da guerra é derrotar o inimigo sem lutar.”*

— Sun Tzu, A Arte da Guerra

戰

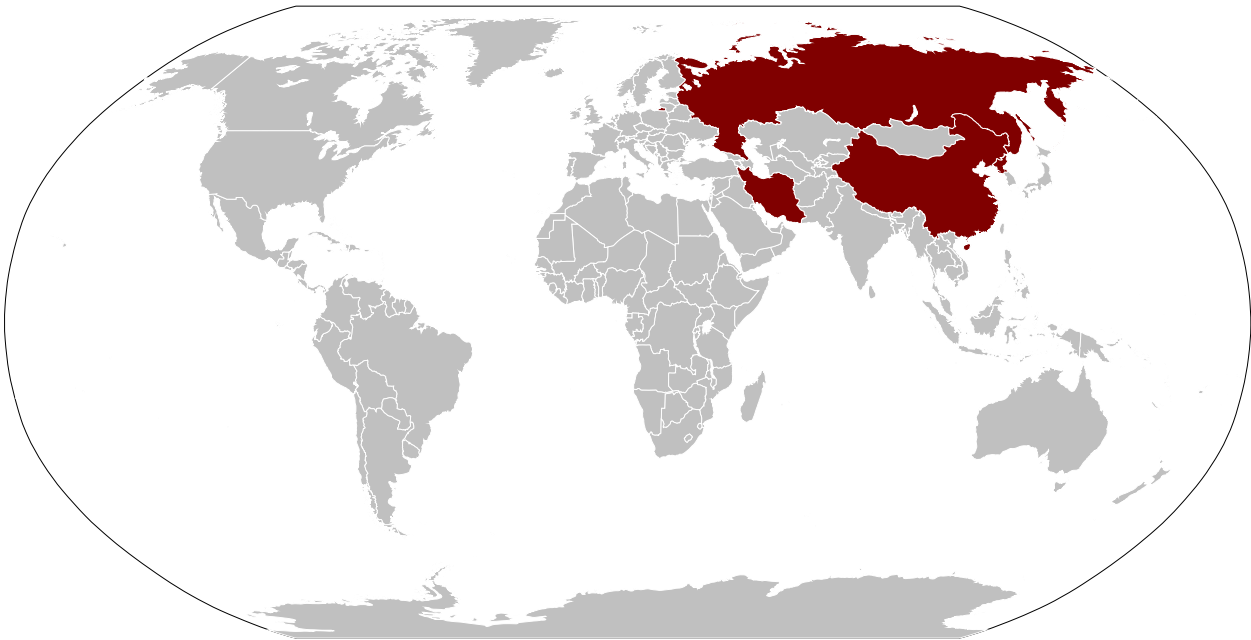


# Conflito Irã–Israel: A Volta da Pax Americana

“Quando for atacar, seja rápido como o trovão e veloz como o relâmpago”  
- Sun Tzu

Por um bom tempo, analistas e formuladores de políticas internacionais questionavam a solidez da chamada Pax Americana: a ordem global liderada pelos EUA desde o fim da Segunda Guerra Mundial.

O aparente recuo militar dos Estados Unidos — do Afeganistão à hesitação em confrontar adversários autocráticos — alimentou a tese de que estaríamos entrando em uma nova era geopolítica: uma Segunda Guerra Fria, na qual China, Rússia, Irã e Coreia do Norte atuariam como um novo eixo de oposição ao Ocidente liberal.



Fonte: Wikipedia

Vozes influentes como a do historiador Niall Ferguson argumentaram que o mundo estava saindo de uma era de relativa estabilidade — fruto da ordem construída no pós-Segunda Guerra Mundial — para um cenário multipolar instável, fragmentado e ideologicamente carregado.

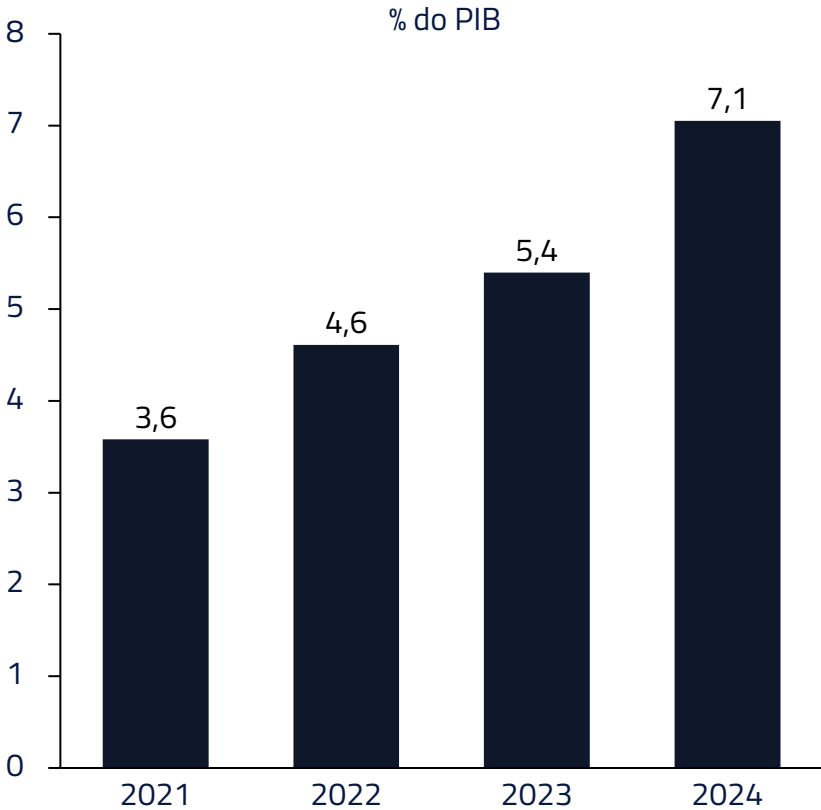
No entanto, os eventos recentes demandam uma revisão analítica. A Rússia, cuja máquina militar foi por anos superestimada por muitos analistas ocidentais, revelou sérias limitações táticas e logísticas em sua campanha prolongada e desgastante na Ucrânia.

## Perdas russas estimadas desde o início da invasão da Ucrânia

| Volume                   |                  |
|--------------------------|------------------|
| Categoria                | Perdas estimadas |
| Soldados mortos/ feridos | 790.000          |
| Equipamento militar      | 21.779           |
| Tanques e blindados      | 12.783           |
| Aviões de combate        | 305              |
| Navios de guerra         | 22               |

Fonte: Belfer Center for Science and International Affairs (Harvard)

## Gasto militar da Rússia

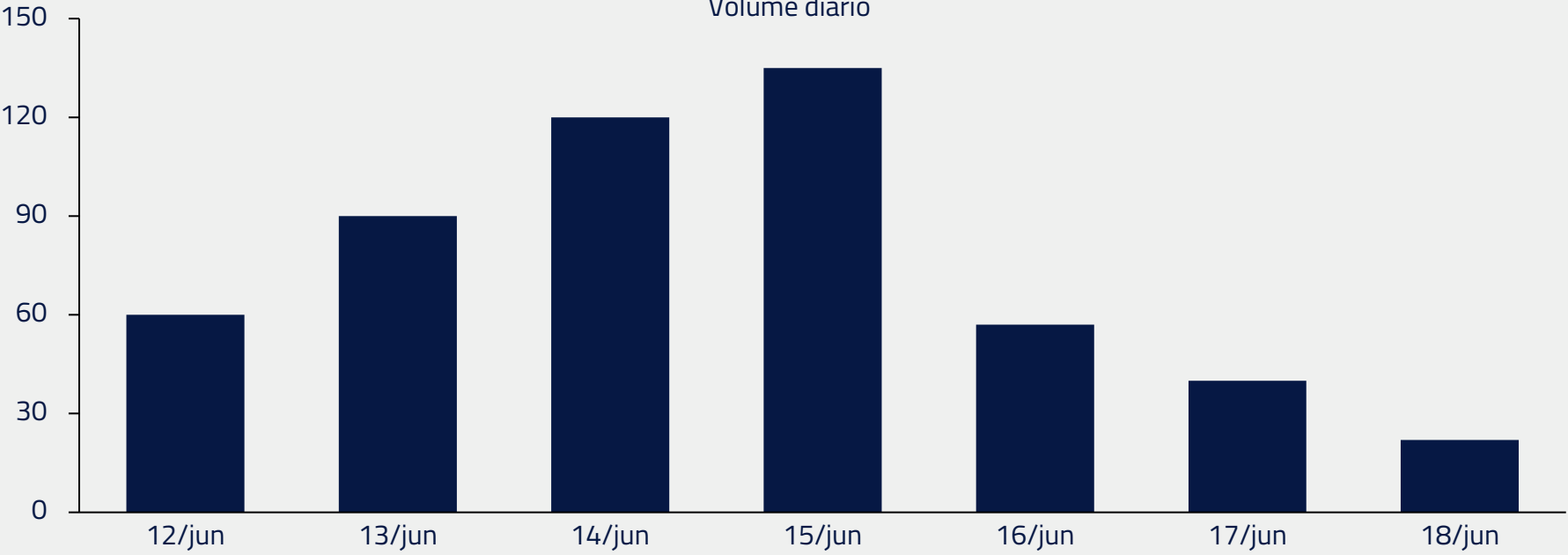


Fonte: Stockholm International Peace Research Database

O Irã, por sua vez, demonstrou capacidade operacional muito inferior ao que seus discursos sugeriam ao confrontar Israel — um Estado que, apesar de menor, mostrou-se amplamente superior em inteligência, interceptação e dissuasão.

### Estimativa de mísseis balísticos lançados pelo Irã

Volume diário



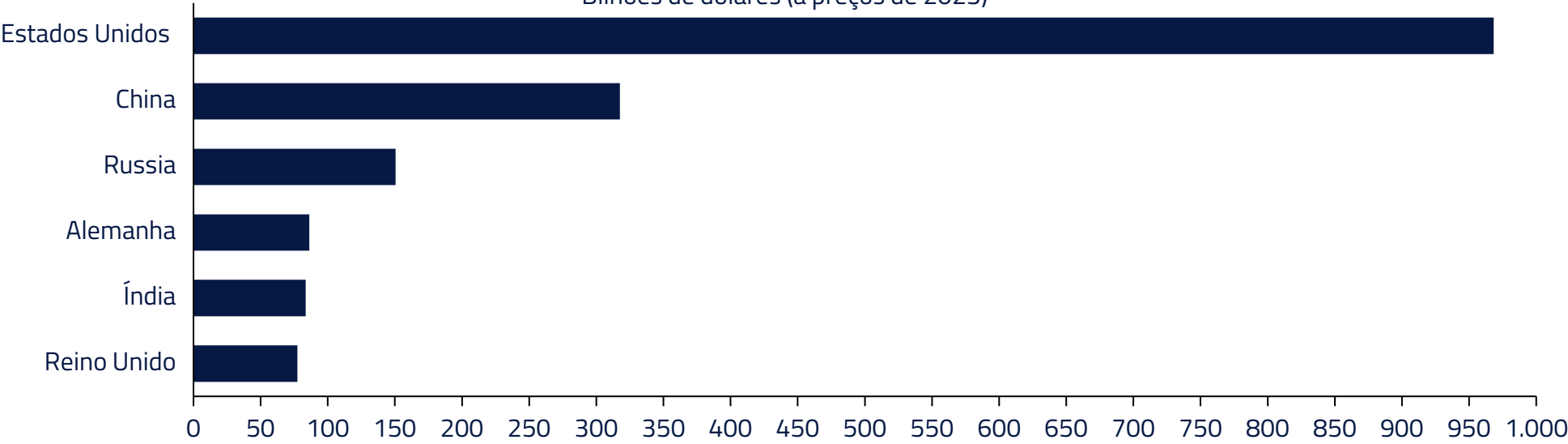
Fonte: Força de Defesa Israelense (IDF)

A China, embora central na narrativa do novo eixo, permanece militarmente cautelosa. Desde a Guerra Sino-Vietnamita em 1979, Pequim tem evitado engajamentos armados diretos, preferindo a coerção econômica e a guerra de influência. Seu avanço militar é real, mas sua postura segue sendo mais defensiva que ofensiva.

Ao mesmo tempo, os Estados Unidos deram claros sinais de que não abandonaram seu papel de potência estabilizadora. A rápida e contundente ação no Irã reafirmou o compromisso americano com a ordem internacional vigente e com seus aliados estratégicos.

### Gasto militar em 2024

Bilhões de dólares (a preços de 2023)



Fonte: Stockholm International Peace Research Database

Essa combinação de um “eixo” mais frágil e uma liderança americana reativada pode estar, na prática, abrindo espaço para uma desescalada geopolítica. A reafirmação do poder dissuasório dos Estados Unidos tende a reduzir a percepção de risco sistêmico.

Em termos de mercado, esse novo equilíbrio pode levar, possivelmente, a uma compressão nos prêmios de risco globais — como se o mundo estivesse, pouco a pouco, retornando à velha e conhecida Pax Americana.

Sun Tzu nos ajuda a entender esse novo equilíbrio: “quando cercado por todos os lados, saiba para onde deixar uma saída ao inimigo”. A postura americana parece não buscar isolar totalmente seus adversários, mas sim restabelecer um ambiente de contenção, previsibilidade e segurança — fundamentos clássicos da Pax Americana.

Em geopolítica, em que decisões muitas vezes dependem da vontade de um único indivíduo, é extremamente difícil antecipar os acontecimentos futuros. Ainda assim, os eventos das últimas semanas parecem apontar para um retorno da preeminência ocidental.

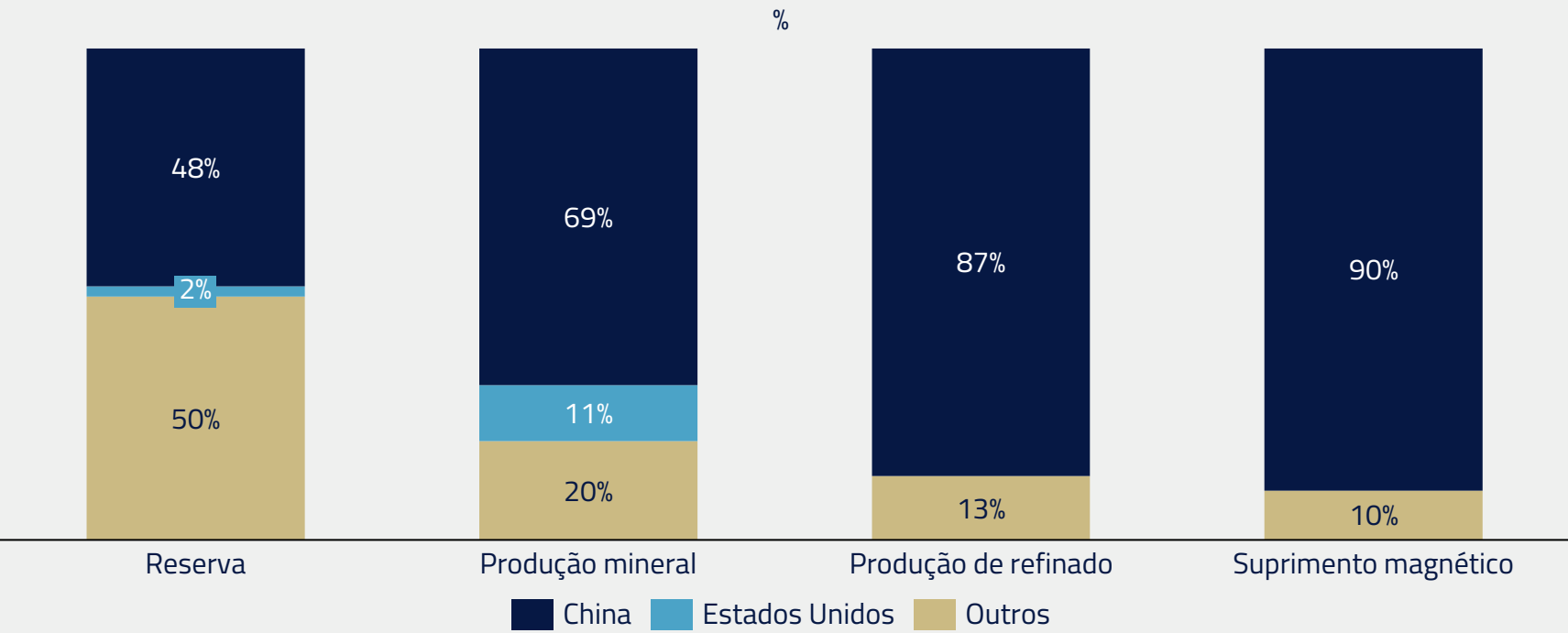
### Guerra Comercial EUA–China: Paciência Estratégica

“Diante de uma larga frente de batalha, procure o ponto mais fraco e, ali, ataque com sua maior força”  
– Sun Tzu

No front econômico, a disputa comercial entre Estados Unidos e China também assumiu contornos de uma batalha de atrito digna de Sun Tzu.

