



CARTA DO GESTOR

AGOSTO 2026



A HORA DO PESADELO

Eleição, legados fiscais e o preço das
decisões do passado



IDEIA CENTRAL

Esta carta é sobre decisões do passado que ainda cobram seu preço no presente: a dívida brasileira, o fiscal americano e o prêmio de energia herdado do impasse com o Irã. Como em A Hora do Pesadelo, em que Freddy Krueger cobra dos filhos as decisões tomadas por seus pais, nenhuma delas precisa de uma nova decisão para continuar crescendo; basta o tempo passar. Deixar o tempo correr é escolher pagar mais caro depois. A saída existe, mas requer ação.



"Nunca durma novamente"

— A Hora do Pesadelo (1984)

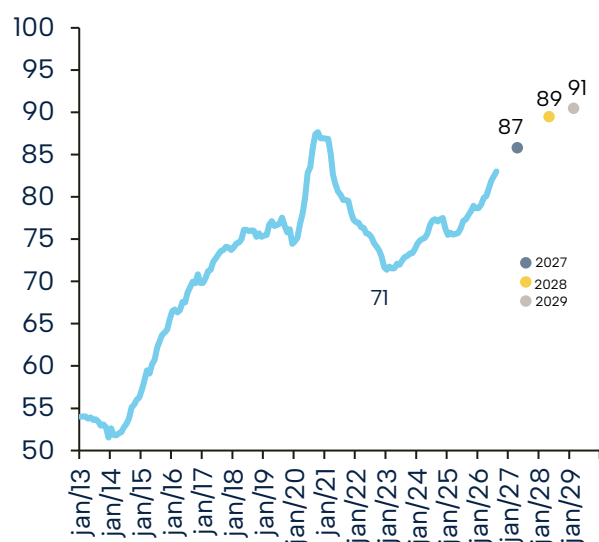
Fonte: Gerado por I.A.

Em 1984, Wes Craven apresentou a história de Elm Street, uma rua aparentemente tranquila em uma pequena cidade do meio-oeste americano. Ali, adolescentes dividiam a rotina entre a escola e as provas, sem imaginar o segredo sombrio que rondava a cidade de Springwood: anos antes, um homem chamado Freddy Krueger havia aterrorizado as crianças da cidade. Revoltados com a falta de condenação, os pais decidiram fazer justiça com as próprias mãos.

A história, no entanto, não pertence a esses pais, mas a seus filhos. É nos sonhos que Krueger os encontra, longe de qualquer proteção. Como ele só pode atacá-los enquanto dormem, permanecer acordado se torna a única forma de sobrevivência. Nancy, a protagonista, passa os dias sustentada por café e pílulas, enquanto o cansaço consome seu corpo e cobra, pouco a pouco, o preço de resistir ao sono.

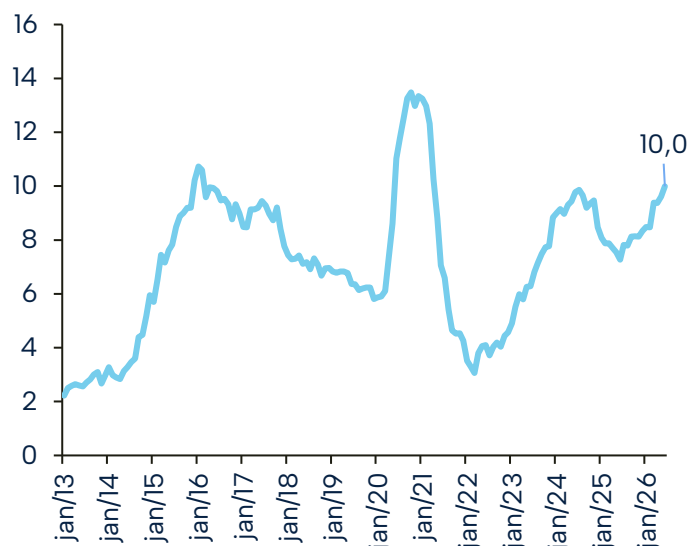
Assim como Nancy sacrifica a própria vitalidade para adiar o sono, cada decisão fiscal no Brasil tomada hoje consome um pouco da capacidade do Estado de enfrentar o futuro. O crédito extraordinário resolve o problema do mês, a desoneração atende a um setor e a despesa indexada cresce automaticamente. Tudo parece razoável porque o custo imediato é pequeno. A conta chega depois, na forma de dívida maior, juros mais altos e um orçamento cada vez mais engessado. E, como no filme, quem paga pelos erros dos pais são os filhos.

DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL | % PIB



Fonte: Tesouro Nacional, Banco Central, Prisma fiscal

DÉFICIT NOMINAL DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO | % PIB



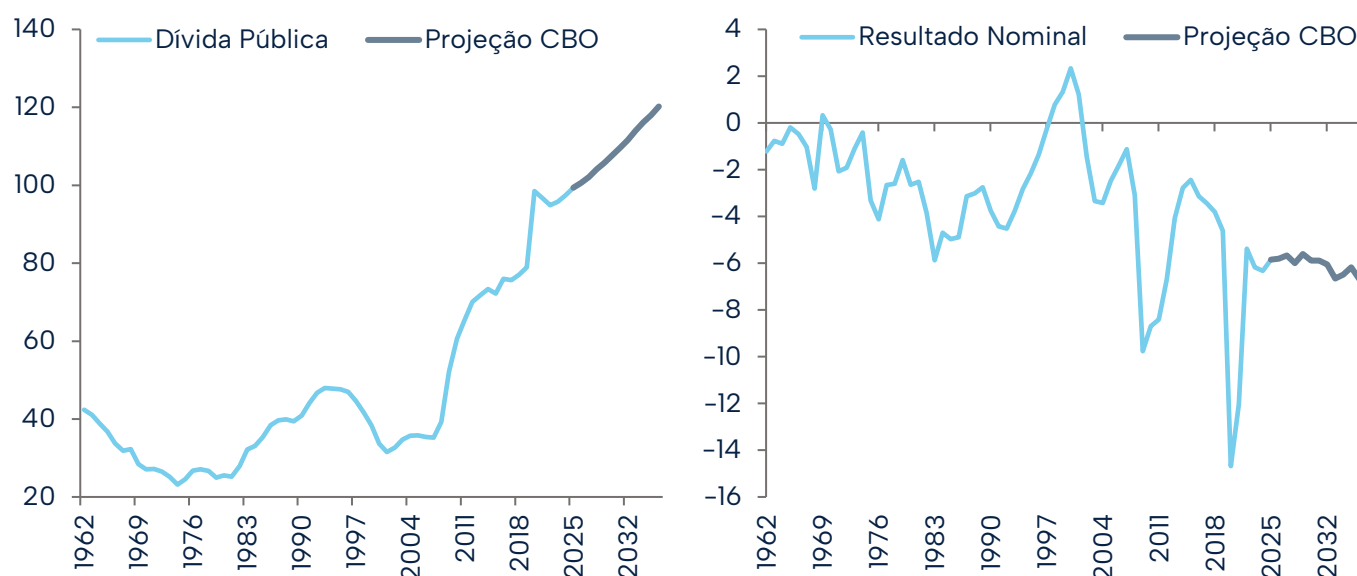
O Brasil se aproxima de mais um ciclo eleitoral com a ansiedade de sempre. A preocupação não está apenas em quem vencerá, mas no que encontrará ao assumir: uma trajetória de dívida que precisa ser enfrentada nesta eleição, porque cada ano de adiamento aumenta a conta. Como Krueger, a dívida age enquanto o país dorme. Não precisa de novas decisões para crescer; basta o tempo passar. Para mantê-la sob controle, pagamos um dos juros reais mais altos do mundo. É a cafeína de Nancy: evita o colapso imediato, mas cobra um preço cada vez maior.

O desfecho do filme aponta um caminho. Nancy percebe que não vencerá Krueger pela força. À luz do dia, prepara a casa com calma e, no confronto final, vira as costas para ele, recusando-se a alimentar seu poder com o próprio medo. Sem essa energia, Krueger desaparece. Desarmar a bomba fiscal brasileira exige uma lógica semelhante: não um gesto heroico, mas a decisão objetiva de interromper o mecanismo que sustenta o problema.

O problema, porém, não é exclusivamente nosso. A trajetória fiscal dos Estados Unidos e a herança de décadas de relações conturbadas com Irã e Rússia, cujos efeitos vemos nos preços de energia, continuam a pressionar a ponta longa da curva na região.

DÍVIDA PÚBLICA DOS EUA | % DO PIB

RESULTADO NOMINAL DOS EUA | % DO PIB



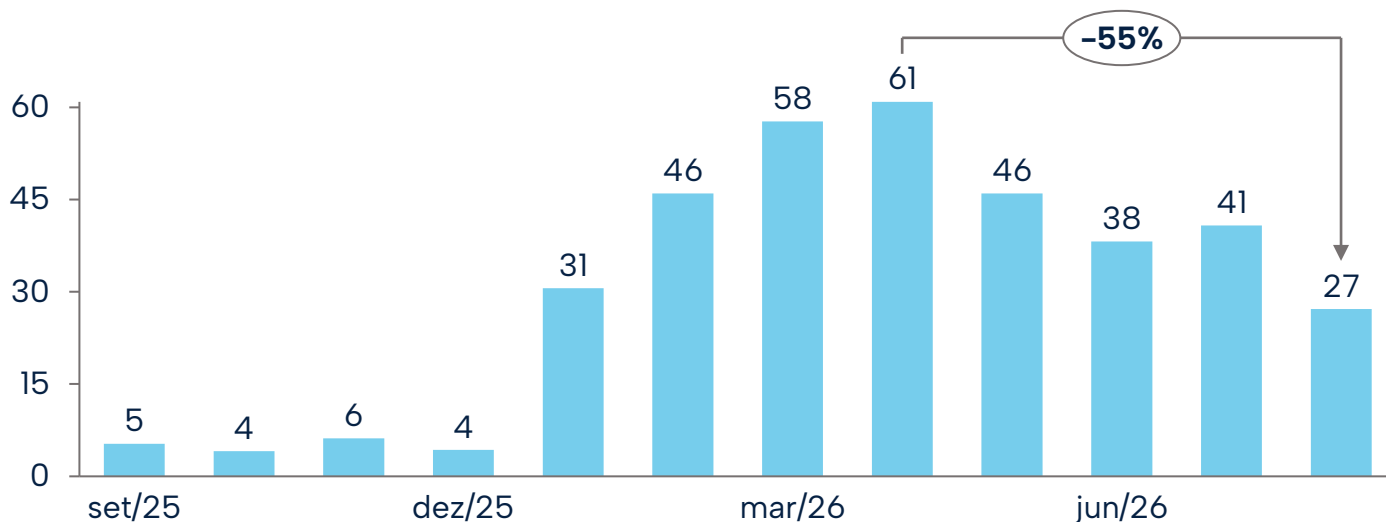
Fonte: CBO

O tema central que une essa carta é como decisões tomadas no passado voltam para nos assombrar no presente, e como lutar contra esses fantasmas. Vamos passar pelos ativos brasileiros, a curva de juros norte-americana, o medo nas ações de inteligência artificial e, finalmente, commodities em tempos de guerra e de El Niño.

BRASIL: NINGUÉM DORME EM ANO ELEITORAL

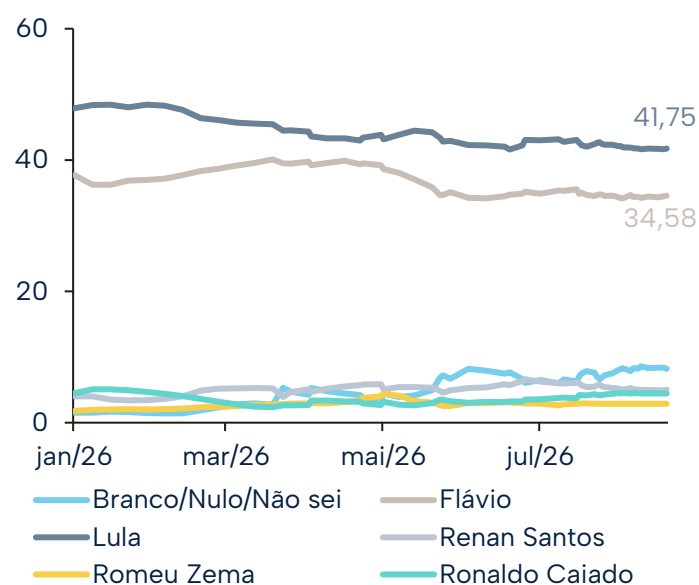
A temporada eleitoral começou com mais incerteza e ainda sem uma direção clara para os mercados. A volatilidade aumentou, e o investidor estrangeiro, sem obrigação de acompanhar a novela até o fim, reduziu sua exposição para voltar mais adiante. É a gestão de risco de quem trata o Brasil como apenas uma entre muitas posições no portfólio.