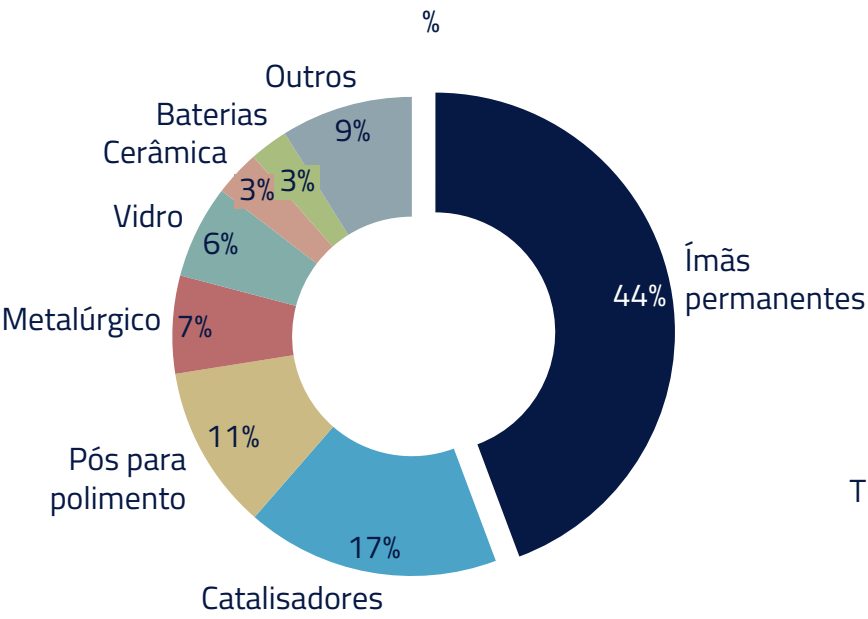
Inicialmente, os EUA impuseram tarifas punitivas na expectativa de uma vitória rápida. Porém, a resposta chinesa mostrou um domínio da “arte da negociação” – em vez de um confronto direto, Beijing usou sua posição estratégica em insumos críticos.

Fatia de mercado da cadeia de suprimento de terras raras

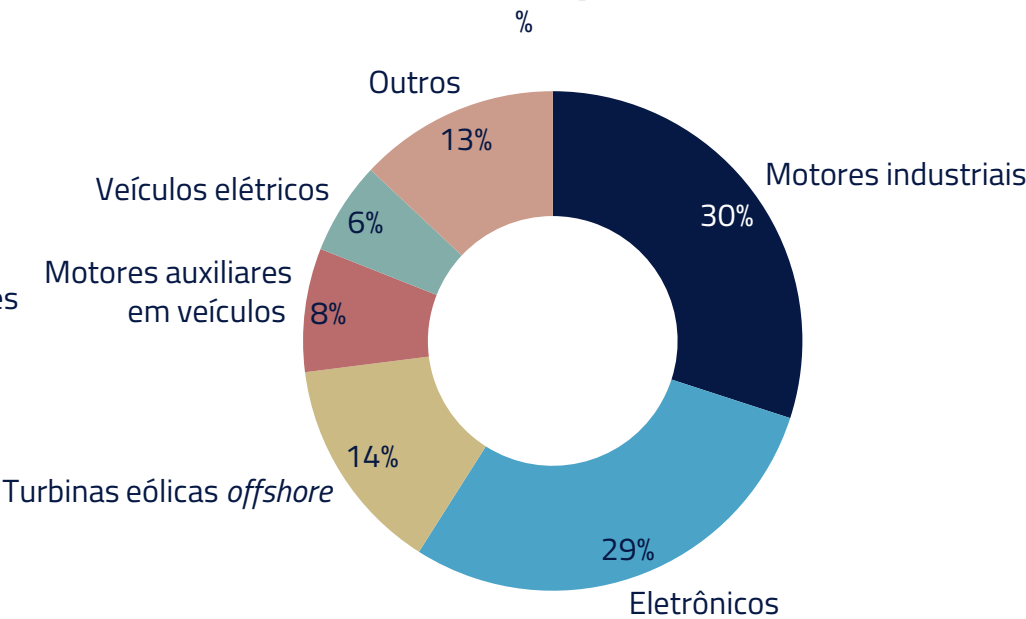


Em abril, a China suspendeu exportações de minerais raros essenciais, restringindo desde minérios brutos até ímãs de alta performance. Essa jogada atingiu em cheio pontos nevrálgicos da indústria americana (de defesa a eletrônicos de consumo) e sufocou a cadeia de suprimentos de semicondutores, expondo a dependência ocidental de recursos controlados pela China.

Demanda de terras raras



Demanda de ímãs permanentes

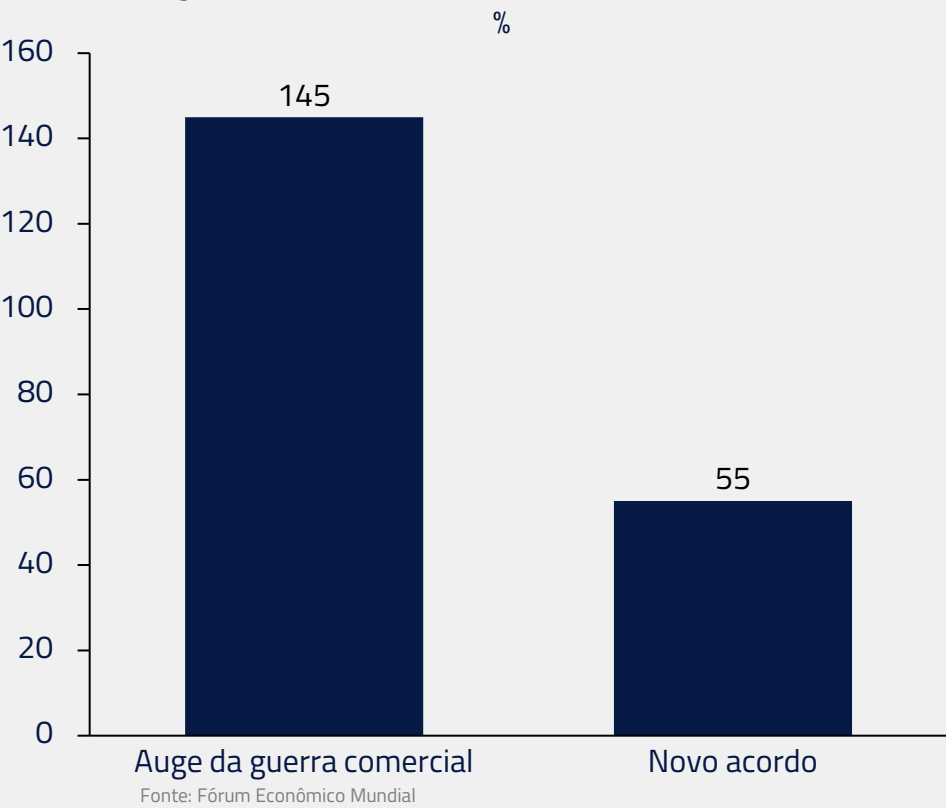




A manobra foi descrita como o uso deliberado da vantagem em minerais para “armar” sua dominância no setor, lembrando Sun Tzu ao transformar a força do oponente (tecnologia dos EUA) em fraqueza pela falta de insumos.

O golpe chinês – dado sem tropas, mas com regulações comerciais – forçou os EUA de volta à mesa de negociações. Washington rapidamente sinalizou disposição para concessões: segundo relatos, autoridades americanas indicaram que poderiam aliviar restrições recentemente impostas à exportação de tecnologias (como software de chips e componentes aeronáuticos) em troca da retomada do fluxo de terras raras.

Evolução das tarifas dos EUA sobre a China



Breakdown das tarifas mantidas

| Tarifa                       | Valor |
|------------------------------|-------|
| Recíprocas (todos os países) | 10%   |
| Seção 301/Fentanil           | 20%   |
| Guerra comercial de 2018     | 25%   |

Fonte: Reuters

De fato, discussões de alto nível em Londres resultaram num entendimento preliminar: Pequim aceleraria licenças de exportação de minerais críticos para setores civis, enquanto os EUA considerariam suspender controles sobre certos produtos de alta tecnologia.

Principais mecanismos de restrição tecnológica dos EUA contra a China

| Restrição                                             | Descrição                                                                                                   | Alvo                                                  | Período                                |
|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| Controle de exportação de chips e tecnologia avançada | Requer licenças para a exportação de chips de AI (A100, H100, H20, MI308) e para equipamentos de fabricação | Tecnologias avançadas sensíveis                       | 2022/2023                              |
| Entity List                                           | “Lista negra” da BIS, bane a exportação de produtos militares/AI sem licença                                | Empresas de tecnologia (Huawei, SMIC, Deepseek, etc.) | 2018 (Empresas chinesas de tecnologia) |
| Secure Equipment Act                                  | Bloqueio de autorizações do FCC para empresas chinesas                                                      | Infraestrutura 5G                                     | 2021                                   |

Fonte: The Diplomat, Reuters, Bureau of Industry and Security

Em outras palavras, a “rendição sem luta” propugnada por Sun Tzu manifestou-se em diplomacia econômica – a China não derrotou o adversário em campo aberto, mas venceu pelo cansaço e pela negociação astuta.

Esse balanço de forças atingido entre os Estados Unidos e China na guerra comercial nos parece benéfico para ativos de risco, já vez que coloca as duas potências em maior pé de igualdade, beneficiando ativos como a cadeia de semicondutores e empresas nos EUA dependentes do mercado chinês para vendas ou exportações.

# Estados Unidos: Desaceleração moderada e o Dilema da Mão de Obra

“Triunfam aqueles que sabem quando lutar e quando esperar”

- Sun Tzu

No campo macroeconômico, os EUA enfrentam uma dinâmica complexa que requer a astúcia estratégica ensinada por Sun Tzu – desta vez aplicada à política econômica.

A expectativa do eventual impacto inflacionário das tarifas versus uma desaceleração da atividade que começou a ficar mais evidente começa a criar divergências no board do Fed, sobre quando e se cortar juros.



Christopher Waller

“Se você está começando a se preocupar com os riscos de enfraquecimento do mercado de trabalho, é melhor agir agora, não esperar”

Jerome Powell

“Se olhássemos apenas os dados, continuaríamos cortando os juros, mas as projeções indicam uma alta significativa na inflação, devido às tarifas. Não podemos ignorar isso”



Michelle Bowman

“Se as pressões inflacionárias permanecerem contidas, eu apoiaria a redução da taxa básica de juros já na nossa próxima reunião”

Michael Barr

“Expectativas de inflação mais altas no curto prazo, ajustes na cadeia de suprimentos e efeitos secundários podem causar alguma persistência inflacionária”

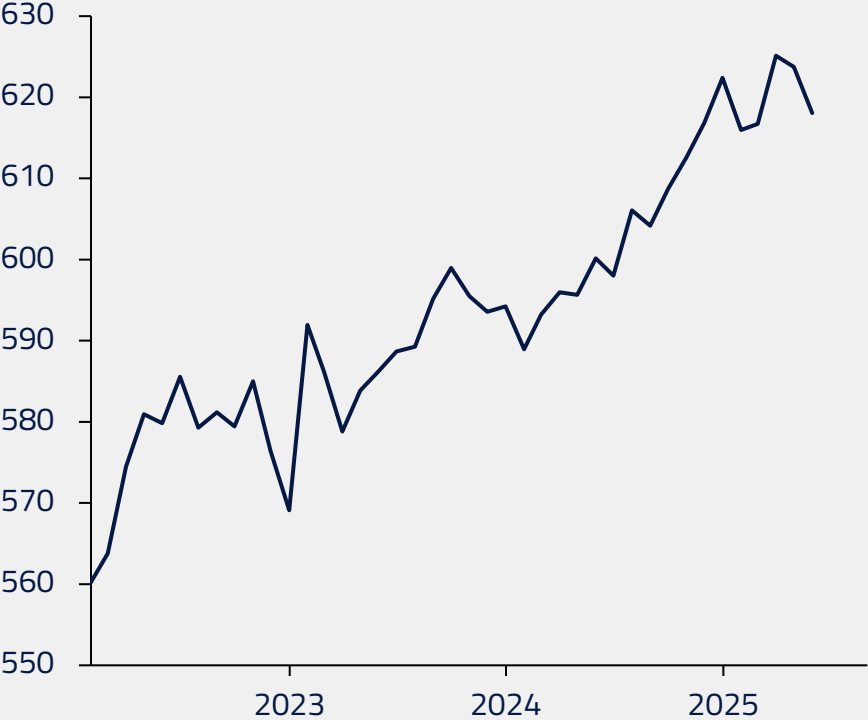


O debate em si mistura argumentos técnicos com orientação política. O fato é que essa divergência deve manter o Fed parado até setembro, de modo a esperar para ter maior conhecimento sobre a posição relativa da economia em termos de inflação e emprego.

Por um lado, a piora de sentimento sobre a atividade não conseguiu se reverter muito mesmo com a pausa prolongada nas tarifas, começando a aparecer também em dados mais “reais”.