FLUXO ESTRANGEIRO NA B3 ACUMULADO NOS ÚLTIMOS 12 MESES | BILHÕES DE REAIS

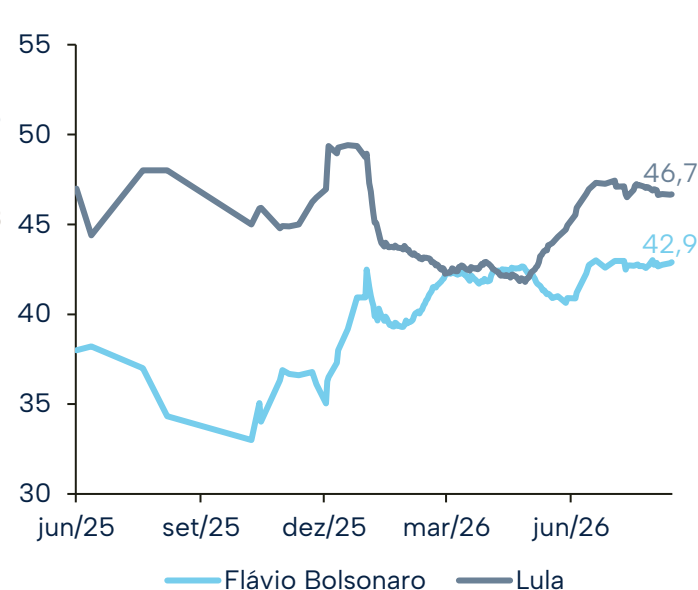


Seguimos avaliando que a disputa será mais competitiva do que sugere hoje o agregador de pesquisas. O número acompanhado diariamente pelo mercado capta a preferência declarada, mas não necessariamente quem de fato irá às urnas. É justamente nessa diferença que enxergamos uma eleição mais apertada.

AGREGADOR KINEA 1º TURNO | VOTOS TOTAIS



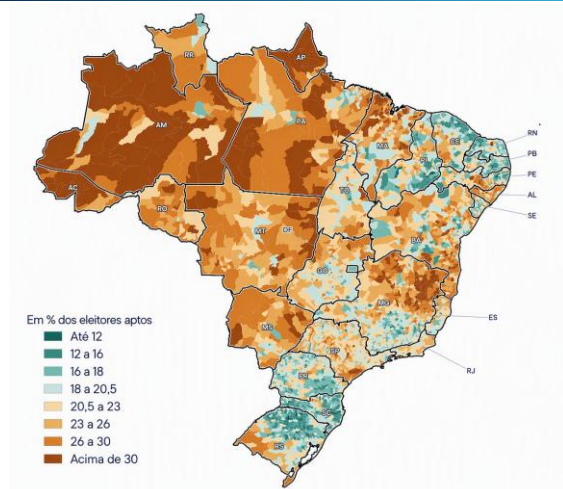
AGREGADOR KINEA 2º TURNO | VOTOS TOTAIS



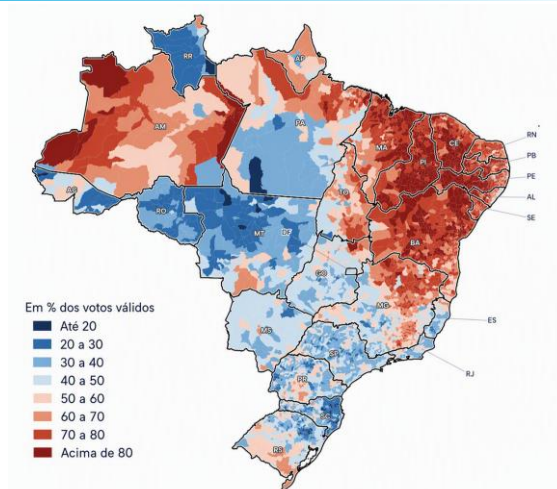
Fonte: Kinea *atualizado ate 27/08/2026

Ou seja, o ponto central é a abstenção, que não se distribui de forma neutra: concentra-se nos estratos de menor renda e nas regiões que hoje compõem a base mais sólida do presidente. É um viés silencioso, que não aparece na pesquisa e só se manifesta na urna.

ABSTENÇÃO NO 2º TURNO DE 2022, POR MUNICÍPIO | ABAIXO E ACIMA DA MÉDIA NACIONAL



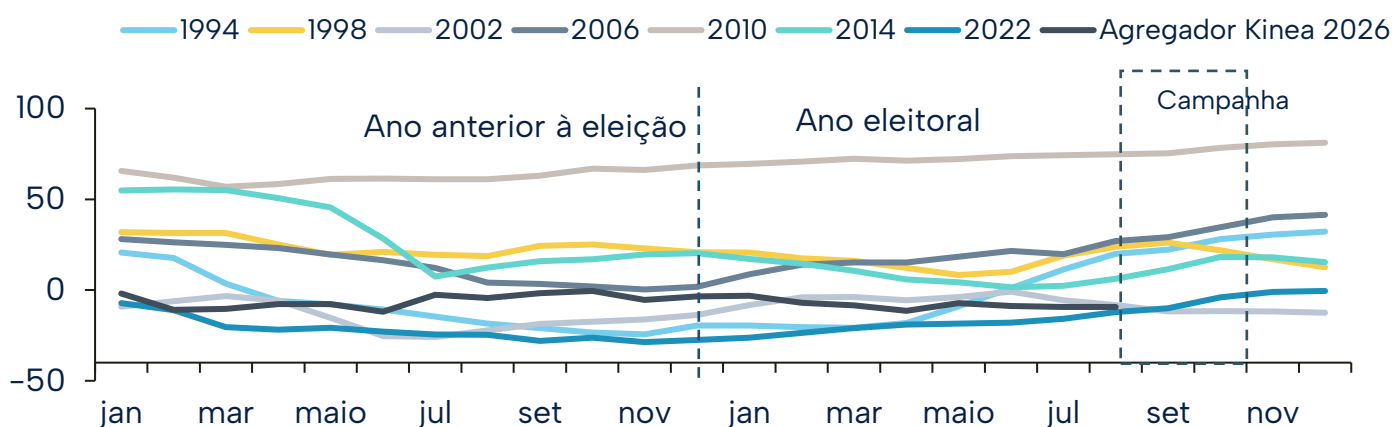
VOTOS EM LULA NO 2º TURNO DE 2022, POR MUNICÍPIO | PERCENTUAL DOS VOTOS VÁLIDOS



Fontes: Dados do TSE

Além da abstenção, outro fator vem nos chamando a atenção: a estabilidade da avaliação do governo Lula. Historicamente, há ganhos de popularidade do incumbente em anos eleitorais, seja por implementação de novos programas, seja por maior divulgação do que foi feito. Mesmo com uma ampla gama de medidas, a popularidade de Lula patina. Há o risco de ainda aumentar com a proximidade do pleito.

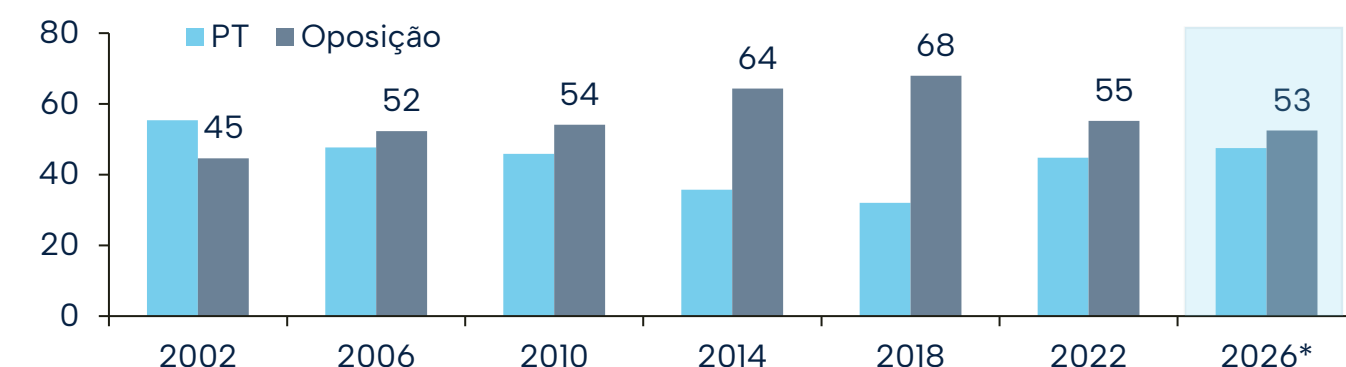
LÍQUIDO DA AVALIAÇÃO POSITIVA | ÓTIMO/BOM MENOS RUIM/PÉSSIMO



Fonte: 2026 Agregador Kinea, demais anos Agregador JOTA

Do outro lado, o principal oponente também enfrenta dificuldades. O principal ponto de atenção é o estado de São Paulo, decisivo pelo tamanho do eleitorado e maior predominância de “swing voters”. Flávio Bolsonaro ainda precisa ampliar sua vantagem sobre o presidente no estado para aumentar as chances de vitória. Em nossa visão, as eleições presidenciais estão ainda mais disputadas do que o esperado. No momento, não vemos um favorito claro para ganhar o pleito no final de outubro.

DESEMPENHO HISTÓRICO NAS ELEIÇÕES PRESIDENCIAIS EM SÃO PAULO | % DE VOTOS

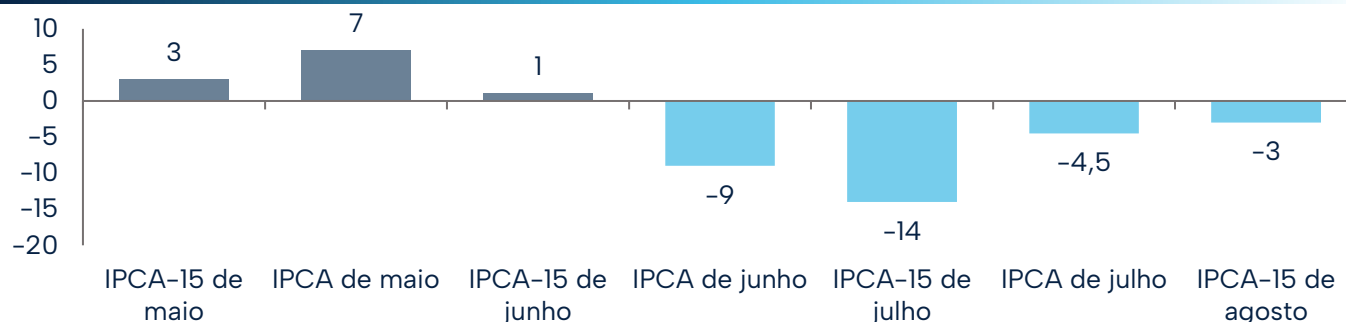


Fonte: B3

* Intenção de voto em pesquisas Datafolha e Quaest

Na política monetária, a inflação corrente e os dados de atividade têm vindo abaixo do esperado, o que, em condições normais, permitiria ao Banco Central continuar reduzindo os juros. O cenário, porém, é atípico. A incerteza sobre o período posterior à eleição pressiona na direção contrária. Por isso, o Copom deve pausar o ciclo de cortes, não por uma mudança de diagnóstico, mas para preservar sua margem de manobra até que haja maior clareza sobre o orçamento que o país terá em janeiro.