## Vendas do varejo

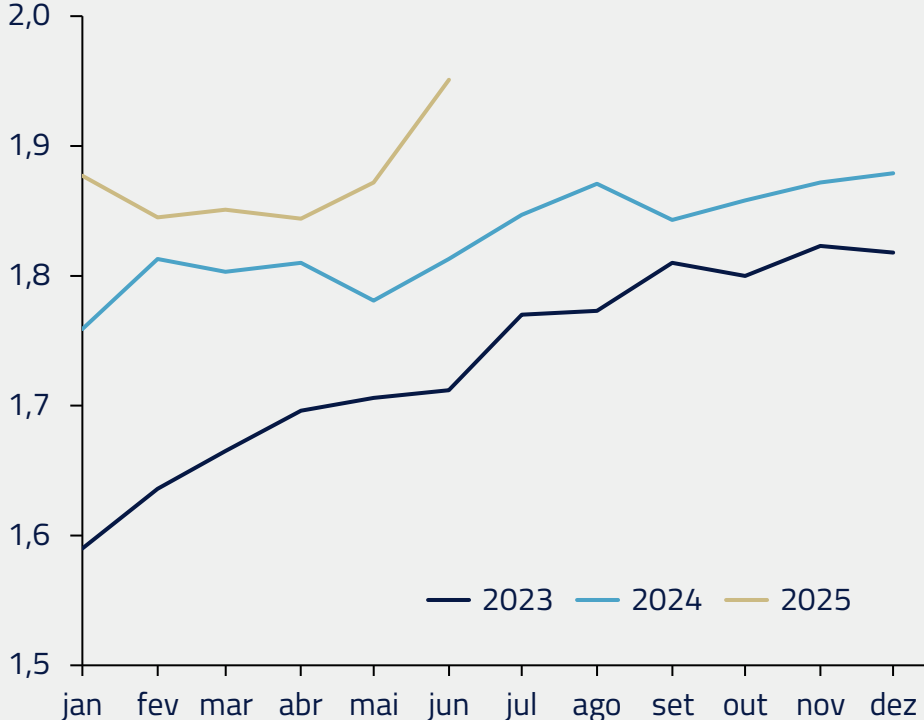
Índice



Fonte: Reuters

## Pedidos contínuos de seguro-desemprego

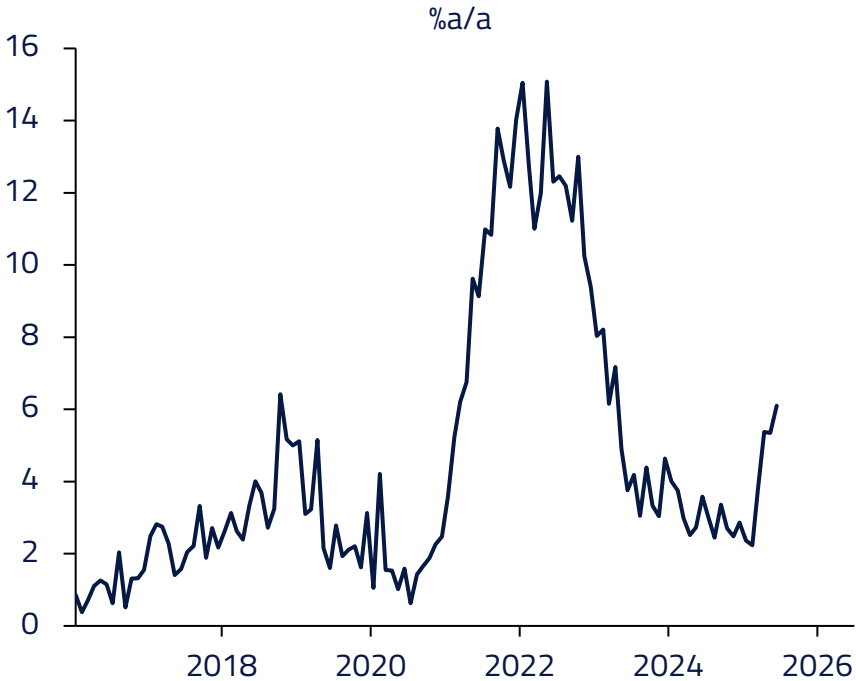
Milhões



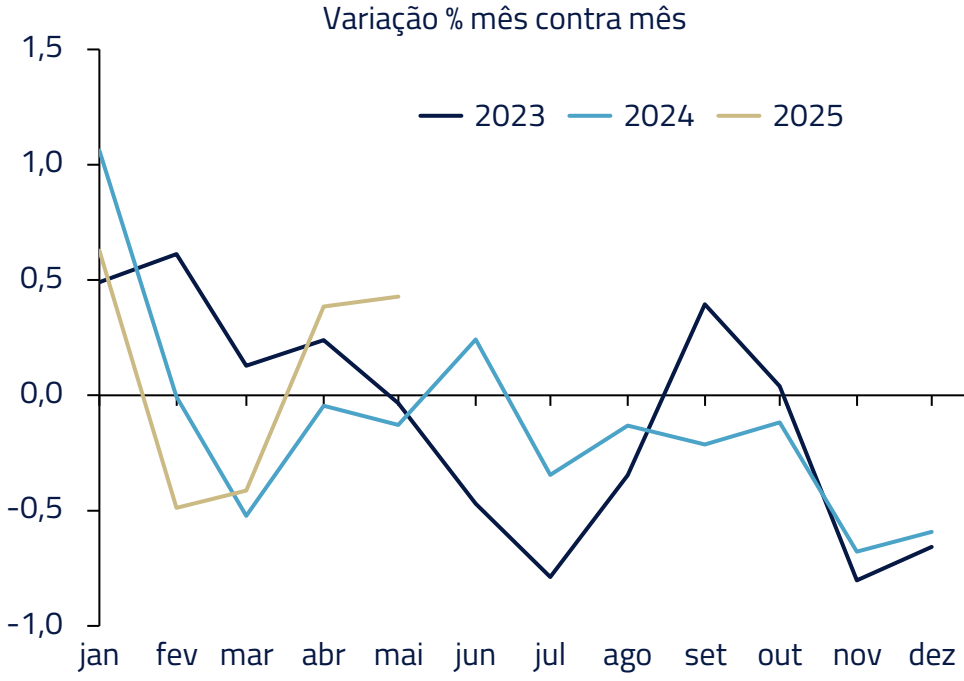
Fonte: Reuters

Por outro, estoques pré-existent e dinâmicas setoriais específicas tornam incerto o momento em que tarifas vão gerar inflação mais alta, embora a tendência seja de aceleração nos próximos meses.

Preços de Manufatura – FED Richmond



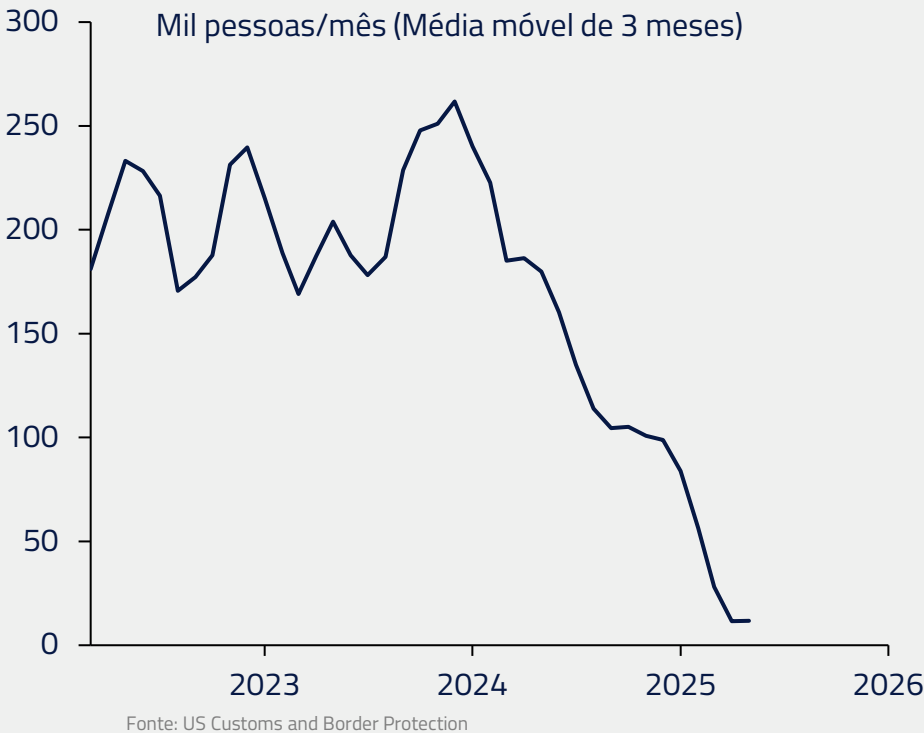
Inflação de bens de consumo recreativos



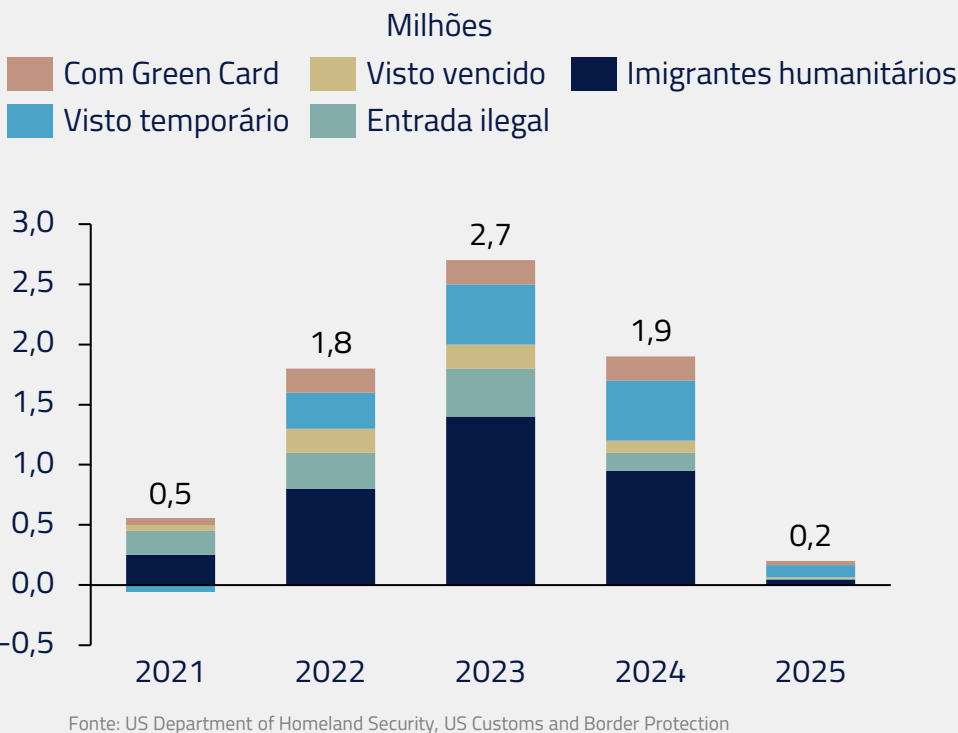
Uma peça fundamental desse quebra-cabeça é o mercado de trabalho, no qual surge um dilema inesperado. Tradicionalmente, em um cenário de desaceleração, esperaríamos ver uma folga na contratação e alta do desemprego, o que aliviaria pressões.

Contudo, a dinâmica migratória coloca um elemento novo, capaz de alterar esse script. A forte queda na imigração do fim do governo Biden, agora intensificada com a restrição sobre fronteiras e as deportações do governo Trump, devem reduzir drasticamente o crescimento da força de trabalho americana. Estudos apontam que restrições imigratórias podem encolher a força de trabalho em mais de 2 milhões de pessoas.

Número de apreensões na fronteira Sul dos EUA



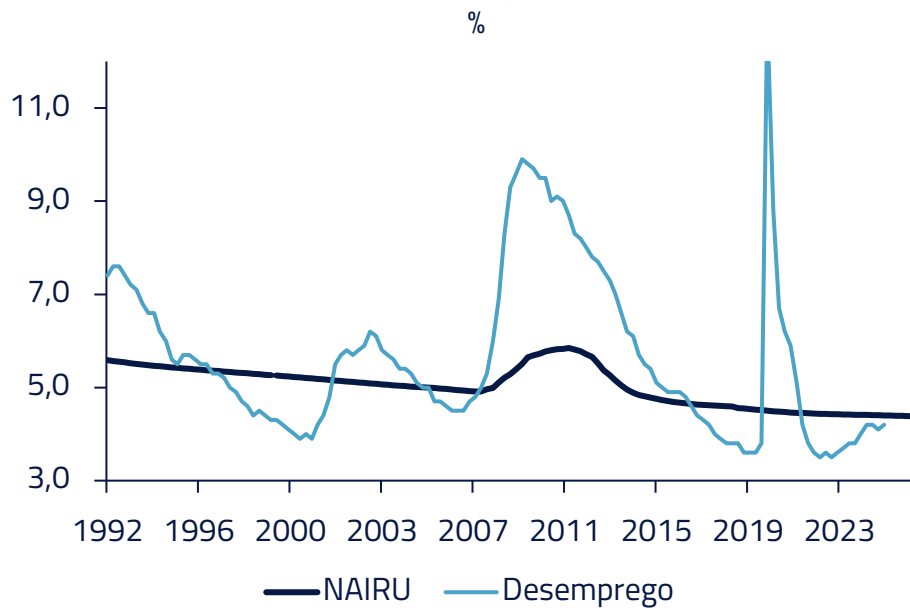
Imigrantes que podem entrar na força de trabalho



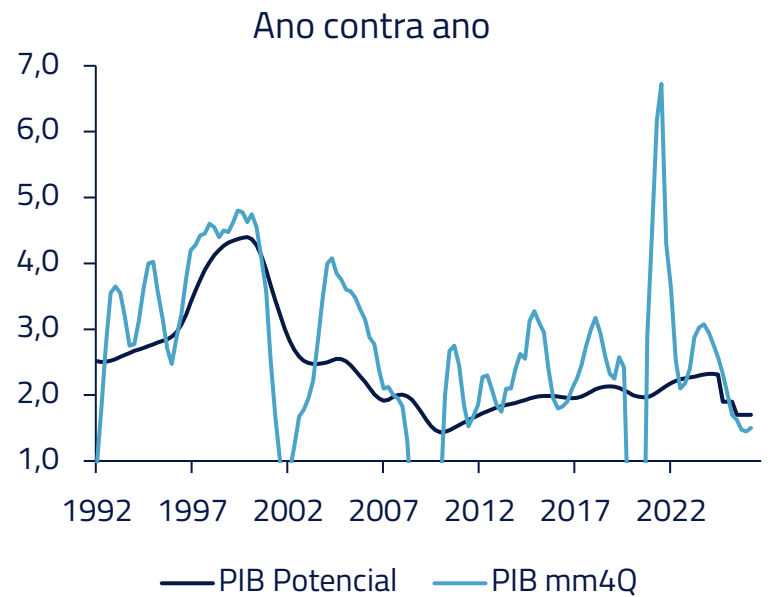
Isso significa que, mesmo com a economia esfriando, a falta de trabalhadores disponíveis mantém o mercado de trabalho mais apertado do que o normal. Como resultado, o impacto da desaceleração sobre o desemprego tende a ser mais benigno do que em ciclos passados.

Outra forma de ver isso é pensar que menos força de trabalho reduz a taxa “potencial” de crescimento da economia. Nesse caso, um PIB menor pode não se materializar em aumento relevante do desemprego.

## Desemprego vs Taxa Neutra de Desemprego (NAIRU)



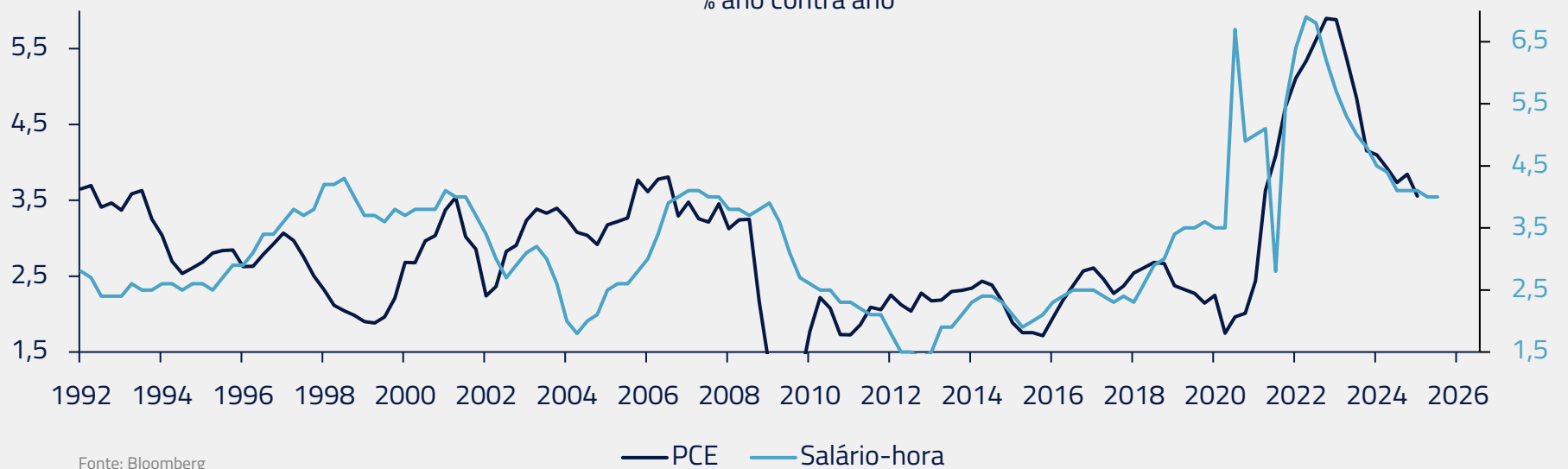
## PIB (média móvel de 4 trimestres) vs PIB potencial\*



A contrapartida, no caso de queda aguda da força de trabalho, seria uma nova onda de pressão sobre salários em serviços de baixa qualificação, com potenciais transbordamentos para a inflação de serviços em um momento em que a inflação de bens passa pelo choque de tarifas e dólar fraco.