SURPRESA INFLACIONÁRIA: IPCA VS. MEDIANA DO MERCADO | EM BPS



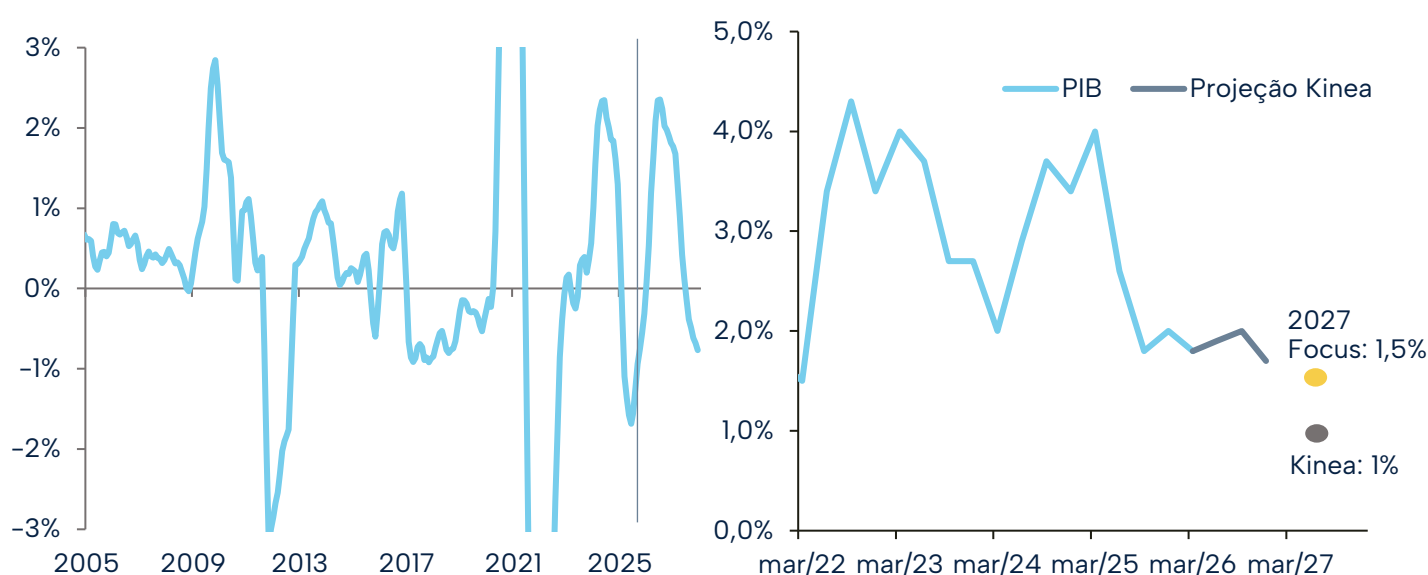
Fontes: Kinea, IBGE e Bloomberg. *Média móvel da surpresa das última duas divulgações (Realizado – mediana do mercado da Bloomberg)

Para o próximo ano, esperamos menor impulso fiscal, após a forte expansão promovida neste ano eleitoral, e desaceleração da atividade mais acentuada que o mercado. Esse cenário deve permitir que o Banco Central retome os cortes quando a incerteza eleitoral diminuir e o novo orçamento estiver definido. A sequência é conhecida: a atividade perde força, a inflação cede e os juros acompanham.

IMPULSO FISCAL E PARAFISCAL | PIB TRIMESTRAL — PROJEÇÃO

DELTA ANUAL, EM P.P. DO PIB

KINEA | VARIAÇÃO ANUAL EM %



Fonte: FMI, IBGE, Kinea

Um ciclo de cortes alivia o sintoma, mas não elimina a causa. Nancy sobrevive quando interrompe a fonte de energia de Krueger. No Brasil, o resultado primário insuficiente eleva os juros, que aceleram o crescimento da dívida. Enquanto essa dinâmica persistir, o endividamento continuará avançando, e o país seguirá pagando o custo de permanecer em alerta.

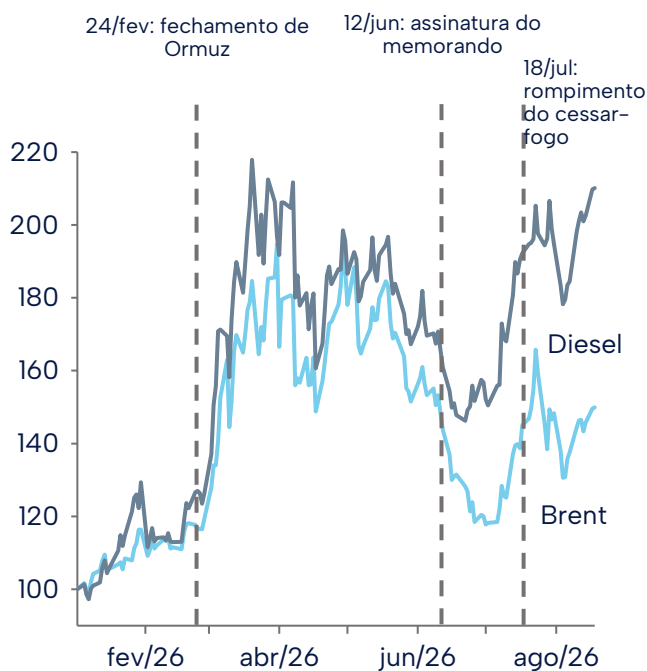
INTERNACIONAL: LEGADOS QUE NÃO SE DESFAZEM

A inflação global voltou ao centro das atenções. A incerteza no Oriente Médio não desapareceu, apenas mudou de intensidade, e as curvas de juros globais continuam sensíveis aos preços do petróleo e do diesel.

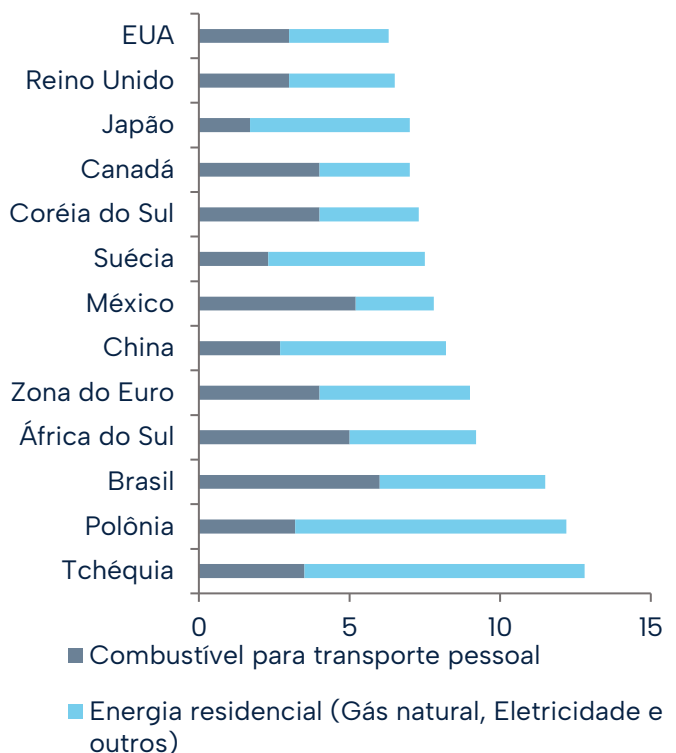
O prêmio que se paga hoje no preço do petróleo reflete duas décadas de decisões sobre o Irã: o desenho das sanções, o acordo nuclear de 2015, seu abandono em 2018 e a sequência de tentativas de retomada que nunca se completaram. Embora defensáveis em seu contexto, essas escolhas não resolveram o problema. Como os pais de Elm Street, o Ocidente combateu uma ameaça real sem eliminá-la e agora lida com as consequências.

PREÇO DE PETRÓLEO E DIESEL AO LONGO DE 2026 | BASE 100 = JAN/26

PESO DA ENERGIA PARA INFLAÇÃO NAS ECONOMIAS | % DA INFLAÇÃO TOTAL

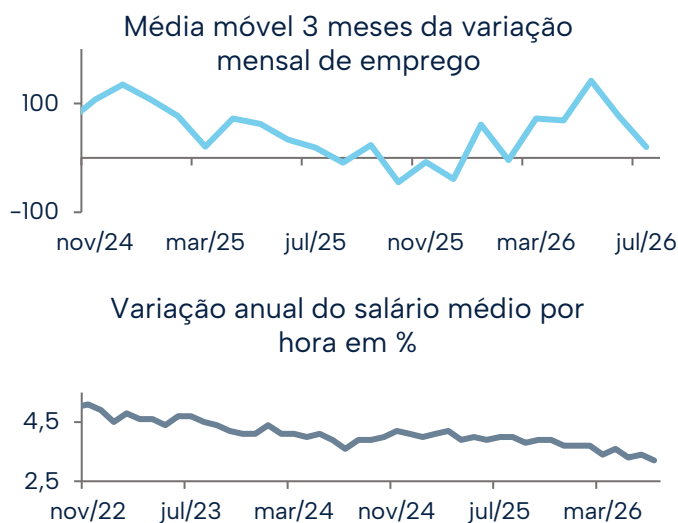


Fonte: Bloomberg, JP Morgan



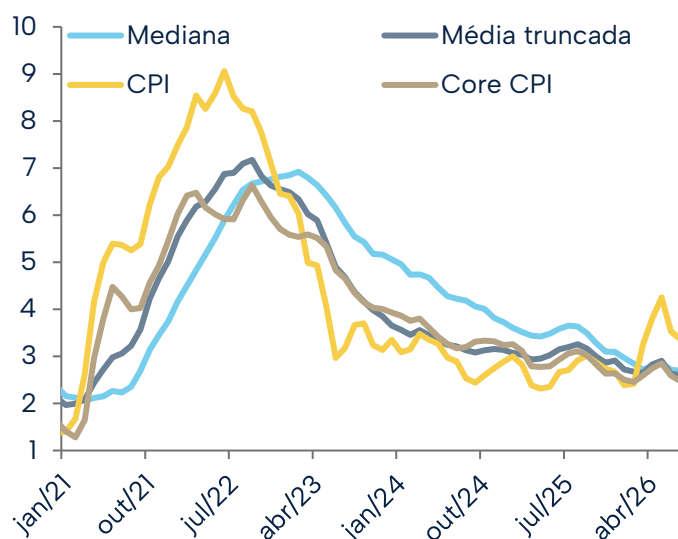
Nos Estados Unidos, o petróleo tem efeitos menos persistentes sobre a inflação e pesa menos sobre a atividade. Nesse contexto, a moderação do núcleo da inflação, somada à desaceleração na criação de empregos, continuou dando tempo ao Fed. Há algumas razões que justificam a opção de alguns membros do comitê de esperar por mais dados. As próximas revisões metodológicas podem trazer ruído e corrigir algumas séries para baixo, e a demanda por trabalho e os salários ainda não mostram força suficiente para alterar de forma relevante a trajetória da inflação de serviços.

EMPREGO NOS EUA | SALDO DE EMPREGO E SALÁRIO



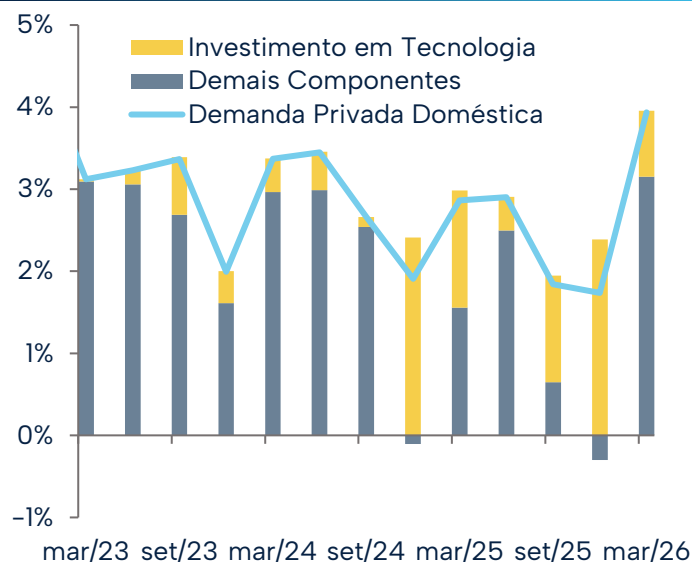
Fontes: BLS, Cleveland FED

INFLAÇÃO NOS EUA | VARIAÇÃO ANUAL EM %



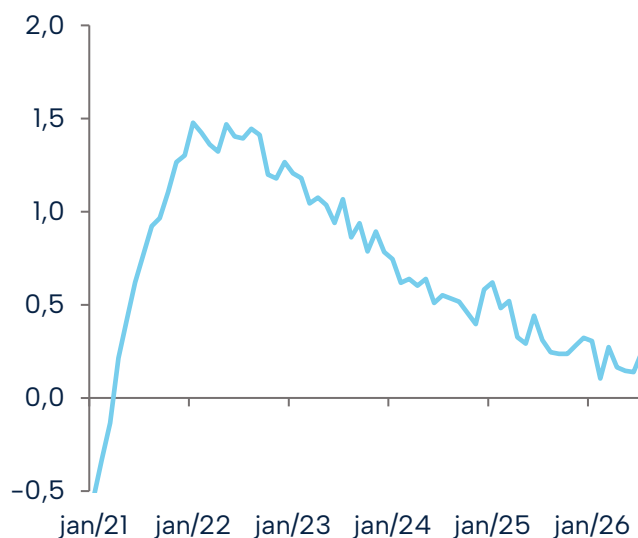
Mas essa leitura na ponta curta não se repetiu na ponta longa. A economia segue robusta, puxada pelo investimento em inteligência artificial, com o consumidor em condição bastante razoável, embora coadjuvante. A composição importa: um ciclo liderado por *capex* é mais intensivo em capital e menos em mão de obra, o que explica a ausência de pressão salarial mesmo com desemprego baixo e escassez declarada de trabalhadores.