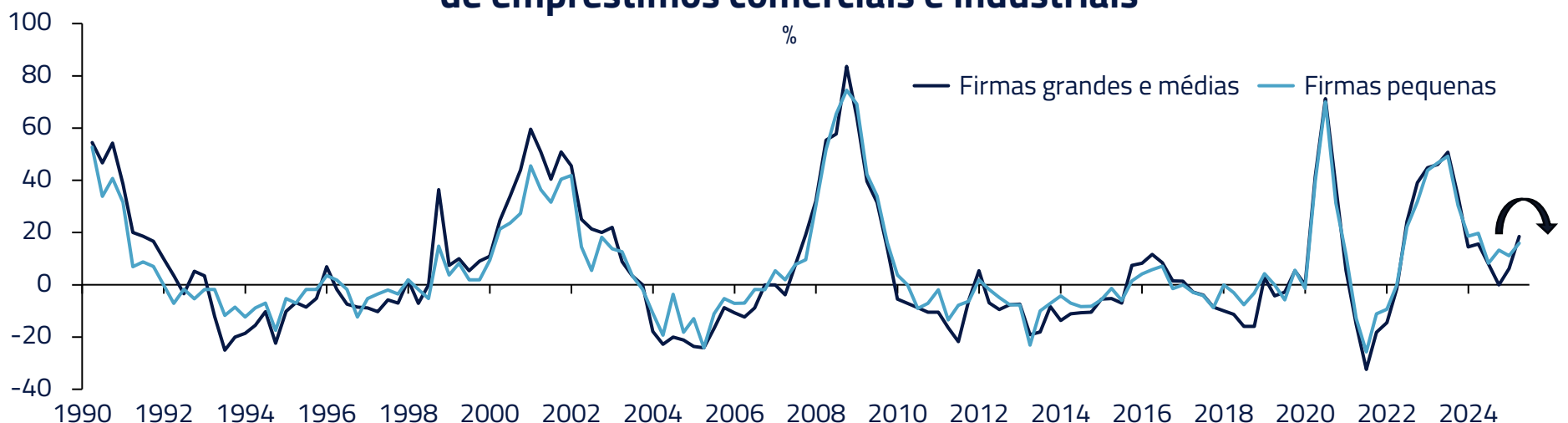
## Inflação de serviços (PCE) vs Salários

% ano contra ano



2026 pode ser, portanto, um ano de menor potencial, mas também eventual reaceleração da atividade: uma vez estabelecido o cenário de tarifas, diante de menor incerteza a economia absorverá impulso fiscal adicional – fruto do novo pacote em discussão no Capitólio. E, em um contexto de desregulamentação bancária, também um potencial aumento do crédito, contribuindo para a reversão do ciclo de aperto.

## Percentual líquido dos bancos domésticos que apertam os padrões para concessão de empréstimos comerciais e industriais





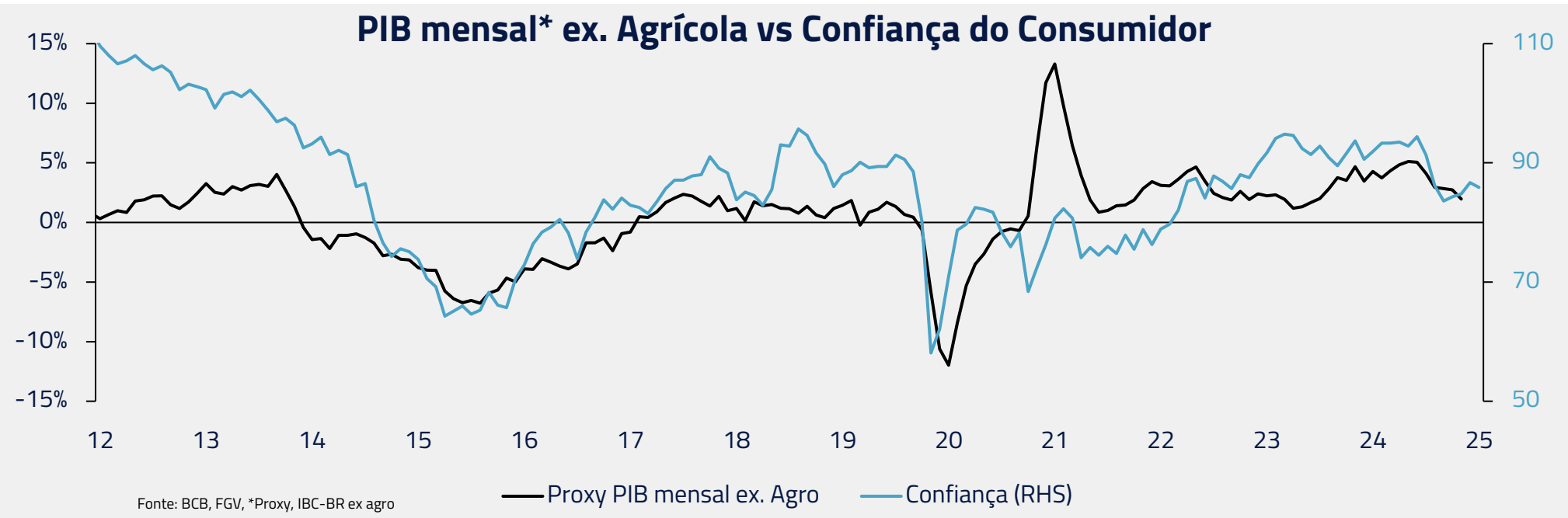
Para o Fed, essa situação representa um verdadeiro campo minado estratégico. Entendemos que, ainda que inicie um ciclo de cortes no fim do ano, o Fed não vai conseguir fazer um ciclo relevante. Dessa forma, permanecemos tomados na curva mais longa de juros norte americana.

Brasil: Fim de Ciclo Monetário e desaceleração moderada da economia

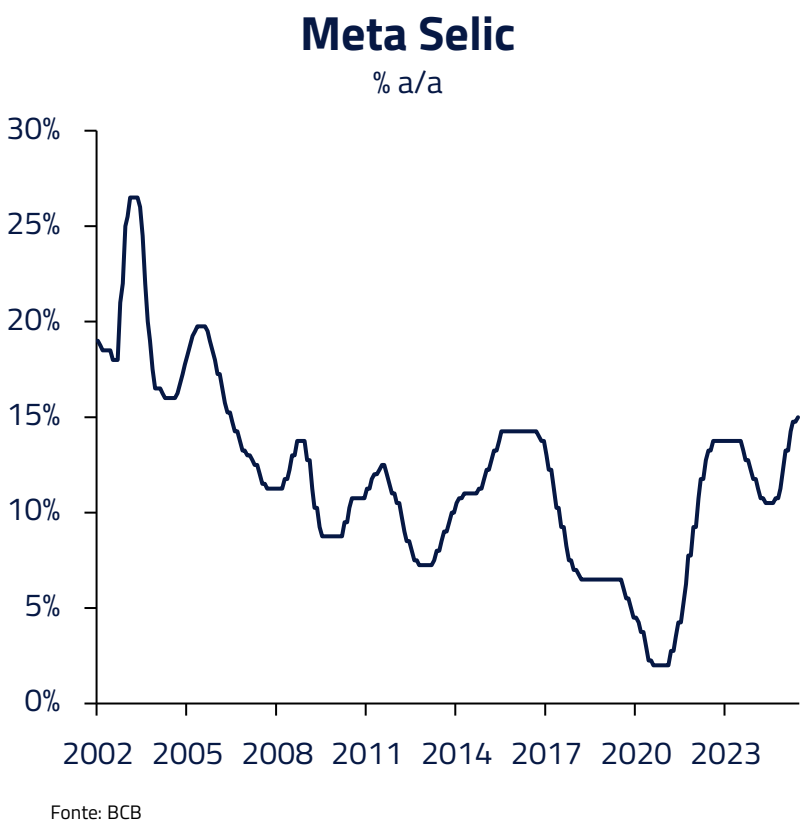
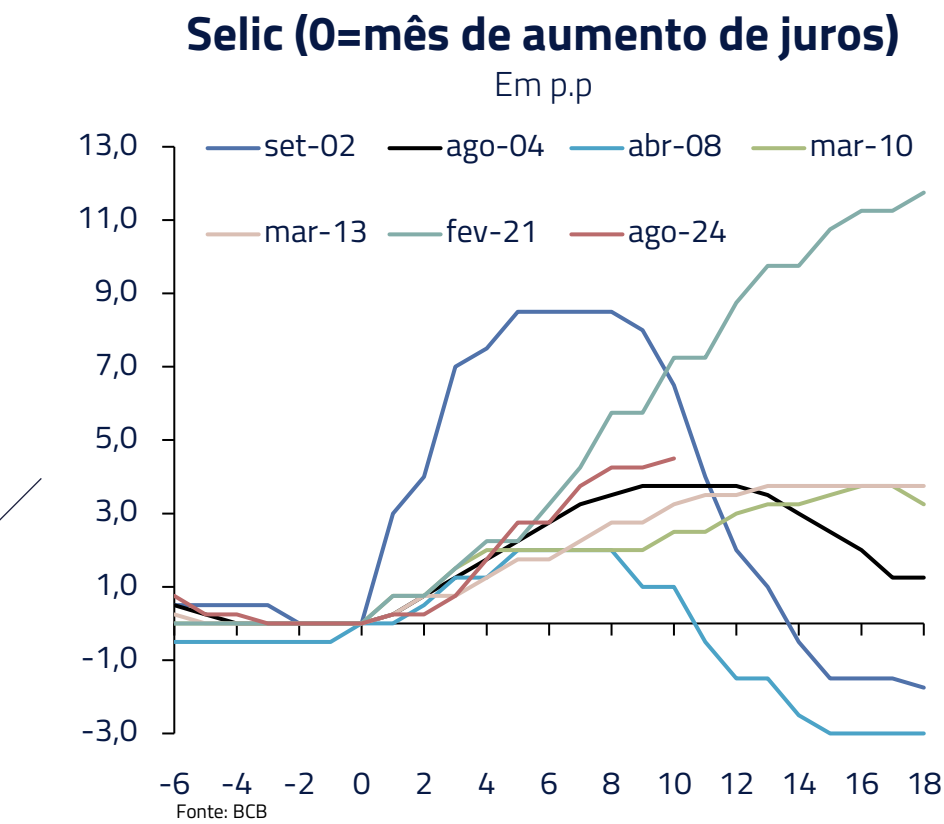
“Se você conhece o inimigo e conhece a si mesmo, não precisa temer o resultado de cem batalhas”

- Sun Tzu

Em território brasileiro, esperamos para os próximos meses sinais cada vez mais claros de enfraquecimento paulatino – fruto intencional de uma política monetária extremamente restritiva e menor impulso fiscal.

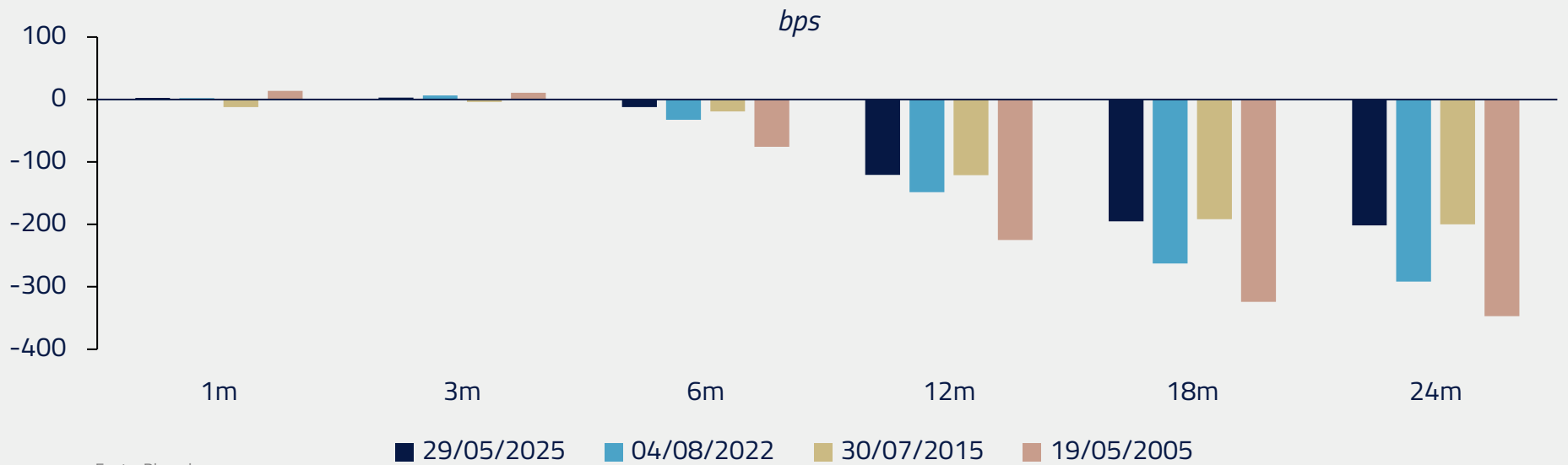


Desde agosto de 2024, o Banco Central elevou a Selic em 4,5 pontos percentuais, fixando-a em 15%, o maior patamar em quase 20 anos. Porém, como ensina Sun Tzu, “Quanto mais se prolonga a guerra, mais o povo se cansa”. Assim, apesar do Copom sinalizar que não hesitará em retomar o aperto, acreditamos que a barra para voltar a subir é elevada.



A questão agora passa para um possível início de um ciclo de cortes, e nesse sentido analisamos a precificação atual da curva em relação a ciclos passados.

## Precificação de cortes acumulados no fim de ciclos de alta



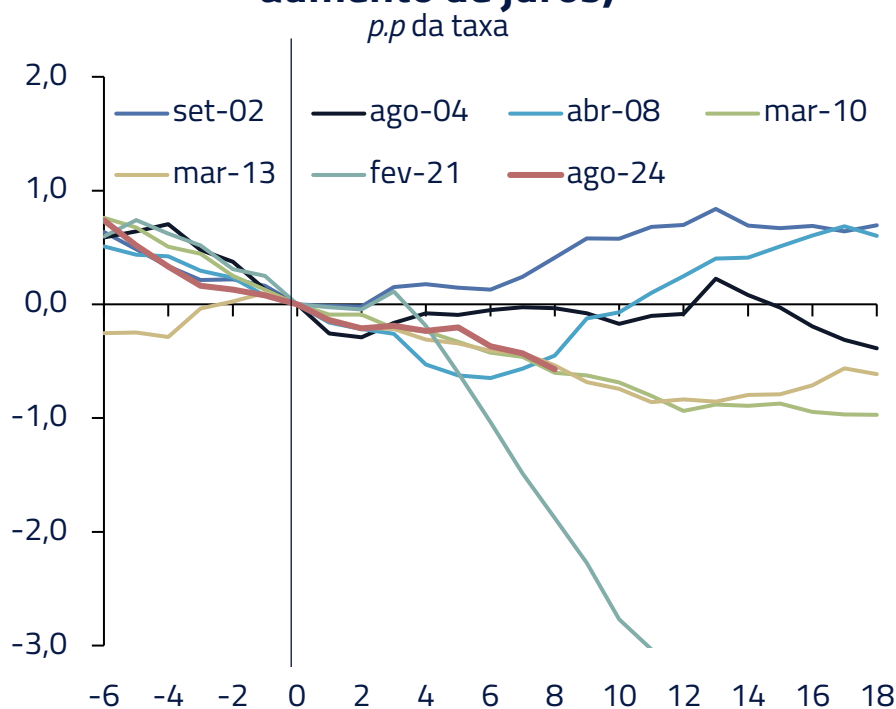
Embora o Bacen tenha indicado, em seu mais recente comunicado, uma política de juros elevados por tempo “bastante prolongado”, consideramos que, como todo banco central, esse se mostrará refém dos dados econômicos ao longo dos próximos meses.

O foco do BC estará para a desaceleração da atividade, que tem sido postergada há alguns meses, e para o desempenho da inflação.

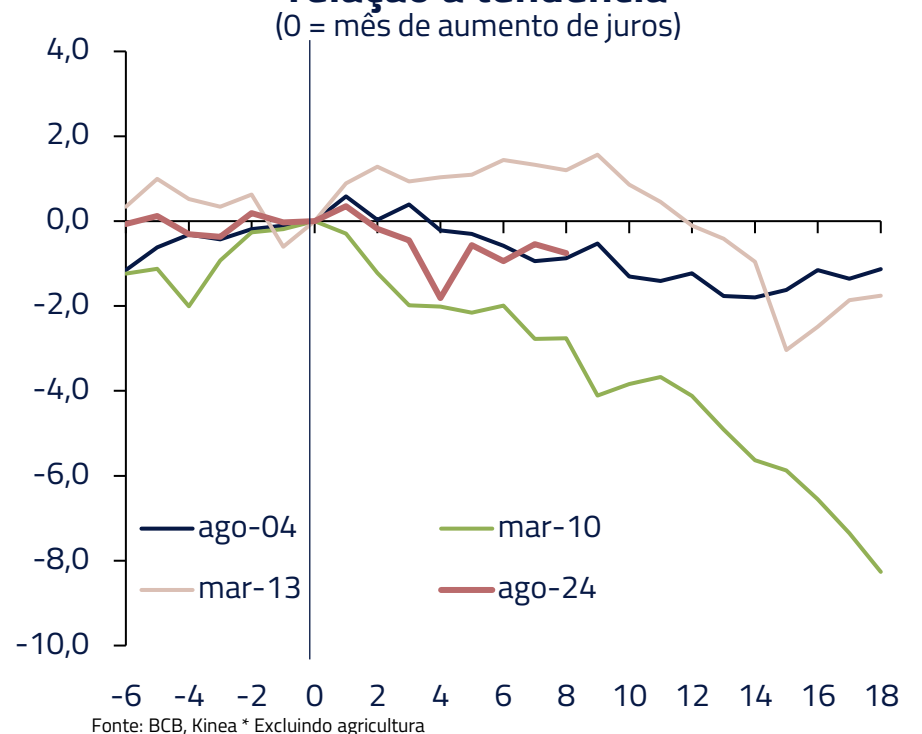
Um exercício interessante é analisar em outros ciclos de alta de juros, como as principais variáveis de atividade se comportaram em fase semelhante do ciclo.

No que tange à taxa de desemprego, não devemos esperar sinais de virada tão cedo. Historicamente, vemos estabilização 12 meses após o início do ciclo de alta de juros, e são raros os casos de aumento. Assim como nos ciclos de 2010 e 2013, acreditamos que o desemprego seguirá trajetória cadente nos próximos meses, e os sinais de estabilização devem aparecer só no final do ano.

### Taxa de Desemprego (0 = mês de aumento de juros)



### Proxymensal do PIB ex agro \*- desvio em relação à tendência

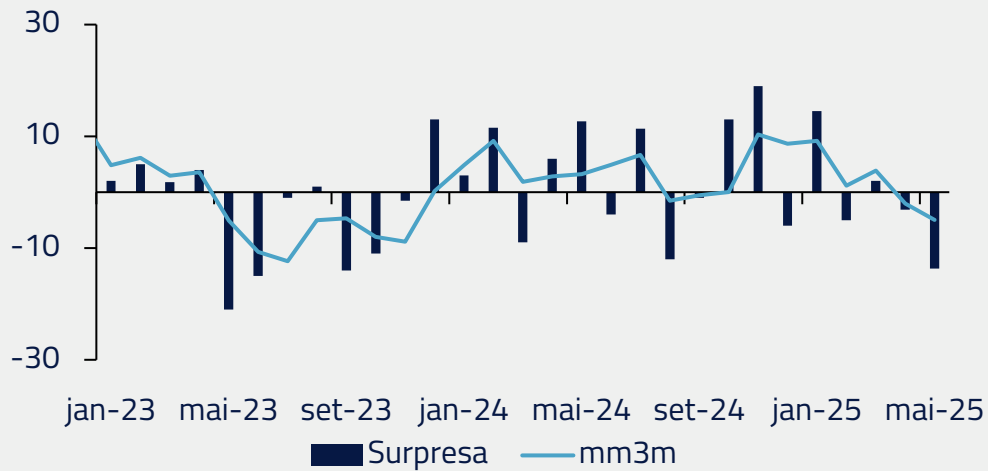


A virada da atividade deve ser observada nos dados do PIB e do IBC-Br a partir do terceiro trimestre. Em ciclos passados, pudemos observar o IBC-Br estável, ou mesmo rodando abaixo da tendência cerca de um ano após o início do ciclo de alta. Seguimos com a projeção de PIB estável no 3T e queda de -0,3% no 4º vs. o anterior.

A inflação doméstica, por sua vez, tem mostrado sinais de arrefecimento, e o comportamento dos preços nos últimos meses tem sido melhor que o esperado, com núcleos desinflacionando gradualmente. O destaque positivo tem sido a inflação de bens, com desempenho melhor que o esperado, que tem levado a revisões baixistas.

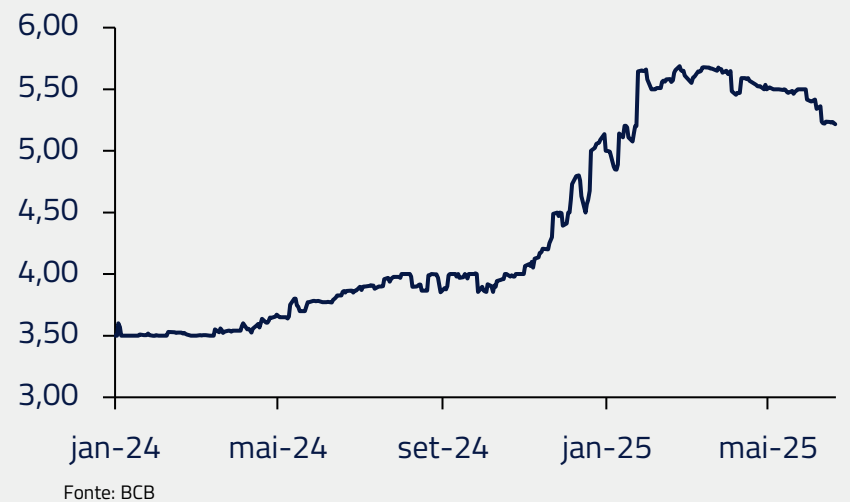
## Surpresa da Inflação

(diferença entre IPCA realizado e Focus 30 dias antes em Bps)



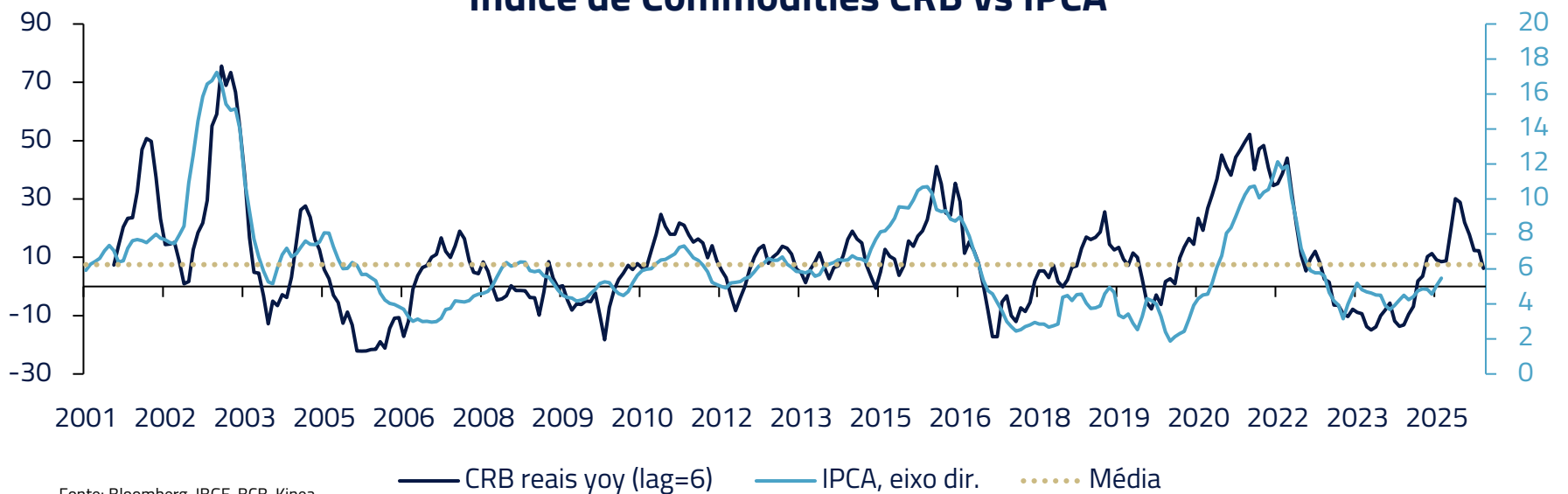
## IPCA Focus 2025

5 dias úteis



Além disso, o câmbio – tradicional fonte de pressão inflacionária no Brasil – permanece comportado, com o real mais forte e estável, ajudado inclusive pelo ingresso de fluxos estrangeiros e pelos juros altos.

## Índice de Commodities CRB vs IPCA

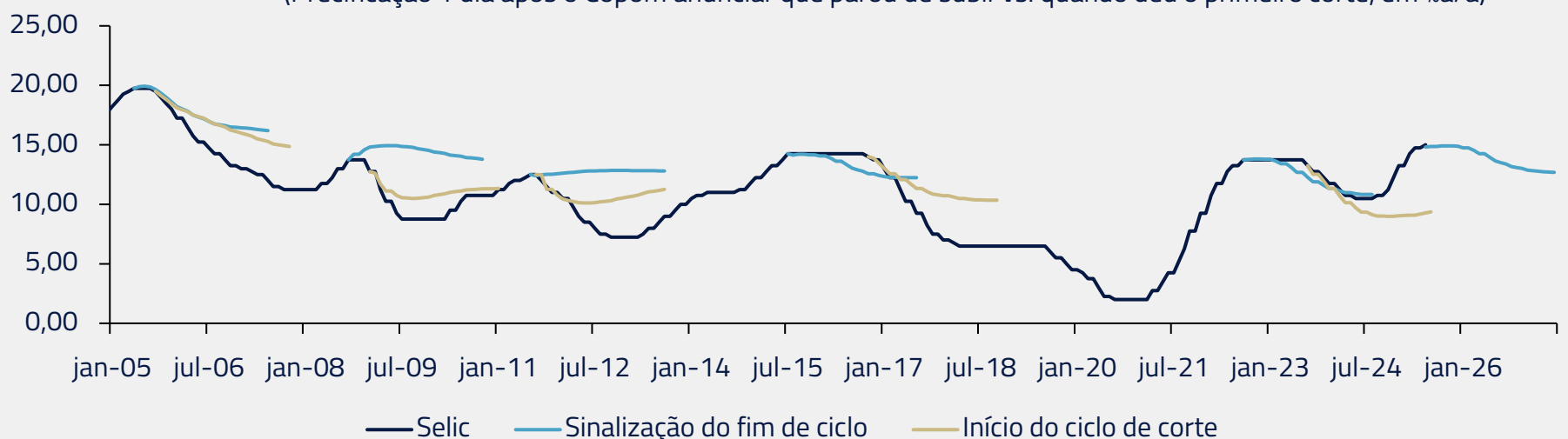


Esse cenário benigno de dólar e inflação sob controle dá sustentação técnica e política para que o BC enfim inicie os cortes entre o final desse ano e o início de 2026, embora ainda exista razoável incerteza quanto à data de início destes.

Com esses desenvolvimentos, acreditamos ser sensato permanecer aplicado em juros, ou seja, manter posições que se beneficiem da queda das taxas futuras.

## Selic vs Curva Foward

(Precificação 1 dia após o Copom anunciar que parou de subir vs. quando deu o primeiro corte, em %a/a)



A inclinação da curva de juros brasileira sugere que há prêmio a ser capturado: caso o Copom consiga começar um ciclo de alívio moderado – títulos prefixados e posições tomadas em contratos de DI devem apresentar valor.

# Mercado de Ações: Tecnologia voltando à liderança

“A invencibilidade está na defesa; a possibilidade de vitória, no ataque”  
– Sun Tzu

Após um começo de ano difícil, o mercado de ações norte-americano mostrou notável recuperação, liderado pelo setor de tecnologia, impulsionado por resultados corporativos robustos e alívio na percepção de risco dos investimentos em inteligência artificial.

No início desse ano, tivemos forte fluxo para ações fora dos Estados Unidos. Os motivos incluem *valuations* descontados (o P/L futuro europeu em torno de 13,5x, bem abaixo dos 20x americanos) e a estímulos fiscais significativos, como na Alemanha, além de políticas monetárias locais já acomodativas.

## Alocação em mercado americano

Composição do índice MSCI Global

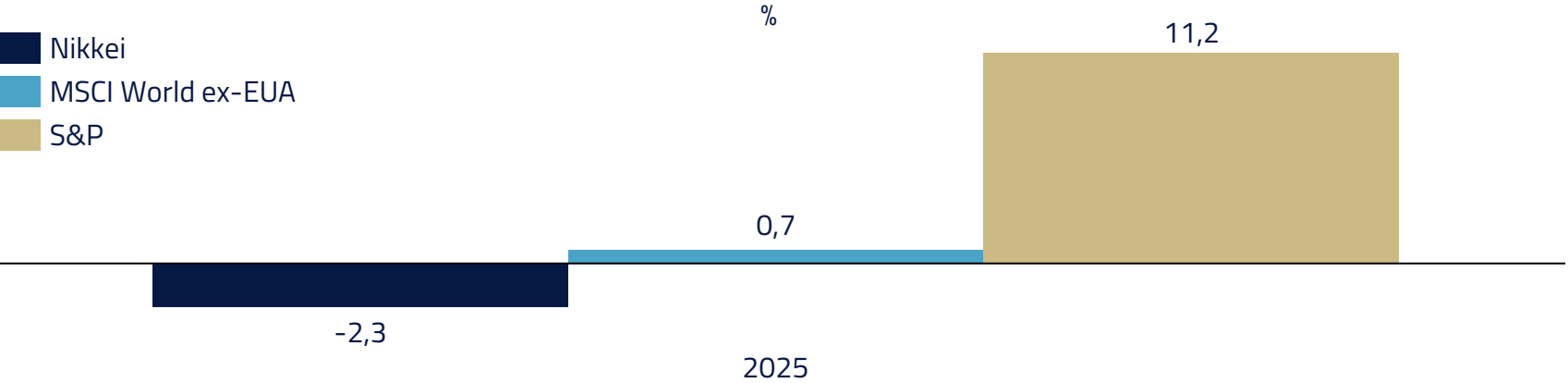


Contudo, é preciso ter em mente que o crescimento de lucros na Europa e Japão tende a ser mais modesto que o das grandes empresas americanas.

## Razão preço/lucro\*, resto do mundo/EUA



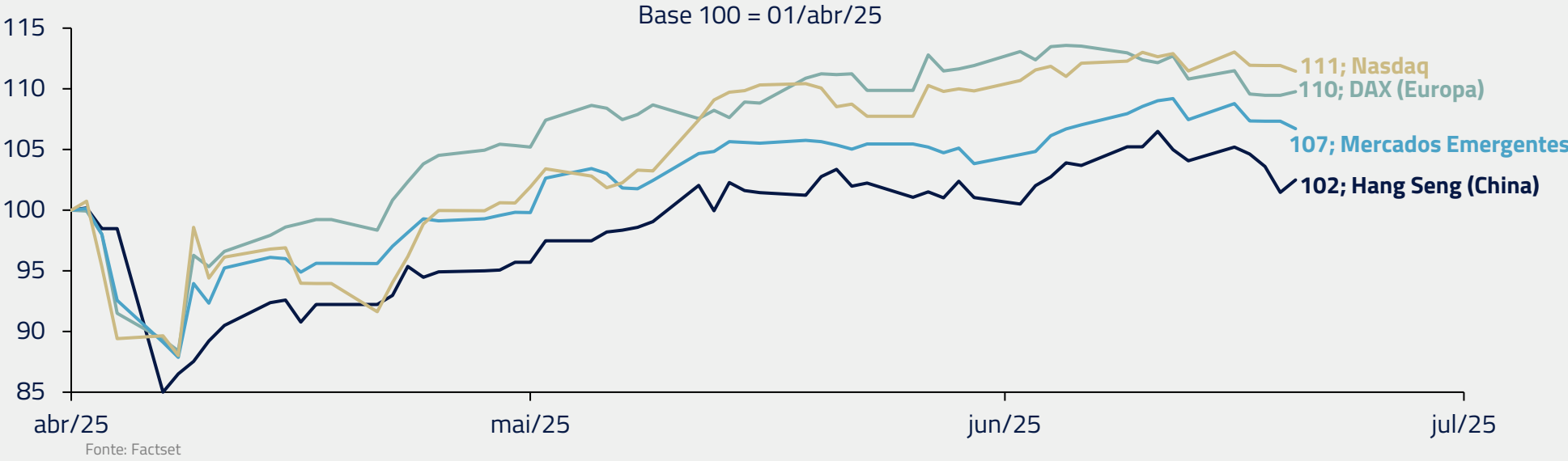
## Crescimento de Lucros esperado para 2025





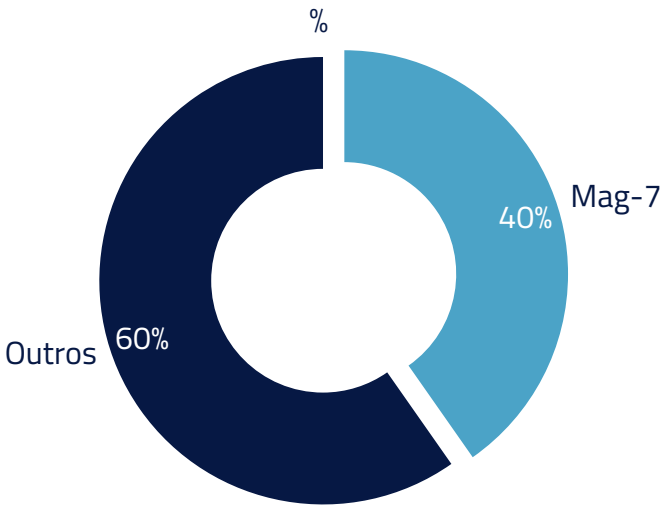
Após uma forte realocação no início do ano do mercado norte-americano para ações na Europa, Ásia e emergentes, o período recente foi caracterizado por um retorno da preeminência da Nasdaq.