DECOMPOSIÇÃO DO PIB | VARIAÇÃO TRIMESTRAL ANUALIZADA



Fontes: BEA, Kansas FED

PRESSÃO DE DEMANDA NO MERCADO DE TRABALHO | INDICADOR DO KANSAS FED EM NÍVEL



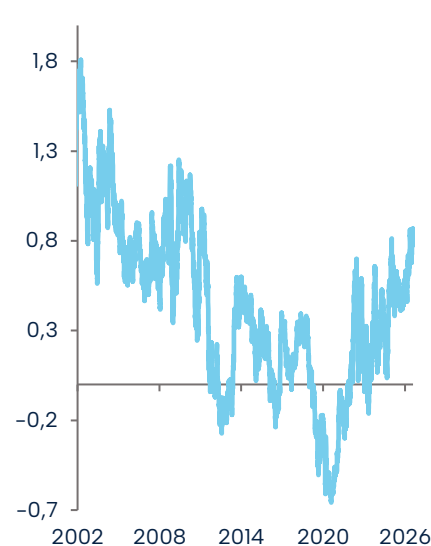
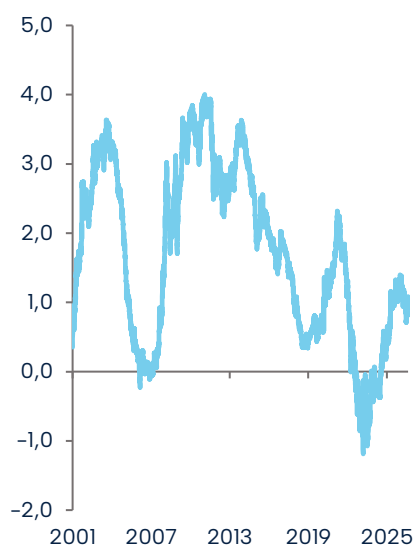
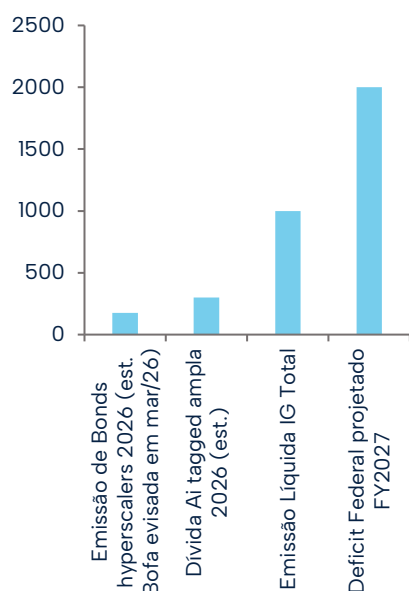
O detalhe que passou a dominar o debate da ponta longa é como esse *capex* está sendo financiado: uma fatia crescente vem de emissão de dívida corporativa das próprias *hyperscalers*, no mesmo momento em que o mercado de *treasuries* já está estruturalmente carregado de oferta. O resultado é que as emissões ligadas à I.A. vem passando a competir mais por espaço com o Tesouro na absorção de poupança.

O Fed ainda permanece parado, a economia segue sólida e as emissões públicas e privadas continuam crescendo. Com isso, os juros curtos ficam relativamente ancorados, enquanto a ponta longa absorve a pressão da oferta e o PIB nominal robusto. O legado fiscal e a força da economia pesam mais sobre as taxas mais longas, onde está o financiamento da próxima geração.

EMISSÕES LÍQUIDAS DO TESOURO E DO CRÉDITO CORPORATIVO | BILHÕES DE USD

INCLINAÇÃO DA CURVA | 30 ANOS – 2 ANOS

PRÊMIO A TERMO DE 10 ANOS | %



Fontes: BEA, Kansas FED, Reuters, BofA

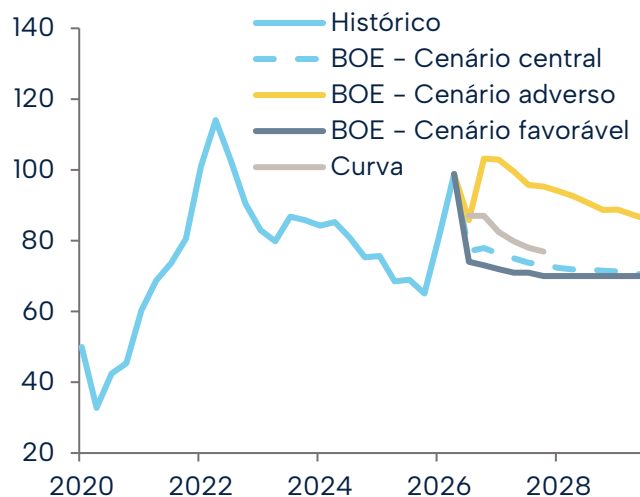
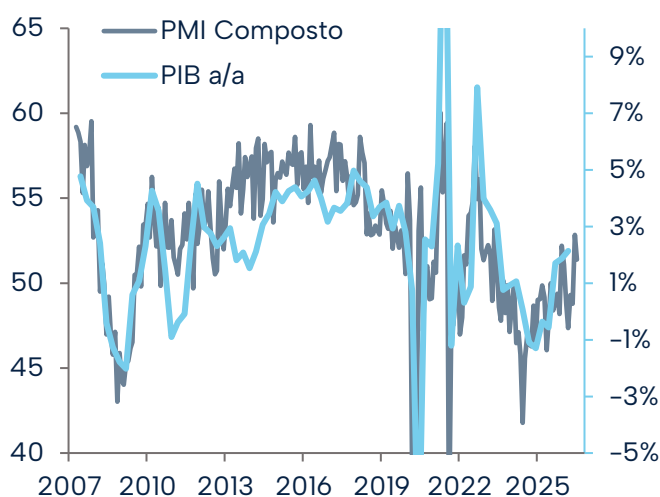
O Tesouro americano sinalizou que pretende ampliar a recompra de títulos de longo prazo, para reduzir a quantidade desses papéis no mercado e aliviar a pressão sobre os juros longos. Sem controle sobre as emissões privadas e diante da falta de espaço político para um ajuste fiscal, o governo tenta fazer gestão da oferta e comunicação com o mercado. Não vemos isso como um grande problema, já que as taxas se justificam do ponto de vista fundamental.

Compondo essa comunicação, na conferência de Jackson Hole o presidente Kevin Warsh tentou recuperar novamente as rédeas da curva, com um discurso que corrigiu, em grande medida, a confusa conferência de imprensa do FOMC de julho. A impressão que fica é de um Fed que pode voltar a subir se os dados vierem em linha, ou seja, alinhados com uma economia próxima do pleno emprego e com inflação que segue acima da meta.

Mantemos viés comprado em dólar. Além do avanço *hawk* do Fed, gás elevado pela guerra afeta de forma assimétrica juros reais e crescimento na Europa, que em breve também vai ter que lidar com questões fiscais do ciclo eleitoral na França. Seguimos também aplicados em juros em outras geografias: México, na linha de meses anteriores; Nova Zelândia, com ociosidade na economia que sanciona um ciclo mais lento. E Reino Unido, onde o Banco da Inglaterra pode manter os juros, apesar do choque de energia.

PMI COMPOSTO E PIB DA NOVA ZELÂNDIA | PMI EM ÍNDICE E PIB EM %

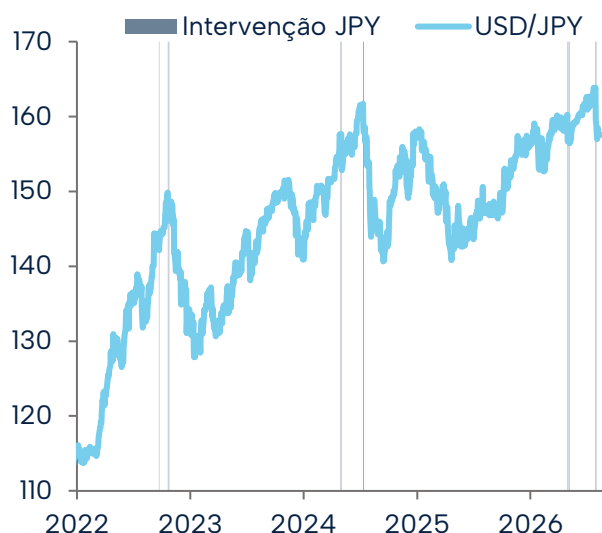
CENÁRIOS DO BOE PARA PETRÓLEO E GÁS NATURAL | BRENT E GÁS NATURAL



Fontes: BusinessNZ, StatsNZ, BoE, Bloomberg

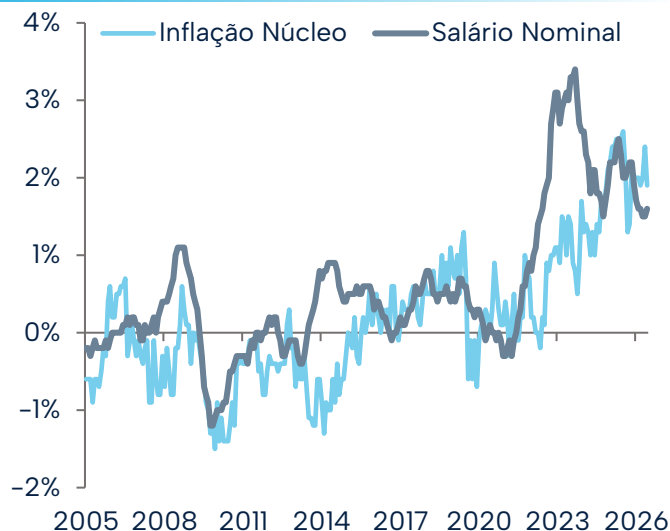
Seguimos comprados no won sul-coreano e adicionamos o iene. A tese japonesa tem duas pernas: o BoJ ganhou espaço para subir juros, com inflação persistente o suficiente para justificar normalização adicional; e, no plano institucional, a intervenção conjunta dos Tesouros americano e japonês estabelece na prática um teto para a depreciação. Não é promessa de apreciação, mas altera a distribuição de resultados.