Performance recente dos índices globais

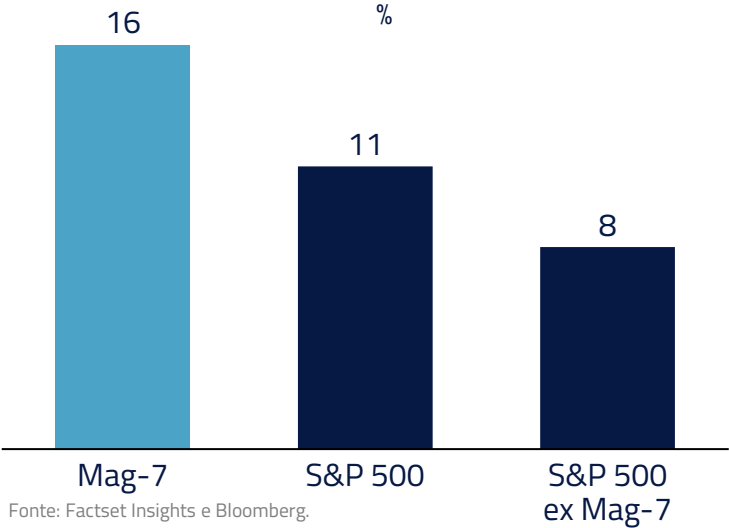


Em nossa visão, a principal razão desse retorno à Nasdaq é o fato que o crescimento de lucros continua altamente concentrado em tecnologia – particularmente nas empresas conhecidas como MAG-7 (as “Sete Magníficas”), que incluem Apple, Microsoft, Alphabet (Google), Amazon, Meta, Tesla e Nvidia.

Composição do índice NASDAQ



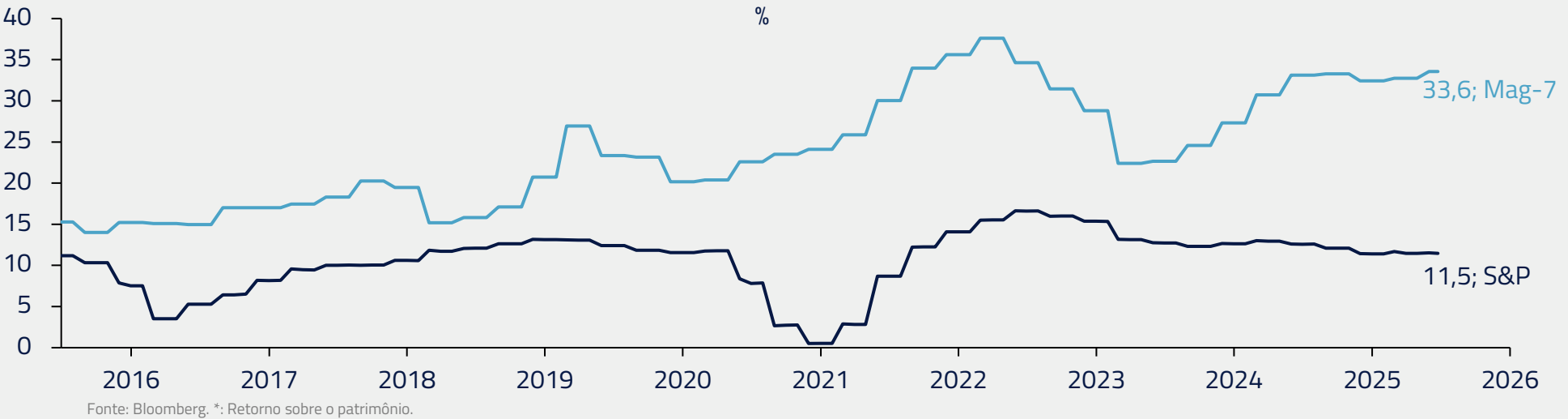
Crescimento de lucros esperado em 2024

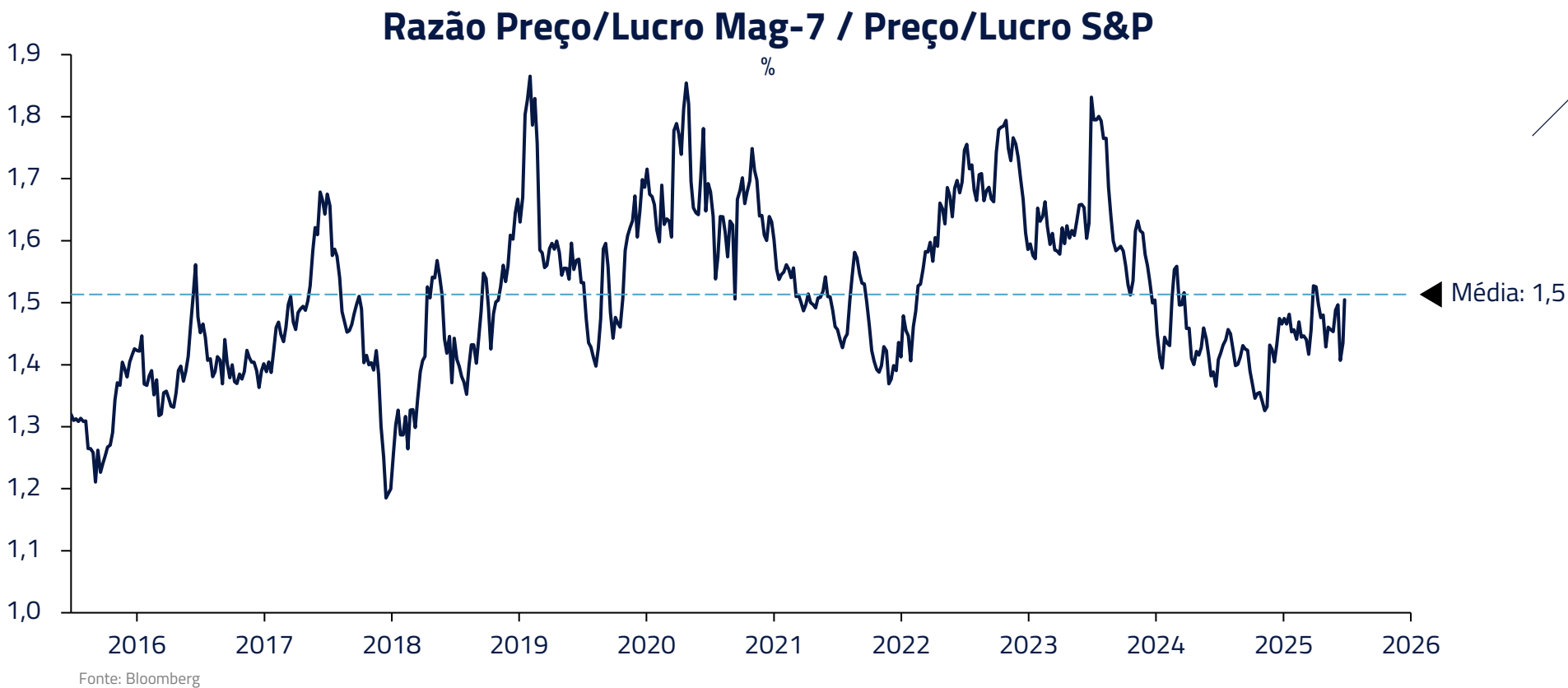


Cerca de 45% do crescimento de lucros do S&P vem apenas das 7 maiores companhias, reflexo de margens e escala extraordinárias dessas líderes.

A diferença em relação a episódios passados de concentração (como a bolha da internet no final dos anos 90) é que, hoje, esses *valuations* elevados se apoiam em fundamentos sólidos, com crescimento de lucros, alta rentabilidade e retornos sobre capital impressionantes.

Comparação de ROE\* entre o S&P e as Mag-7





Esse panorama reforça nossa visão de que, embora seja saudável diversificar globalmente, a liderança do mercado de ações permanece com o setor de tecnologia dos EUA no que tange à capacidade de entrega de resultados.

Diante disso, mantemos a convicção de permanecer investidos em IA, aumentando gradualmente a participação nesse tema em nossos portfólios. Continuamos alocando nas ações das líderes de tecnologia – as MAG-7 – pois são elas que mais se beneficiarão da monetização dessa tendência, seja via venda de hardware (chips), serviços de nuvem, publicidade inteligente ou novos produtos habilitados por IA.

### Principais posições Long e Short

#### Mercados Desenvolvidos

|                                                                     |                                                |                                                |                                                  |                                                         |
|---------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|------------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| <b>Aeroespacial</b><br>ROLLS ROYCE<br>RTX<br>AIRBUS                 | <b>Semis</b><br>tsmc<br>NVIDIA                 | <b>Megacaps</b><br>Meta<br>Microsoft<br>Google | <b>Industriais</b><br>Eaton<br>SIEMENS energy    | <b>Energia</b><br>KINDER MORGAN<br>Williams<br>CHENIERE |
| <b>Utilities</b><br>VISTRA<br>nrg<br>TALLEN ENERGY<br>Constellation | <b>Financeiras</b><br>WELLS FARGO<br>VS<br>KBE | <b>Staples</b><br>VS<br>Nestlé<br>L'ORÉAL      | <b>Índices</b><br>NASDAQ<br>VS<br>Russell<br>XBI |                                                         |

#### Mercados Emergentes

|                                                |                                                       |                                                                                         |                       |
|------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| <b>Dolarizadas</b><br>EMBRAER<br>WEG<br>SUZANO | <b>Yield</b><br>sabesp<br>COPEL<br>equatorial ENERGIA | <b>Domésticas</b><br>Localiza<br>AZZAS 2154<br>RENNER<br>btgpactual<br>[B] <sup>3</sup> | <b>Índices</b><br>EWZ |
|------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|

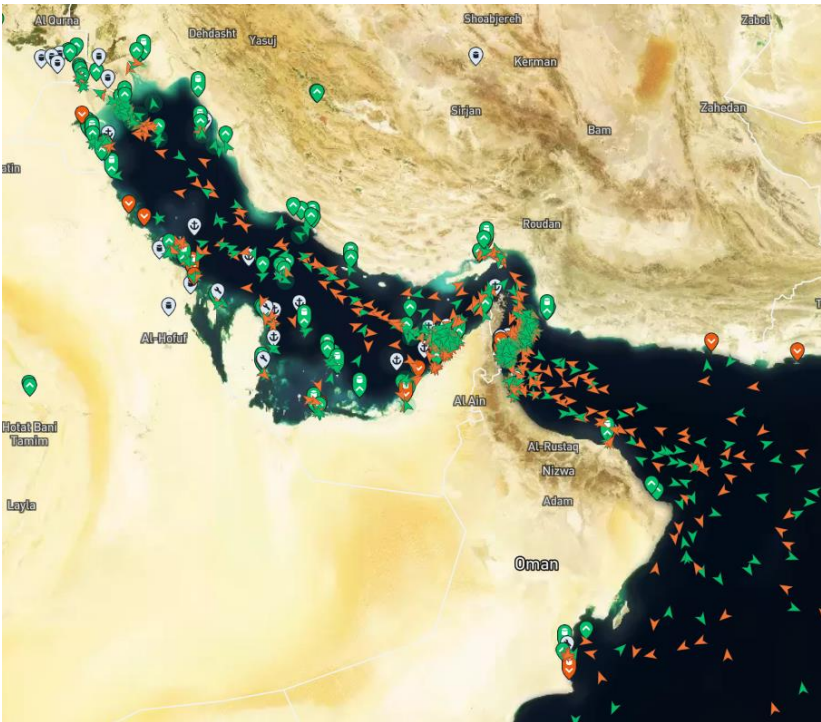
Fonte: Kinea  
Legenda: Em vermelho são as posições vendidas

Em outras palavras, assim como Sun Tzu pregava conhecer as armas superiores do seu exército e empregá-las sem hesitação no momento certo, reconhecemos nessas empresas de IA verdadeiras armas vencedoras para navegar os mercados nos próximos anos.

# Commodities: Risco Geopolítico Dissipando e Oferta ampla

“As oportunidades multiplicam-se à medida que são agarradas”

- Sun Tzu



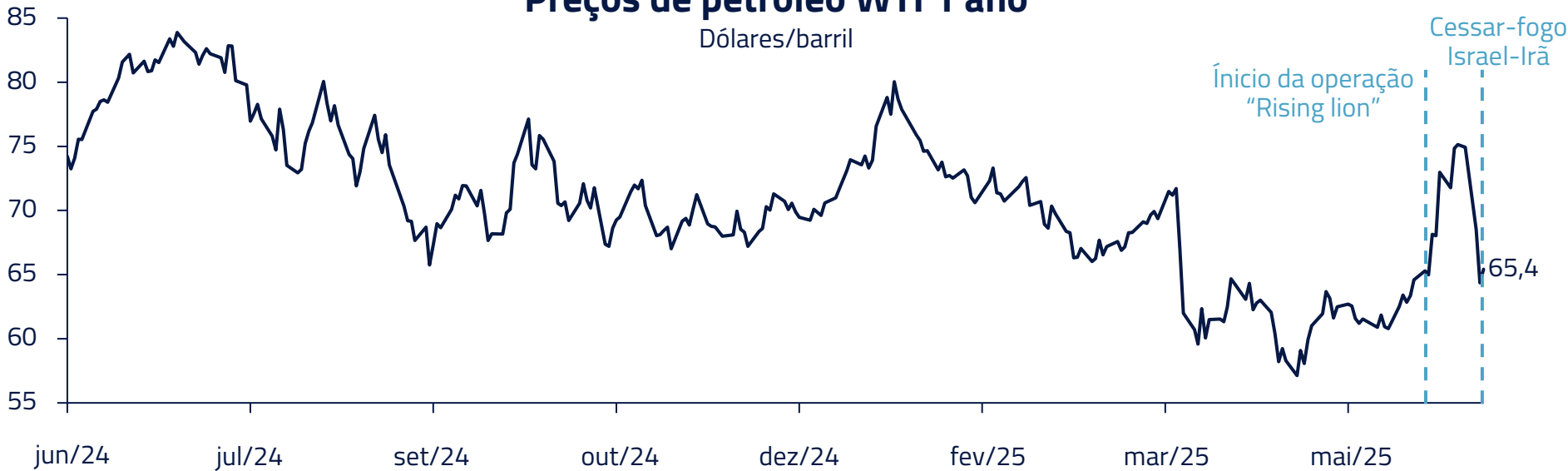
Fonte: KPLER

Ao longo do mês, mantivemos posições vendidas em petróleo, entendendo que o prêmio geopolítico era excessivo e já embutia uma interrupção prolongada da produção Iraniana. Considerávamos também como pouquíssimo provável eventual obstrução em Ormuz, haja visto a dependência do próprio Irã e de seus principais aliados no estreito, tanto para exportar seu petróleo como para importar alimentos (estima-se que cerca de 80% das importações do país passam por ali).