INTERVENÇÕES NA MOEDA JAPONESA | USD/JPY



Fontes: Reuters

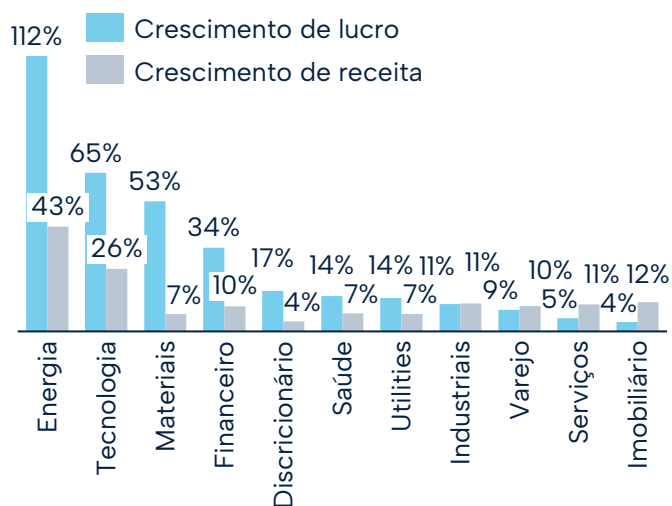
INFLAÇÃO SUBJACENTE E SALÁRIOS NEGOCIADOS NO JAPÃO | VARIAÇÃO ANUAL EM %



AÇÕES: O MONSTRO SÓ EXISTE ENQUANTO SE ALIMENTA DO MEDO

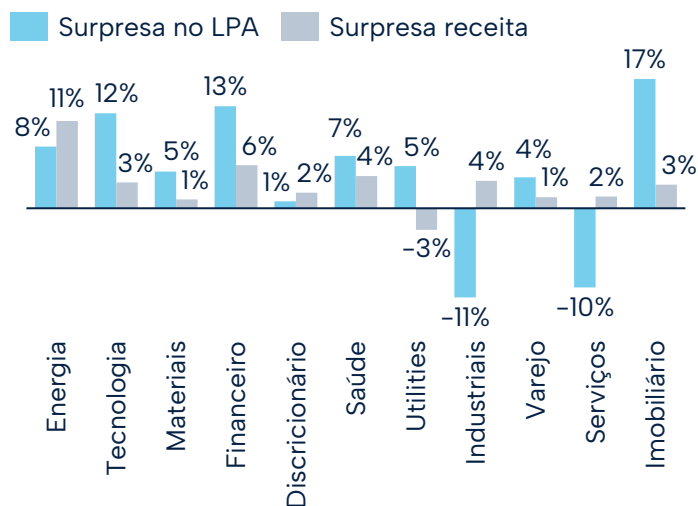
O destaque do mês foi a temporada saudável de resultados nos Estados Unidos. Embora as empresas de tecnologia tenham se sobressaído, os números foram positivos em diversos setores. Diante desse cenário, transferimos parte da exposição em opções de Nasdaq para opções de S&P 500.

CRESCIMENTO DE RECEITA E LUCRO ANO CONTRA ANO | %



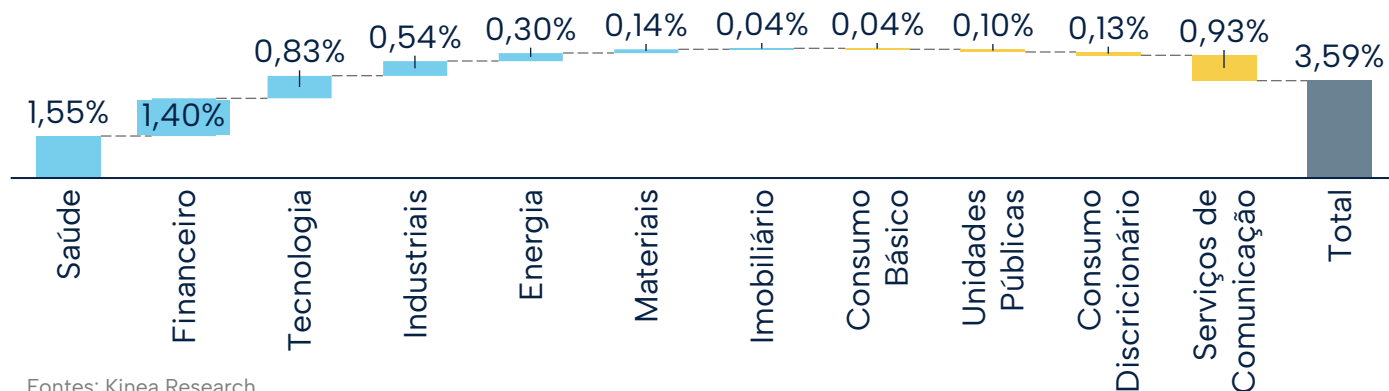
Fontes: Kinea Research

SURPRESA NO CRESCIMENTO DE RECEITA E LUCRO | %



A opção pelo índice se justifica pela amplitude do movimento. Quando várias verticais entregam ao mesmo tempo, o índice captura o movimento sem exigir que se acerte o vencedor de cada uma. E o formato importa, opções permitem carregar convexidade em um ativo que já andou bastante, com risco limitado: participar da alta sem ficar exposto a uma reversão abrupta. Voltamos ainda a montar exposição comprada na Coreia, após a correção do mês anterior.

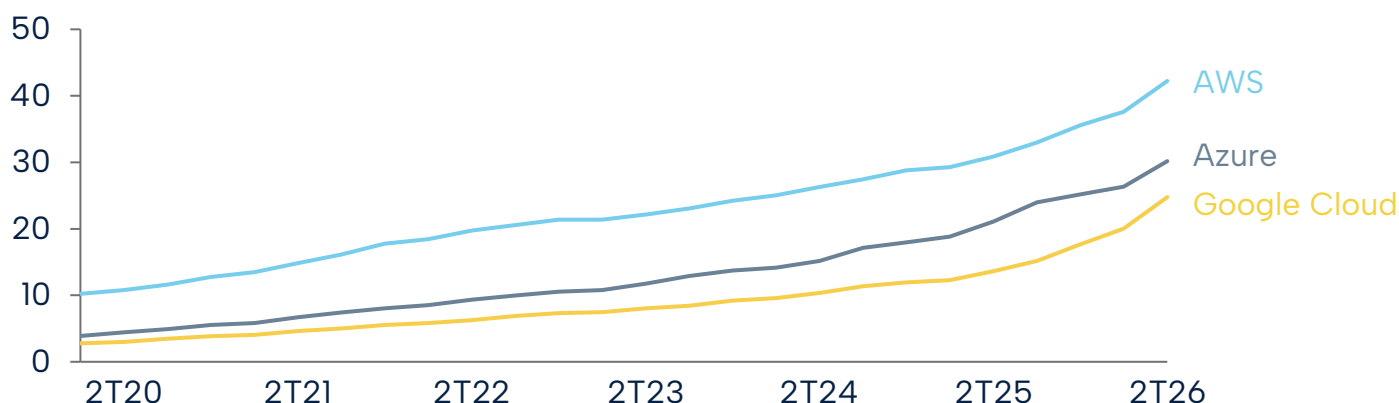
RETORNO POR SUBSETOR DO S&P 500 NOS ÚLTIMOS TRÊS MESES | %



Fontes: Kinea Research

Nesta temporada de resultados, os números das *hyperscalers* aliviaram a principal preocupação do mercado. A aceleração das receitas ligadas à inteligência artificial mostrou que os investimentos começam a gerar retorno e que há capacidade para financiar a expansão da infraestrutura. A dúvida não era sobre o entusiasmo com a tecnologia, mas sobre a sustentabilidade dos gastos. Os resultados trouxeram essa resposta.

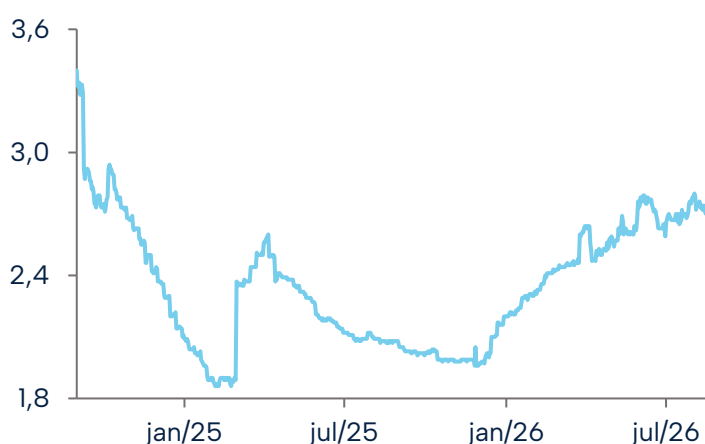
RECEITA DAS HYPERSCALERS | BILHÕES DE USD



Fontes: SiliconData

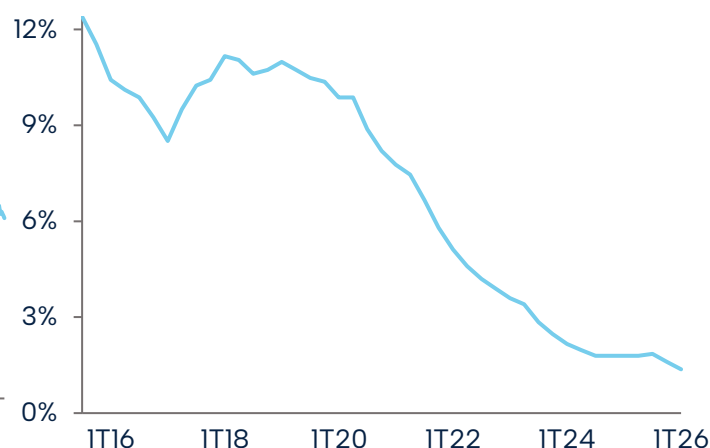
A discussão saiu, portanto, do campo das expectativas e chegou aos dados concretos. Como Nancy, que só enfrenta Krueger ao trazê-lo para a realidade, o mercado passou a olhar para capacidade instalada e preço por hora de GPU. Ambos indicam que a oferta continua restrita. As GPUs da Nvidia seguem negociadas a preços elevados, e o mesmo ocorre em toda a cadeia. É uma medida objetiva: ou há capacidade disponível, ou não há.

PREÇO DE LOCAÇÃO DE GPU (H100) | USD POR HORA



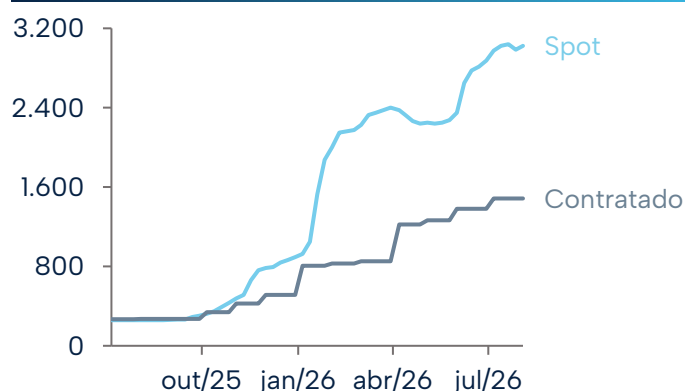
Fontes: Bloomberg, JP Morgan

TAXA DE VACÂNCIA DOS DATA CENTERS | %



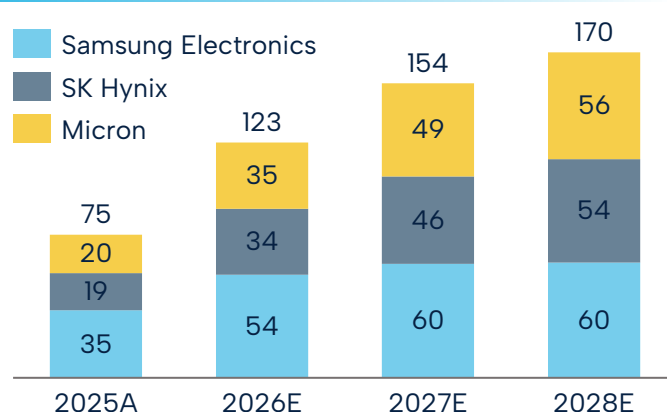
Memória continua sendo nossa área preferida em semicondutores, sobretudo após a correção de julho. Com a demanda por HBM ainda forte e uma oferta que demora a responder, o mercado físico de memória deve permanecer apertado nos próximos anos. Também gostamos de fabricantes de equipamentos para semicondutores, já que a solução para o gargalo de produção depende das máquinas necessárias para ampliar as fábricas.

PREÇO DE DRAM | USD



Fontes: TrendForce, FactSet

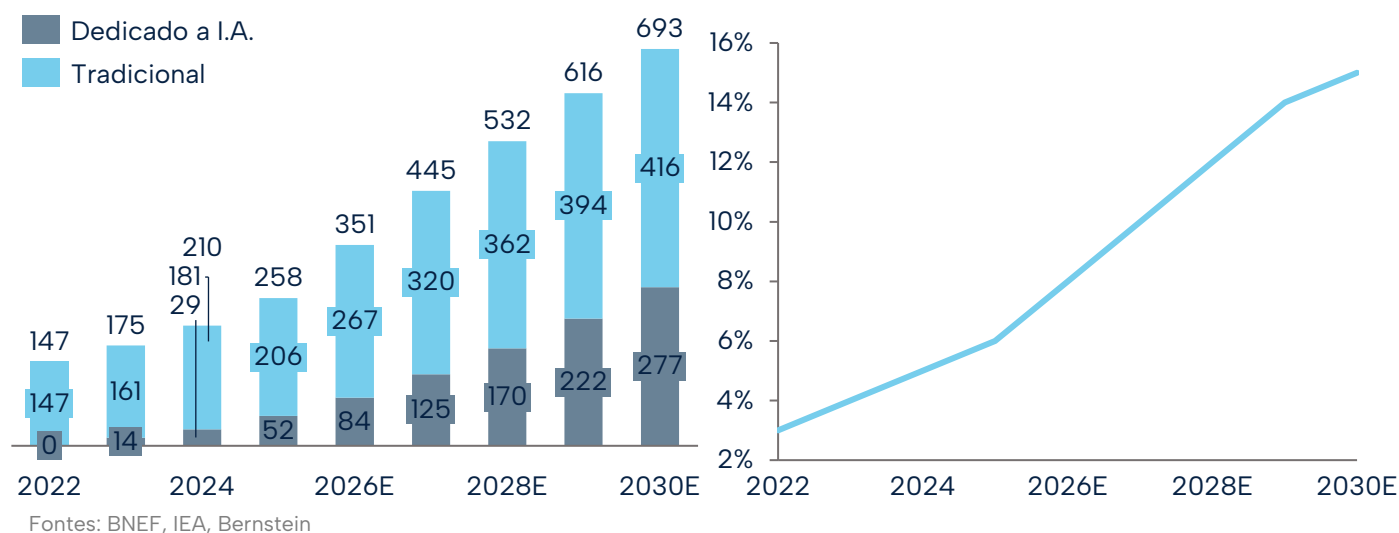
CAPEX DE MEMÓRIA | BILHÕES DE USD



A dimensão do problema explica por que continuamos posicionados. Laboratórios privados, como Anthropic e OpenAI, junto dos modelos de código aberto, devem crescer múltiplos do tamanho atual, mas a infraestrutura física disponível ainda não comporta essa expansão. Será preciso ampliar significativamente a capacidade do sistema. Por isso, mantemos uma visão positiva sobre infraestrutura de forma ampla.

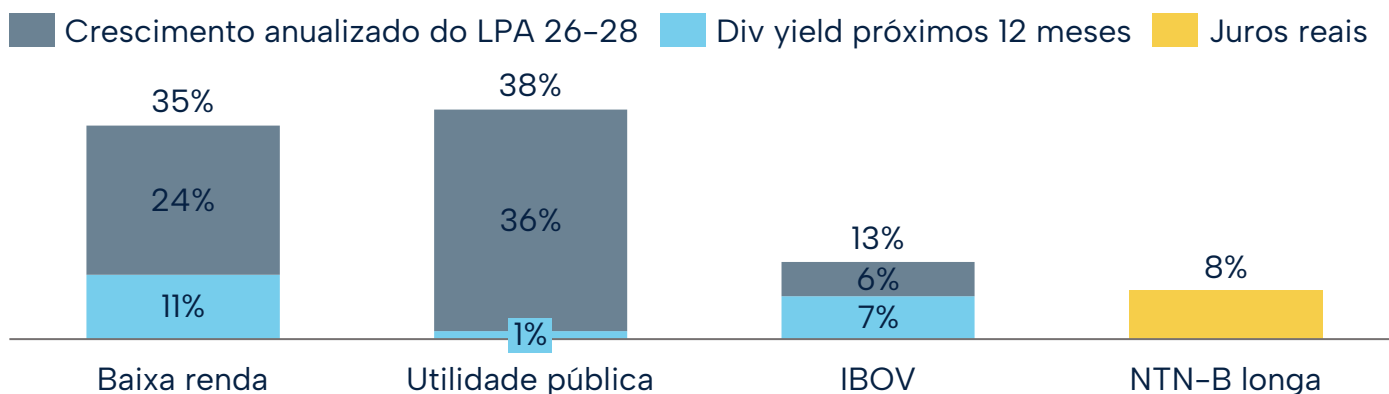
DEMANDA DE ENERGIA DOS DATA CENTERS | TWH

DEMANDA DE ENERGIA DOS DATA CENTERS | % DA GERAÇÃO ELÉTRICA NOS EUA



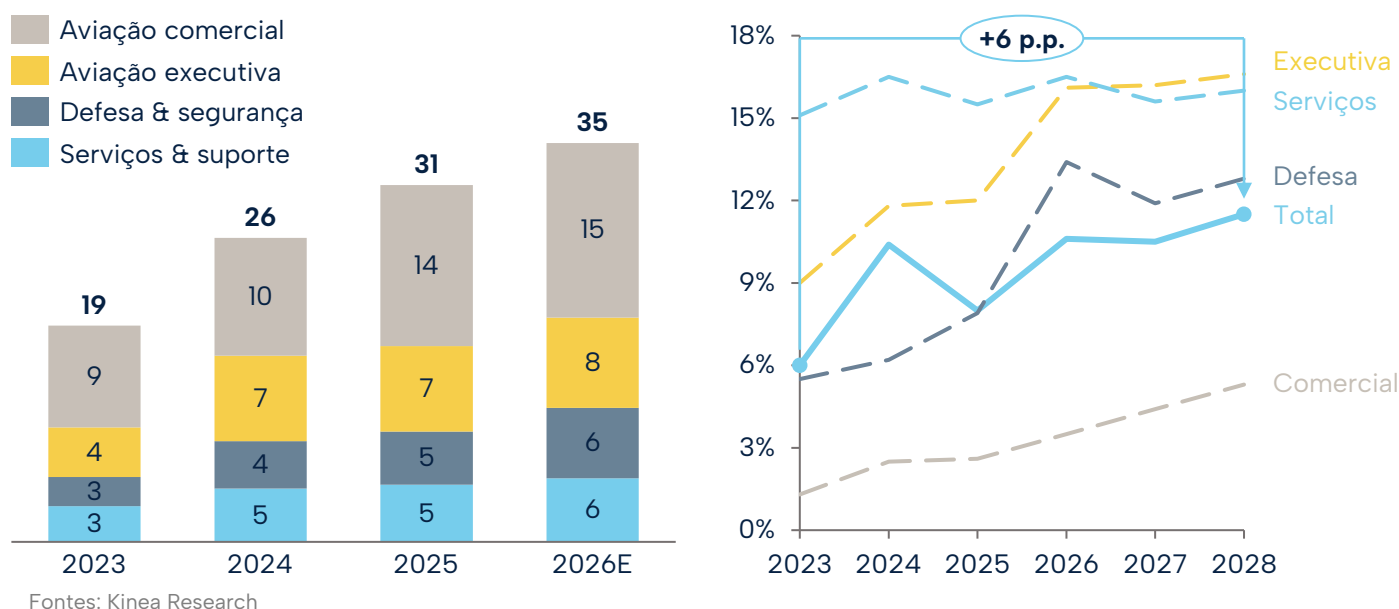
No Brasil, seguimos com exposição reduzida e preferência por empresas com carregos e resultados previsíveis. *Utilities* continuam atraentes pelos dividendos e pela geração de caixa em um ambiente de juros altos. Também mantemos posições ligadas ao Minha Casa Minha Vida, menos dependentes do ciclo político de curto prazo.

DIVIDEND YIELD E CRESCIMENTO DE LUCROS | %



Além disso, seguimos com exposição em Embraer. O backlog recorde e o forte ritmo de vendas dão visibilidade ao crescimento nos próximos anos, ampliam os ganhos de escala e sustentam uma melhora estrutural das margens. Além disso, a receita majoritariamente dolarizada reduz a dependência do cenário macroeconômico brasileiro. Nas demais posições, buscamos manter uma exposição neutra ao país durante o período eleitoral, evitando riscos direcionais até que o cenário comece a se definir em outubro.

CARTEIRA DE PEDIDOS | BILHÕES MARGEM OPERACIONAL | % DE USD



PRINCIPAIS POSIÇÕES EM AÇÕES | MERCADOS DESENVOLVIDOS E EMERGENTES

Mercados Desenvolvidos

Tecnologia	Aeroespacial	Biotech	Financeiro	Industriais
Nasdaq	ROLLS ROYCE	IBB	XLF	Schneider Electric
S&P	SAFRAN	XBI	CAU6	RTX
				ATI

Mercados Emergentes

Dolarizadas	Yield	Construtoras	Índices
EMBRAER	eneva	CURY	EWY
	ORIZON	TENDA	

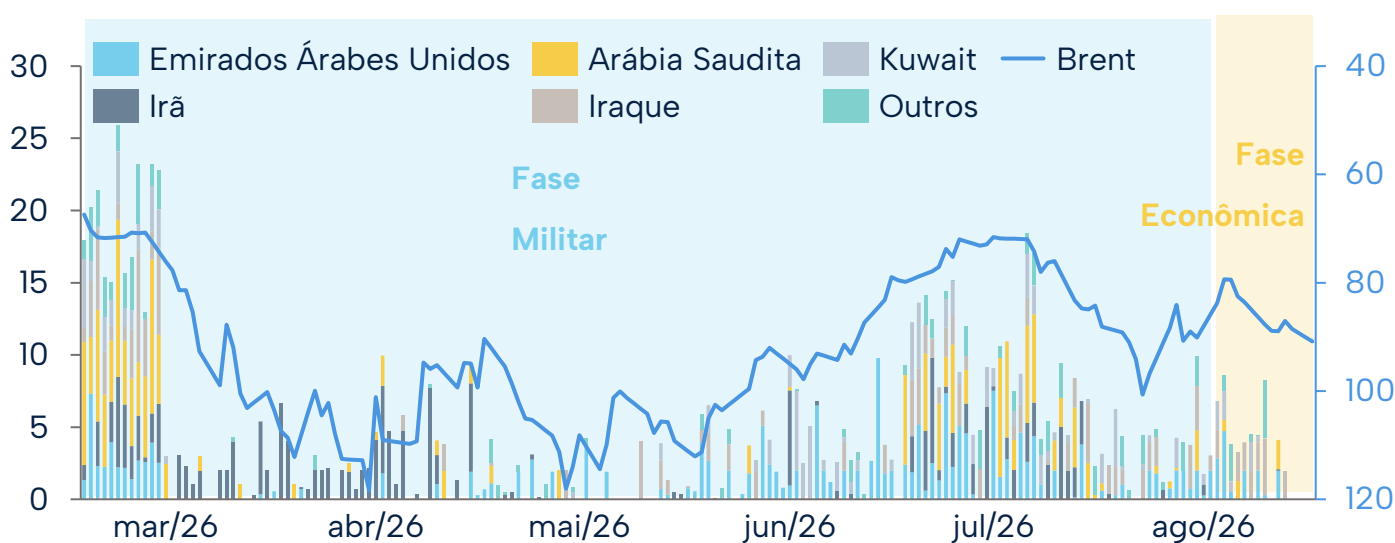
A mensagem, aqui, é a mesma. Lá fora, o medo cedeu quando o mercado parou de discutir o pesadelo e foi medir o que existe de fato. Aqui, ainda estamos esperando o amanhecer.

COMMODITIES: O QUE SE CONSUME ENQUANTO SE DORME

O petróleo continua condicionado pela guerra, que, por sua vez, reflete decisões tomadas muito antes deste ciclo. O que mudou foi a natureza do confronto, que passou da escalada militar para a pressão econômica. Essa transição aparece na avaliação, atribuída a uma fonte iraniana, de que o país teme mais Scott Bessent do que Pete Hegseth.

A pressão econômica, porém, é difícil de precificar porque seus efeitos levam tempo para aparecer. Não há um evento decisivo, uma data marcada ou um sinal claro de quando um acordo poderá surgir. É um processo lento de desgaste, que avança sem exigir novas decisões.