Com o arrefecimento do conflito e a total dissipação do prêmio geopolítico, ainda esperamos uma trajetória decadente de preços de petróleo entre agora e o final do ano. Entendemos também que eventuais voltas ao conflito novamente não devem trazer impactos em oferta de petróleo.

## Preços de petróleo WTI 1 ano

Dólares/barril

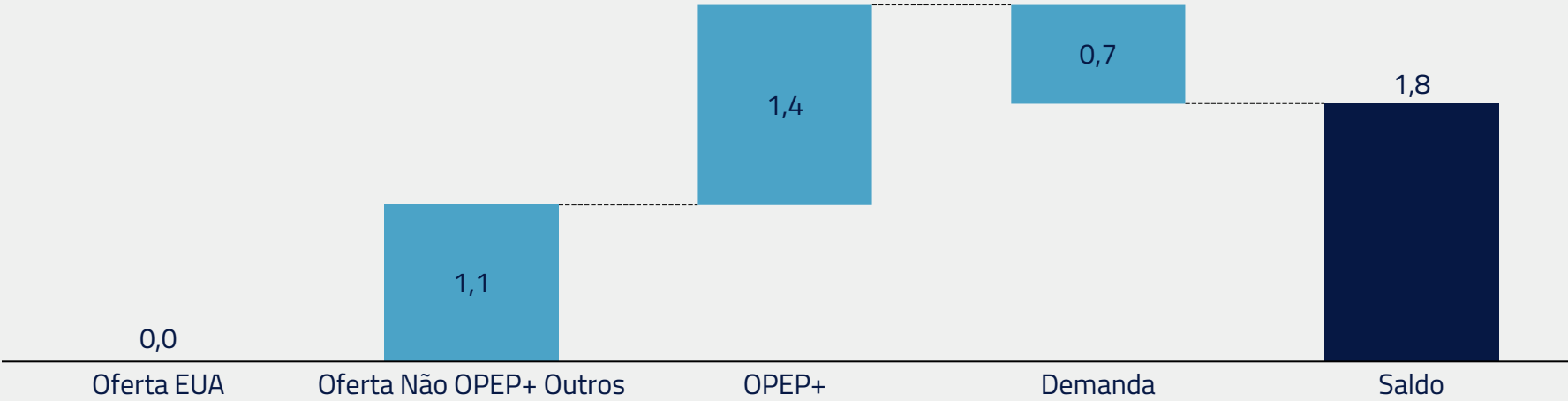


Fonte: Bloomberg

O processo todo aumenta nossa convicção em um cenário baixista para o final do ano, pois com a recente alta de preços: o posicionamento técnico vendido reduziu e produtores de petróleo americano *hedgearam* preços de forma a proteger a produção, além de reduzirmos a chance de um novo embargo no Irã. Esperamos grande crescimento de oferta não-OPEP e OPEP para os próximos meses.

## Principais mudanças de oferta e demanda na balança de petróleo

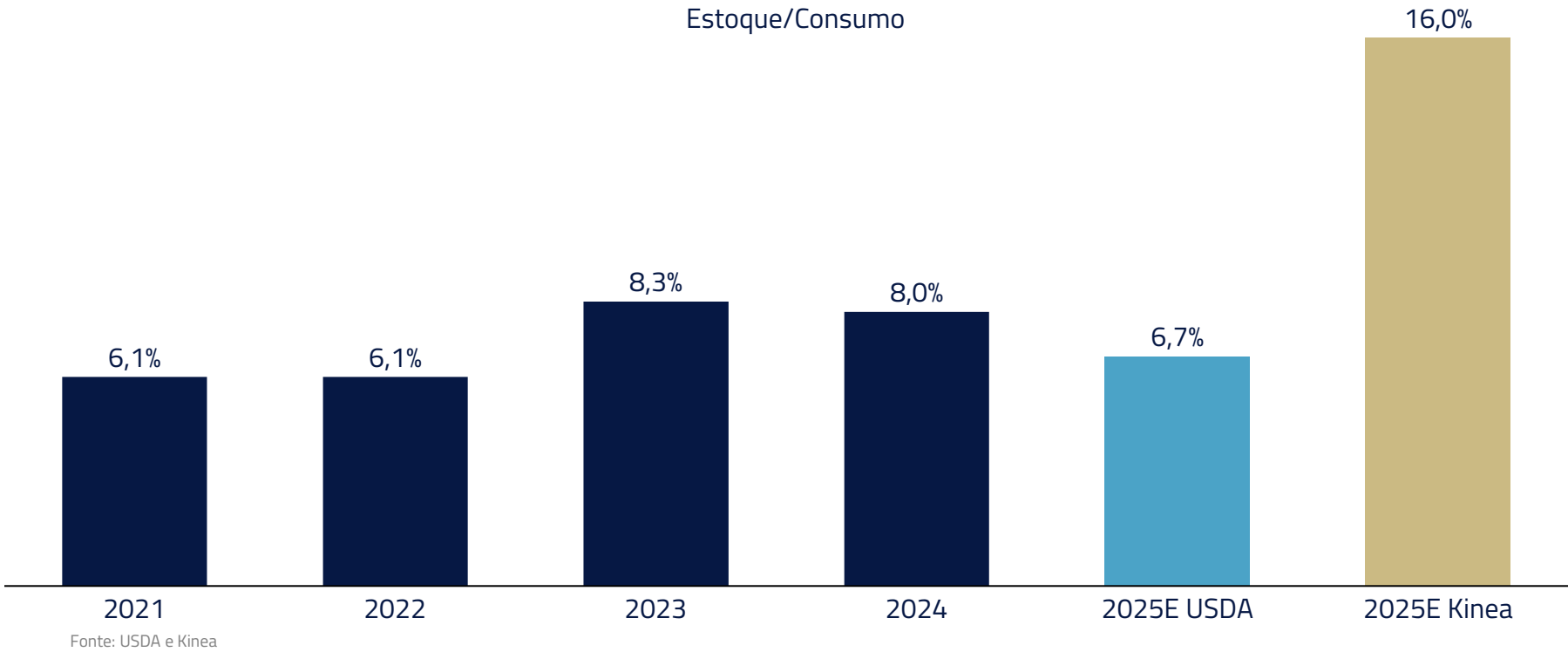
Mbpd\*, segundo semestre de 2025 vs segundo semestre 2024



Fonte: Kinea, Energy aspects, KPLER. \*: Milhões de barris por dia

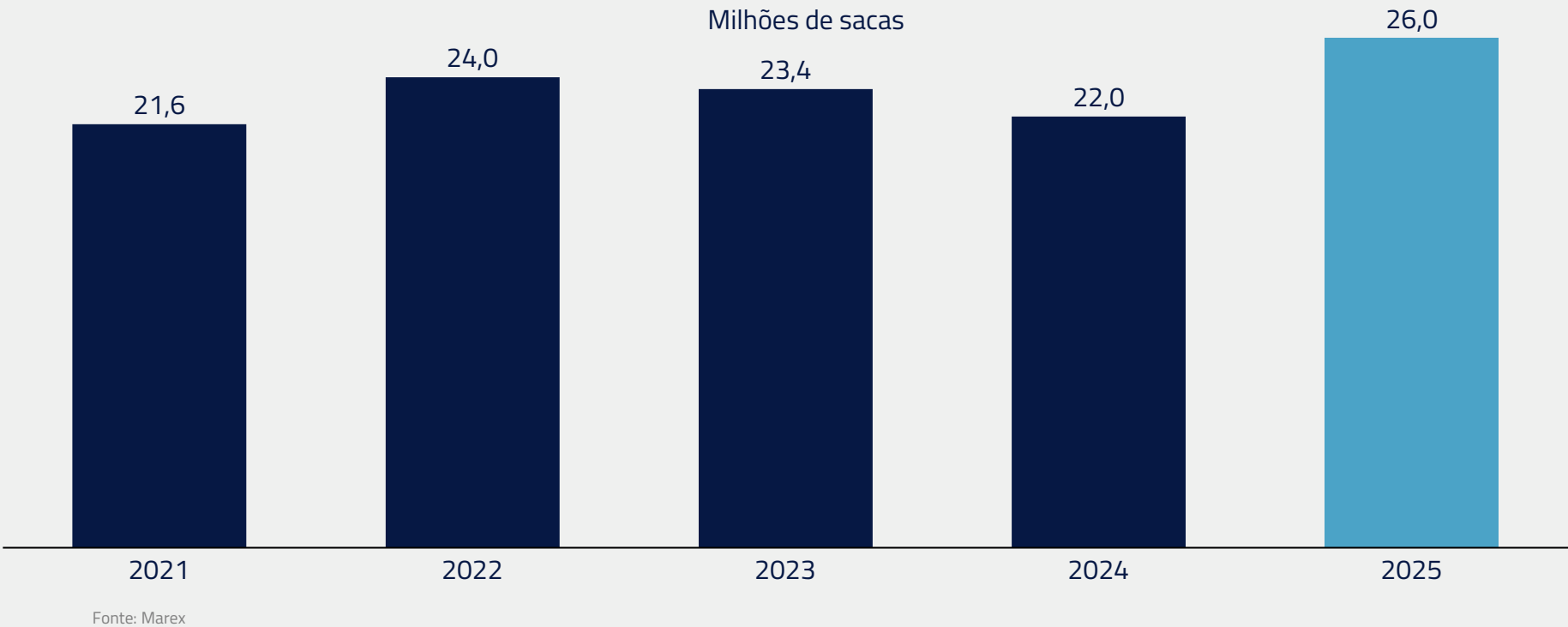
Nas commodities agrícolas e *softs*, mantemos posição vendida em soja, café, açúcar e posição comprada no boi gordo americano. As condições iniciais da safra americana são boas e esperamos que as exportações de soja dos Estados Unidos sejam menores do que o mercado precifica, gerando uma balança superavitária esse ano.

**Soja EUA**  
Estoque/Consumo



No café, após alguns anos de déficit no mercado, o Brasil está colhendo uma safra que estimamos ser recorde de café conilon. Além disso, o ritmo de venda de café está mais lento do que o usual, isto é, os produtores brasileiros ainda têm volumes de venda relevante para fixarem. Devemos ver volumes de café maiores na próxima safra Vietnamita, após as floradas com chuva acima da média nas regiões produtoras.

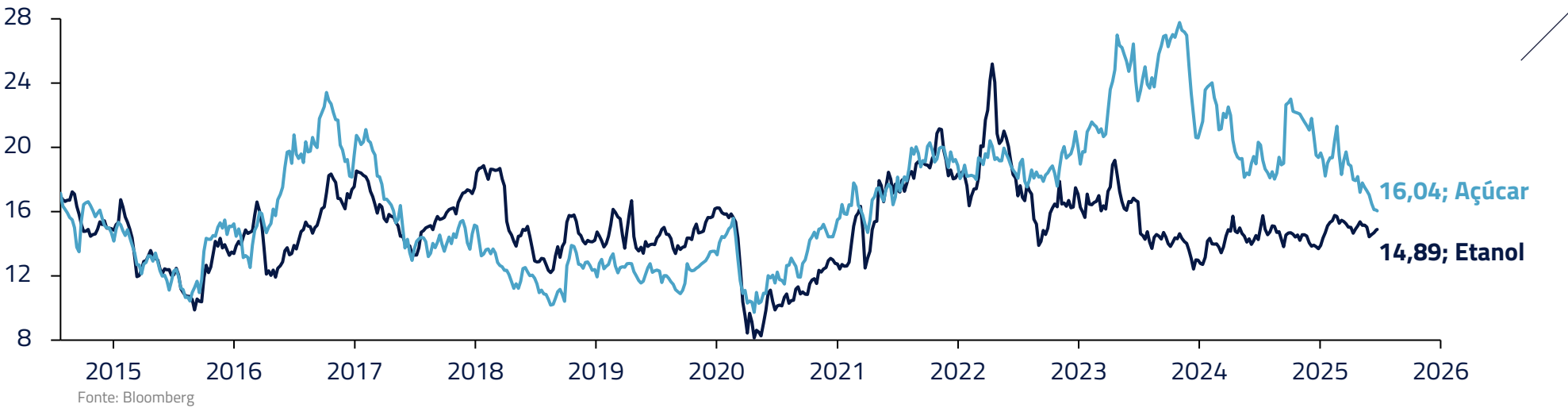
**Safra brasileira de café conilon**  
Milhões de sacas



Por fim, o açúcar: a produção de cana-de-açúcar no Centro-Sul do Brasil, após início ruim devido a colheita de uma safra que sofreu com clima ano passado, já vemos melhorias sequenciais que, na nossa visão, devem continuar ao longo da safra. Com a maior rentabilidade do açúcar versus o etanol, esperamos que usinas continuem maximizando o mix açucareiro. Além disso, as chuvas sazonais na Índia começaram mais cedo esse ano, o que tem melhorado a perspectiva de safra.

Preço do açúcar e do etanol

Centavos de dólar/libra



Com esse pano de fundo, entendemos que apostar na queda de preços desses produtos faz sentido, pois o choque positivo de oferta pressiona os mercados.

Riscos climáticos e logísticos permanecem no radar – como estrategistas, mantemos as “antenas ligadas” para qualquer mudança de tendência. Mas, no momento, o cenário central indica alívio de preços agrícolas, contribuindo inclusive para o panorama benigno de inflação global de alimentos.

Conclusão: A Vitória Silenciosa da Estratégia

Sun Tzu escreveu que “os verdadeiramente habilidosos não incitam a ira nem a batalha; conquistam seus objetivos sem alarde”.

| Juros                                                              | Ações                                                                                                                                                                                                             | Moedas                                       | Commodities                                                                                                             |
|--------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aplicado                                                           | Cesta comprada                                                                                                                                                                                                    | Cesta Comprada                               | Cesta comprada                                                                                                          |
| <div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div> | <div><div>Desenvolvidos</div><div> I.A.</div><div> Defesa</div><div> Eletrificação</div></div> <div><div>Emergentes</div><div> Utilities</div><div> Construção civil</div><div> Discricionários</div></div>       | <div></div>                                  | <div> Ouro</div> <div> Boi</div> <div> Cobre</div>                                                                      |
| Tomado                                                             | Cesta vendida                                                                                                                                                                                                     | Cesta vendida                                | Cesta vendida                                                                                                           |
| <div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>            | <div><div>Desenvolvidos</div><div> Imobiliário</div><div> Small caps</div><div> Utilities EUA</div><div> Biotecnologia</div></div> <div><div>Emergentes</div><div> Defensivos</div><div> Exportadoras</div></div> | <div><div></div><div></div><div></div></div> | <div><div> Alumínio</div><div> Algodão</div><div> Petróleo</div><div> Café</div><div> Soja</div><div> Trigo</div></div> |

A China garantiu suas vitórias comerciais não pelo embate tarifário direto, mas por movimentos calculados longe dos holofotes. Israel removeu uma ameaça existencial com um ataque fulminante, fruto de anos de inteligência e prontidão que permitiram resolver em dias o que poderia durar décadas.

As autoridades monetárias e fiscais que agirem com visão de longo prazo – antecipando problemas estruturais e ajustando o curso de antemão – serão aquelas que triunfarão.

E nós, como investidores, buscamos emular essa filosofia, posicionando-nos com discernimento nos campos de batalha dos mercados, escolhendo as frentes (setores, ativos) onde temos vantagem competitiva e evitando confrontos desnecessários.



Encerramos esta carta mensal com a mensagem de Sun Tzu que as maiores conquistas raramente vêm do confronto estridente, mas sim da combinação de estratégia, paciência e execução precisa.