FLUXOS DE PETRÓLEO E REFINADOS PELO ESTREITO DE ORMUZ | MBPD E USD/BBL

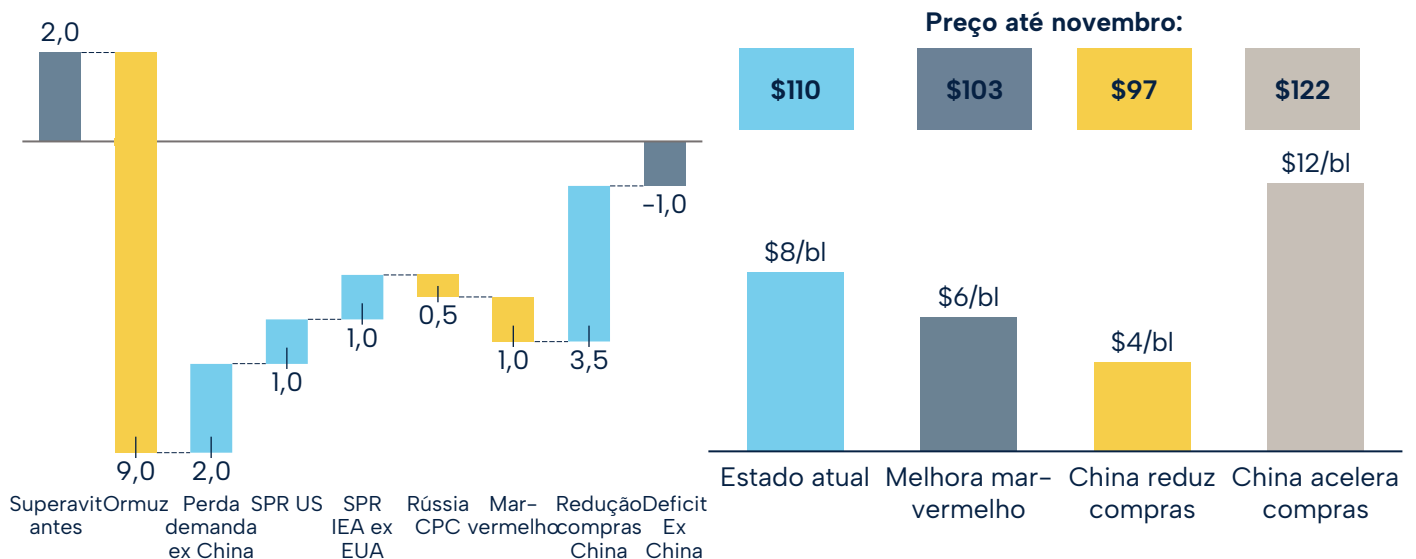


Fontes: KPLER, Bloomberg, OIES, ISW, ACLED, Kinea Research

O que sabemos com alguma segurança é que o fluxo de petróleo pelo Estreito de Ormuz voltou a aumentar. Estimamos um fluxo entre quatro e cinco milhões de barris por dia, o que ajuda a explicar a recente estabilidade dos preços e a crescente dependência do mercado em relação à China. A redução das compras chinesas foi fundamental para esse equilíbrio. No ritmo atual, estimamos o barril entre noventa e cem dólares, embora esse patamar possa mudar rapidamente.

BALANÇA DE PETRÓLEO NOS PRÓXIMOS MESES | MBPD

CENÁRIOS ALTISTAS COM CONTINUIDADE DO CONFLITO | ALTA MENSAL EM USD/BBL

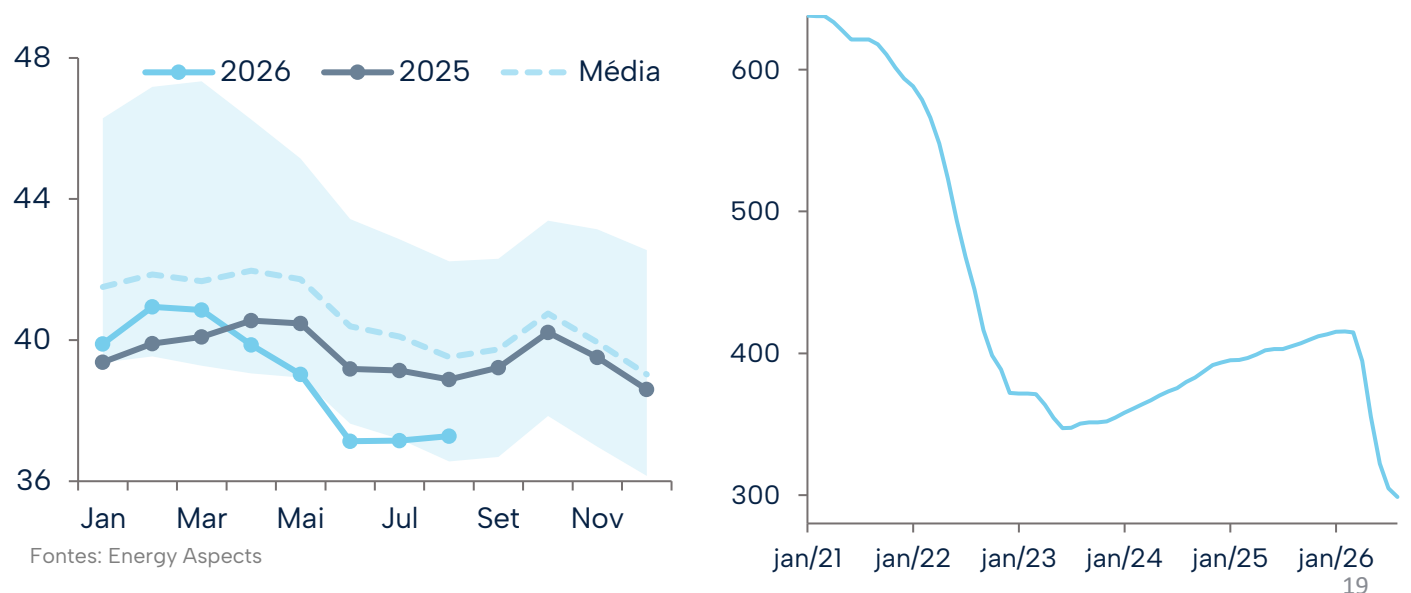


Fonte: Kinea Research, Energy Aspects, KPLER

O ponto central está na trajetória dos estoques. À medida que a oferta global diminui, o preço de equilíbrio sobe entre dez e quinze dólares por mês. Não é necessário um novo choque; a passagem do tempo, por si só, aumenta a pressão. A reserva estratégica americana ajuda a conter esse movimento, mas, no ritmo atual, oferece apenas três a quatro meses de proteção. Em outubro ou novembro, sua capacidade de estabilizar o mercado estará bastante reduzida.

ESTOQUES GLOBAIS EX-CHINA | DIAS DE CONSUMO

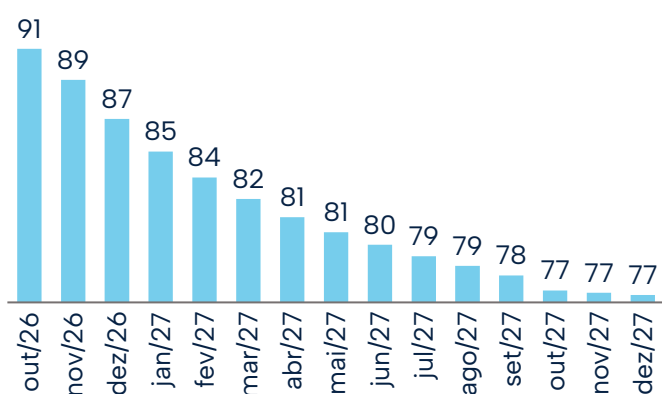
ESTOQUES GOVERNAMENTAIS NAS AMÉRICAS | MILHÕES DE BARRIS



Fontes: Energy Aspects

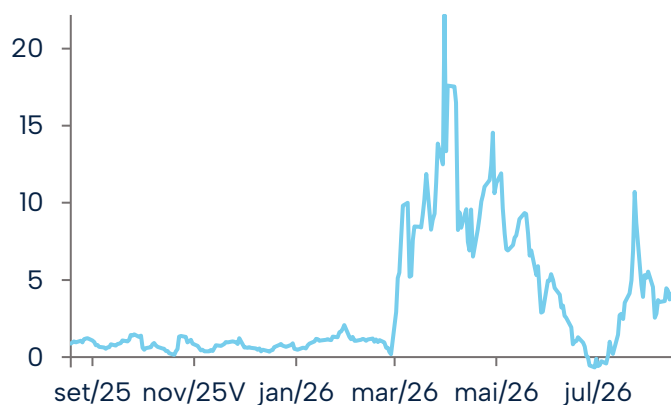
Por enquanto, o mercado de petróleo segue estável, mas esse equilíbrio pode se romper se a situação persistir. Por isso, usamos o petróleo como proteção para o portfólio, sem assumir uma visão direcional forte. Preferimos comprar contratos curtos, mais sensíveis à guerra, e vender contratos longos, que devem recuar de forma mais acentuada quando o conflito for resolvido.

CURVA DOS CONTRATOS DO BRENT | USD/BBL



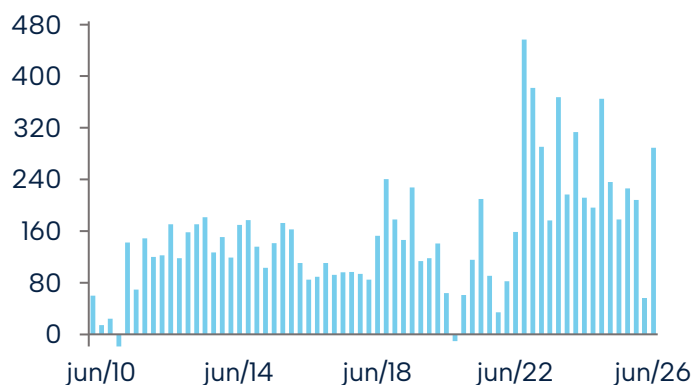
Fontes: ICE, Bloomberg / *vencimento curto: CO1, vencimento longo: CO3

SPREAD ENTRE VENCIMENTOS CURTOS E LONGOS | USD/BBL



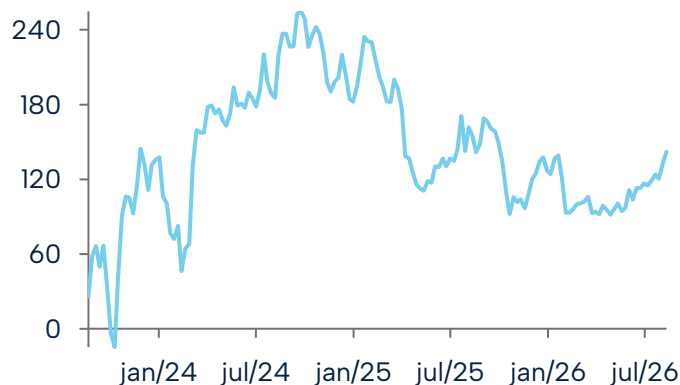
No ouro, voltamos a ter uma visão positiva, apoiada pela melhora do posicionamento, pela retomada das compras dos bancos centrais e pelo retorno dos fluxos para os ETFs. O excesso de posições de investidores de varejo observado no início do ano foi reduzido, deixando o ativo menos vulnerável a liquidações e com uma base de compradores mais sólida.