\*\*\*

Estamos sempre à disposição de nossos clientes e parceiros

# Kinea Investimentos

## PALAVRA DO GESTOR SOBRE A PERFORMANCE DO MÊS

### AÇÕES

Resultado positivo. Junho foi um mês de bom desempenho para os ativos de risco globais. Nos Estados Unidos, os ativos ligados à inteligência artificial, nosso principal tema de investimento, voltaram a se destacar. Na Europa, nossas posições nos setores aeroespacial e de eletrificação continuaram se valorizando. No Brasil, tivemos ganhos com a valorização do índice EWZ, nossa principal posição direcional no país, além de bons resultados com posições vendidas nos setores de mineração e consumo, que tiveram desempenho fraco no período. Ainda no Brasil, obtivemos retornos expressivos em estratégias de pares intrasetoriais, especialmente nos setores de varejo e construção civil. Mantemos uma posição comprada em bolsas, com foco em Estados Unidos e Brasil, utilizando posições vendidas em segmentos como Russell 2000, biotecnologia e construção civil nos EUA como hedge parcial dessa exposição.

### JUROS CAIXA

Resultado negativo. O mês de junho foi marcado por uma diminuição do ritmo de emissões do Tesouro Nacional e pela possível mudança das regras de IR sobre fundos, acabando com o tratamento especial para fundos de longo prazo, diminuindo assim a demanda por papéis. Isso gerou uma abertura nos prêmios em especial dos papéis longos (destaque as LFTs e NTN-Fs). No período, zeramos nossas posições em NTN-BS. Além disso, não realizamos grandes modificações no portfólio e terminamos o mês comprados nas LFTs intermediárias, NTN-Fs casadas longas e seguimos neutros em LTNs casadas e NTN-Bs casadas.

### COMMODITIES

Resultado positivo, puxado pela queda dos preços agrícolas, segmento no qual mantemos posições vendidas. O destaque foi a acentuada queda do café robusta, além das baixas no trigo e na soja nas últimas semanas. Seguimos com visão negativa para o petróleo, diante de um cenário de oferta ainda excessiva que pressiona os preços. No geral, mantemos uma tese de queda para os grãos, ancorada nas boas perspectivas para a safra norte-americana nos próximos meses.

### JUROS E INFLAÇÃO

Resultado negativo. No Brasil, os juros futuros encerraram o mês com leve alta na parte curta e queda na parte longa. Mantemos nossa visão construtiva para a curva de juros no Brasil, com posicionamento favorável à queda da Selic. O Banco Central decidiu por mais uma alta na Selic, mas a comunicação do Copom foi compatível com o final do ciclo de alta. Acreditamos que a atividade econômica deve desacelerar no segundo semestre de 2025 devido a três fatores: (i) efeito defasado de um juro real de quase 10%, (ii) menor expansão fiscal em 2025 e (iii) desaceleração global. Na parte internacional, o líquido da nossa posição segue sendo apostas para o aumento das curvas de juros nos EUA. Mesmo que no curto prazo o Fed possa até cortar porque há uma pressão grande, não vemos espaço para um corte grande, pois: (i) seria imprudente cortar muito sem saber efeitos das tarifas sobre a inflação; (ii) menor imigração deve reduzir oferta de trabalho e, portanto, segurar alta do desemprego; (iii) pacote fiscal, que deve ser aprovado em breve, terá um feito estimulativo para atividade em 2026; (iv) menor regulação no setor de bancos também ajuda atividade, uma vez que deve aumentar apetite dos bancos para dar crédito; (v) questão comercial parece ter passado do pico, com incerteza tendendo a melhorar. Assim, seguimos com posições tomadas na parte mais longa da curva nos EUA, sobretudo porque o prêmio de risco na parte longa ainda é baixo e tem espaço para subir.

### MOEDAS E CUPOM CAMBIAL

Resultado positivo. Seguimos neutros no USD e comprados em EURGBP, por acreditar que a inflação no Reino Unido deverá ceder nos próximos trimestres, levando a um corte de juros maior do que precificado. Na outra ponta, o ECB deve permanecer com a taxa de juros estáveis.

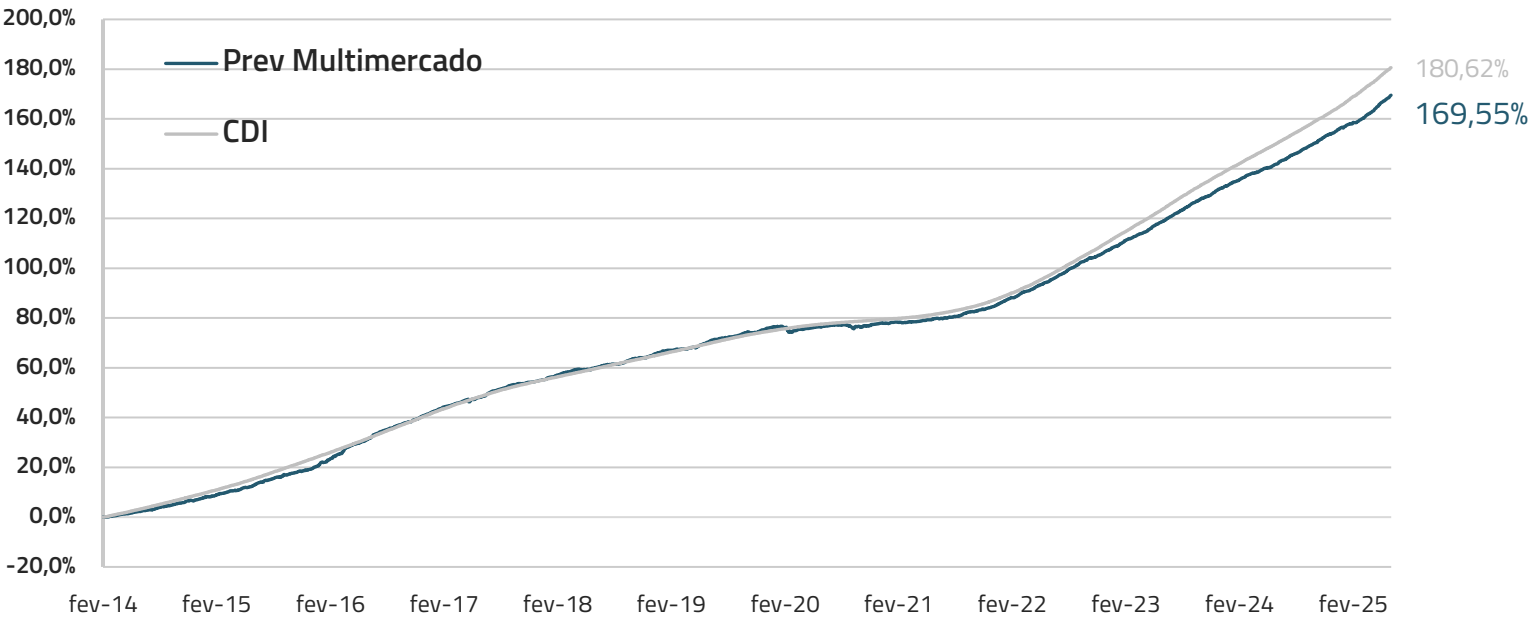
▶ Para mais informações veja também o nosso vídeo mensal sobre o Fundo no YouTube



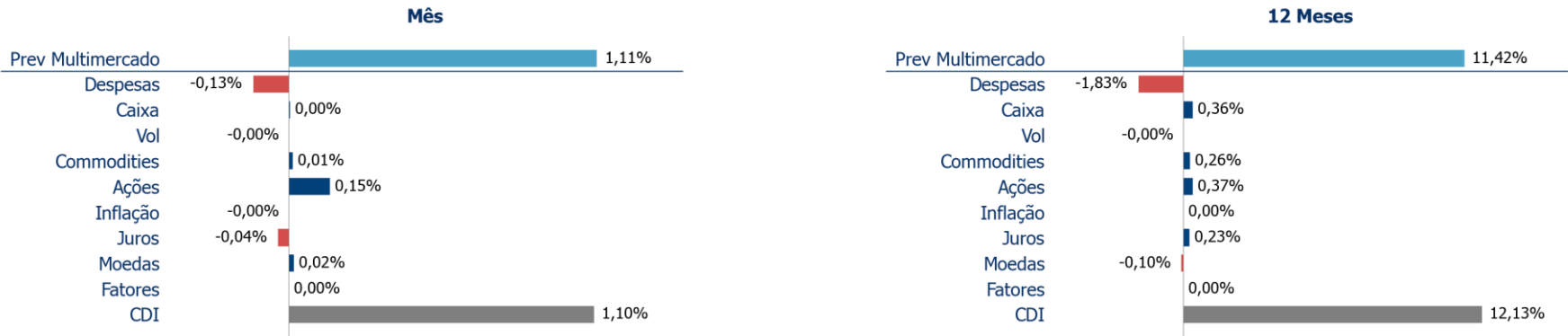
Este material foi elaborado pela Kinea (Kinea Investimentos Ltda e Kinea Private Equity Investimentos S.A.), empresa do Grupo Itaú Unibanco. A Kinea não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimentos. Leia o regulamento e demais documentos legais do fundo antes de investir. Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Os fundos de condomínio aberto e não destinados a investidores qualificados possuem lâminas de informações essenciais. A descrição do tipo ANBIMA consta no formulário de informações complementares. Estes documentos podem ser consultados no site da CVM <http://www.cvm.gov.br/> ou no site dos respectivos Administradores dos fundos. Não há garantia de tratamento tributário de longo prazo para os fundos que informam buscar este tratamento no regulamento. Os fundos da Kinea não são registrados nos Estados Unidos da América sob o Investment Company Act de 1940 ou sob o Securities Act de 1933. Não podem ser oferecidos ou vendidos nos Estados Unidos da América ou em qualquer um de seus territórios, possessões ou áreas sujeitas a sua jurisdição, ou a pessoas que sejam consideradas como U.S. Persons para fins da regulamentação de mercado de capitais norte-americana. Os Fundos de Investimento da Kinea podem apresentar um alto grau de volatilidade e risco. Alguns fundos informam no regulamento que utilizam estratégias com derivativos como parte de sua política de investimento, que da forma que são adotadas, podem resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas superiores ao capital aplicado, obrigando o cotista a aportar recursos adicionais para cobertura do fundo. É recomendada uma avaliação de performance de fundos de investimento em análise de no mínimo 12 meses. A rentabilidade passada não garante a rentabilidade futura e fundos de investimento não são garantidos pela Instituição Administradora, ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Os Fundos de Investimento em Participações seguem a ICVM 578, portanto são condomínios fechados em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo. Esta modalidade concentra a carteira em poucos ativos de baixa liquidez, o que pode resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas, que podem superar o capital aplicado, acarretando na obrigatoriedade do cotista aportar recursos adicionais para cobertura do fundo no caso de resultado negativo. Os Fundos de Investimento Imobiliário seguem a ICVM571, portanto são condomínios fechados em que as cotas não são resgatáveis onde os cotistas podem ter dificuldade em alienar suas cotas no mercado secundário. As opiniões, estimativas e projeções refletem o atual julgamento do responsável pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. As projeções utilizam dados históricos e suposições, de forma que devem ser realizadas as seguintes advertências: (1) Não estão livres de erros; (2) Não é possível garantir que os cenários obtidos venham efetivamente a ocorrer; (3) Não configuram, em nenhuma hipótese, promessa ou garantia de retorno esperado nem de exposição máxima de perda; e (4) Não devem ser utilizadas para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores. Este conteúdo é informativo e não constitui nem deve ser interpretado como oferta ou solicitação de compra ou venda de valores mobiliários, instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócios específica, qualquer que seja a jurisdição. Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis. O Grupo Itaú Unibanco e a Kinea não declaram ou garantem, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo. Esse material não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Kinea. Quaisquer outras informações ou esclarecimentos sobre o Fundo poderão ser obtidos com o Administrador e o Gestor, através do e-mail: [contato@kinea.com.br](mailto:contato@kinea.com.br).

RESULTADO DA GESTÃO\*

Rentabilidade do fundo desde seu início



Retorno por Estratégia



HISTÓRICO DE RENTABILIDADE\*

| ANO   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | jun/25  | Início  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| FUNDO | 3,75%  | 12,19% | 12,06% | 9,71%  | 5,84%  | 1,11%   | 169,55% |
| CDI   | 4,40%  | 12,37% | 13,05% | 10,87% | 6,41%  | 1,10%   | 180,62% |
| % CDI | 85,30% | 98,55% | 92,41% | 89,29% | 91,19% | 100,98% | 93,87%  |

Início do fundo  
28/Fev/2014

Patrimônio Líquido Atual  
R\$ 974.679.220  
Patrimônio Líquido Médio (12 meses)  
R\$ 1.059.624.413

Número de meses negativos  
7

Número de meses positivos  
130

Melhor mês  
abr/16 (2.43%)

Pior mês  
mar/20 (-0.56%)

| COTA RESGATE: | PAGAMENTO RESGATE:                 | TAXA DE SAÍDA: | APLICAÇÃO INICIAL:                 | TAXA DE ADM: | TAXA DE PERFORMANCE¹: |
|---------------|------------------------------------|----------------|------------------------------------|--------------|-----------------------|
| D+0           | D+1 dia útil da conversão de cotas | Não há.        | Sujeito às regras do distribuidor. | 1,5% a.a.    | Não há                |

1. Trata-se da taxa de administração considerando as taxas dos fundos da estrutura.
2. Trata-se da taxa de performance considerando todos os fundos da estrutura.



Este material foi elaborado pela Kinea (Kinea Investimentos Ltda e Kinea Private Equity Investimentos S.A.), empresa do Grupo Itaú Unibanco. A Kinea não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimentos. Leia o regulamento e demais documentos legais do fundo antes de investir. Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Os fundos de condomínio aberto e não destinados a investidores qualificados possuem lâminas de informações essenciais. A descrição do tipo ANBIMA consta no formulário de informações complementares. Estes documentos podem ser consultados no site da CVM <http://www.cvm.gov.br/> ou no site dos respectivos Administradores dos fundos. Não há garantia de tratamento tributário de longo prazo para os fundos que informam buscar este tratamento no regulamento. Os fundos da Kinea não são registrados nos Estados Unidos da América sob o Investment Company Act de 1940 ou sob o Securities Act de 1933. Não podem ser oferecidos ou vendidos nos Estados Unidos da América ou em qualquer um de seus territórios, possessões ou áreas sujeitas a sua jurisdição, ou a pessoas que sejam consideradas como U.S. Persons para fins da regulamentação de mercado de capitais norte-americana. Os Fundos de Investimento da Kinea podem apresentar um alto grau de volatilidade e risco. Alguns fundos informam no regulamento que utilizam estratégias com derivativos como parte de sua política de investimento, que da forma que são adotadas, podem resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas superiores ao capital aplicado, obrigando o cotista a aportar recursos adicionais para cobertura do fundo. É recomendada uma avaliação de performance de fundos de investimento em análise de no mínimo 12 meses. A rentabilidade passada não garante a rentabilidade futura e fundos de investimento não são garantidos pela Instituição Administradora, ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Os Fundos de Investimento em Participações seguem a ICVM 578, portanto são condomínios fechados em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo. Esta modalidade concentra a carteira em poucos ativos de baixa liquidez, o que pode resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas que podem superar o capital aplicado, acarretando na obrigatoriedade do cotista aportar recursos adicionais para cobertura do fundo no caso de resultado negativo. Os Fundos de Investimento Imobiliário seguem a ICVM571, portanto são condomínios fechados em que as cotas não são resgatáveis onde os cotistas podem ter dificuldade em alienar suas cotas no mercado secundário. As opiniões, estimativas e projeções refletem o atual julgamento do responsável pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. As projeções utilizam dados históricos e suposições, de forma que devem ser realizadas as seguintes advertências: (1) Não estão livres de erros; (2) Não é possível garantir que os cenários obtidos venham efetivamente a ocorrer; (3) Não configuram, em nenhuma hipótese, promessa ou garantia de retorno esperado nem de exposição máxima de perda; e (4) Não devem ser utilizadas para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores. Este conteúdo é informativo e não constitui nem deve ser interpretado como oferta ou solicitação de compra ou venda de valores mobiliários, instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócios específica, qualquer que seja a jurisdição. Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis. O Grupo Itaú Unibanco e a Kinea não declaram ou garantem, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo. Esse material não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Kinea. Quaisquer outras informações ou esclarecimentos sobre o Fundo poderão ser obtidos com o Administrador e o Gestor, através do e-mail: [contato@kinea.com.br](mailto:contato@kinea.com.br).