COMPRA DE OURO POR BANCOS CENTRAIS E OUTRAS INSTITUIÇÕES | BILHÕES DE USD

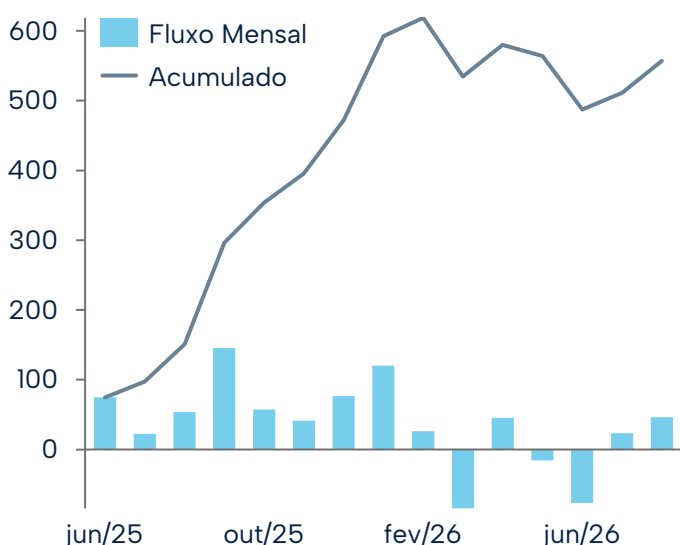


Fontes: WCC, Bloomberg

POSICIONAMENTO ESPECULATIVO LÍQUIDO | BILHÕES DE USD

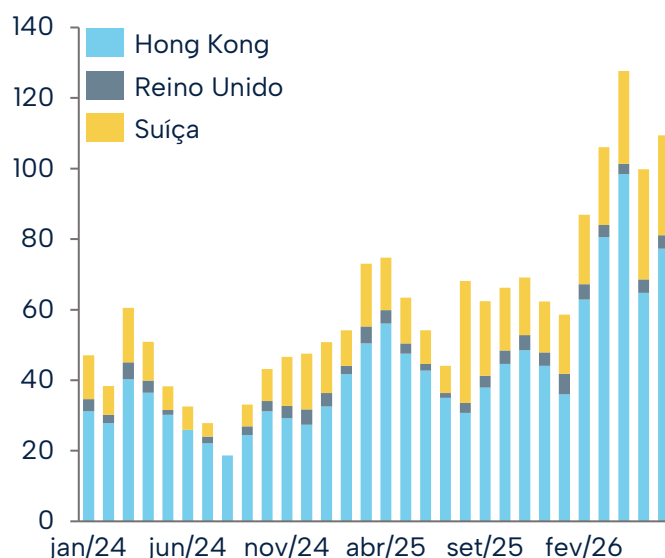


FLUXO PARA ETFs | BILHÕES DE USD



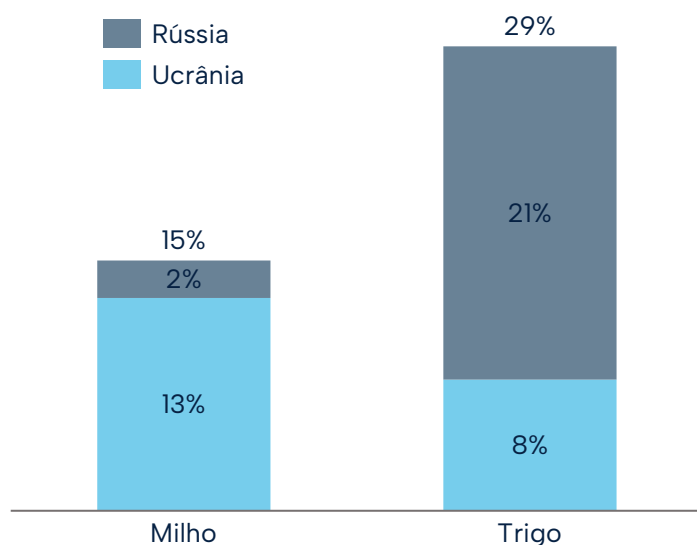
Fontes: WCC, Wind / PRC Macro

IMPORTAÇÕES DE OURO DA CHINA | TONELADAS



Em grãos e demais commodities agrícolas, mantemos uma visão altista por dois motivos. O primeiro é a continuidade da guerra na Ucrânia, que segue afetando a oferta de milho e trigo. O segundo é a chegada do El Niño no segundo semestre, que aumenta o risco de perdas de produtividade. Com os balanços já apertados, qualquer frustração de oferta pode pressionar os preços.

PARTICIPAÇÃO NAS EXPORTAÇÕES GLOBAIS | MÉDIA DE 2019 A 2026, EM %



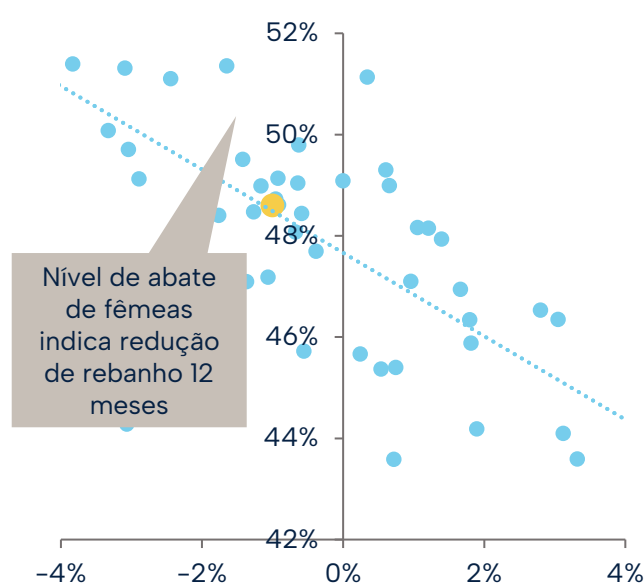
Fontes: WCC, Bloomberg

IMPACTO HISTÓRICO DO EL NIÑO NO PREÇO | %

	Milho	Soja	Trigo	Açúcar	Café	Cacau	Algodão
2009-10 (Moderado)	+8%	+12%	+17%	+100%	+35%	+50%	+50%
2014-16 (Muito forte)	+28%	+20%	+32%	+54%	+20%	+11%	+9%
2018-19 (Fraco)	+25%	+5%	-2%	+38%	+21%	+22%	+3%
2023-24 (Forte)	+1%	+4%	+11%	+16%	+29%	+298%	+24%
Média	+15%	+10%	+14%	+52%	+26%	+95%	+22%

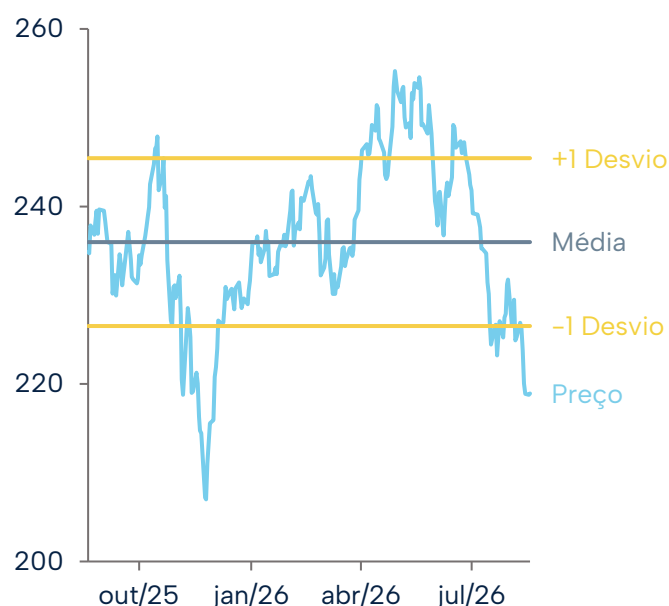
No boi gordo americano, mantemos a posição comprada diante de um mercado ainda bastante apertado. O rebanho está em níveis historicamente baixos, e sua recomposição leva anos, mesmo com preços mais altos. É uma restrição de oferta que só pode ser corrigida com o tempo.

ABATE DE FÊMEAS VS. CRESCIMENTO DO REBANHO | 12 MESES À FRENTE

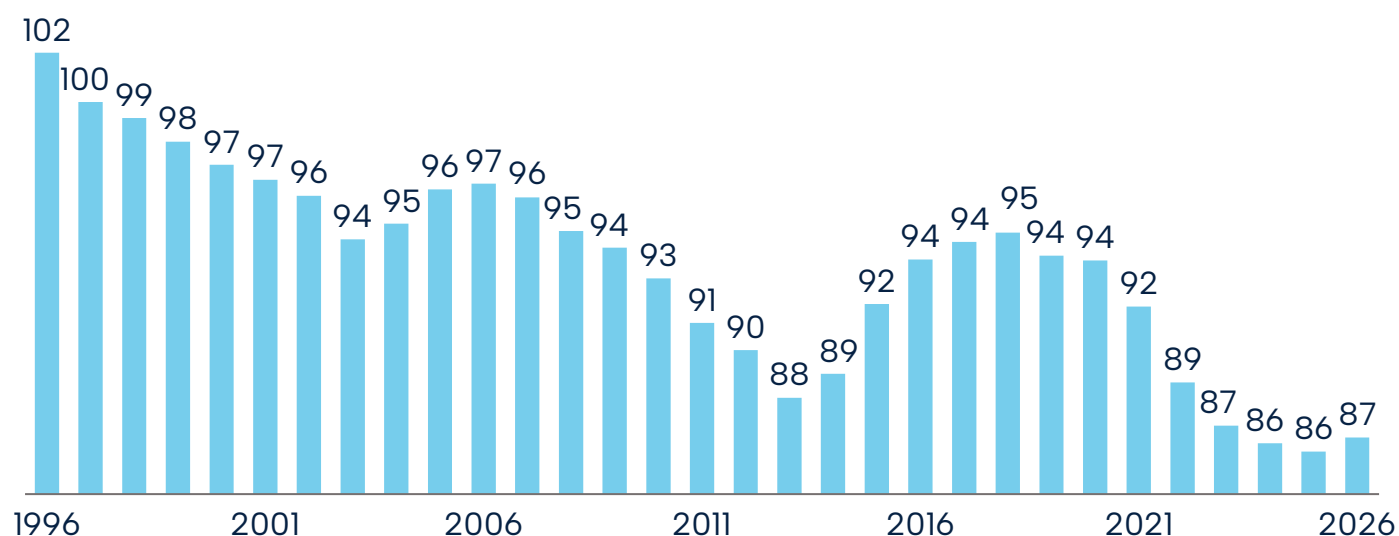


Fontes: USDA, Bloomberg

PREÇO FUTURO DO BOI NOS EUA VS. MÉDIA | US\$/LB



REBANHO TOTAL | MIL CABEÇAS DE GADO



Fontes: USDA

CONCLUSÃO

PRINCIPAIS POSIÇÕES MULTIMERCADOS

Juros	Ações	Moedas	Commodities
Aplicado	Cesta Comprada	Cesta comprada	Cesta comprada
 México  Nova Zelândia  Brasil	Desenvolvidos  I.A.  Financeiras  Tecnologia  Aeroespacial Emergentes  Yield  Construção civil  Dolarizadas	 Coreia  China  Brasil	 Ouro  Alumínio  Cobre  Boi
Tomado	Cesta vendida	Cesta vendida	Cesta vendida
	Desenvolvidos Emergentes	 México  Austrália  Europa  Reino Unido	

O mesmo fio condutor atravessa todos os mercados discutidos nesta carta: nenhum desses problemas surgiu neste mês. No Brasil, décadas de decisões orçamentárias deixaram uma dívida que cresce por inércia e mantém o juro real elevado. Nos Estados Unidos, a ponta longa da curva reflete a necessidade de financiar anos de desequilíbrio fiscal. No petróleo, os preços carregam o peso de relações com Irã e Rússia que permaneceram sem solução por décadas. Em todos esses casos, a conta recai sobre quem não participou das decisões.

Em todos os casos, a defesa disponível no curto prazo é a mesma: ficar acordado. O juro real e os prêmios de risco elevados funcionam como a cafeína de Nancy: mantêm o país de pé, mas cobram um preço cada vez maior.

No filme, a solução vem quando Nancy se prepara para enfrentar Krueger à luz do dia, antes que a noite chegue, e depois se recusa a permitir que ele se alimente de seu medo. É esse o papel de uma boa regra fiscal: agir antes que o problema se agrave e interromper o mecanismo que o sustenta. No caso da dívida, esse mecanismo é a trajetória do resultado primário, que nenhum ciclo de cortes de juros pode substituir. A eleição não muda o problema, mas pode mudar a disposição de enfrentá-lo.

Seguimos posicionados no que pode ser medido: bolsa americana por meio de índices, juros aplicados em países onde a inflação está sob controle e exposição mais neutra ao Brasil até que o cenário se torne mais claro. Esta não é uma carta de otimismo nem de resignação, mas sobre permanecer atento enquanto for necessário e enfrentar o medo e a incerteza com as ferramentas que temos: pesquisa, construção de portfólio e gestão de risco.

Estamos sempre à disposição de nossos clientes e parceiros.

Kinea Investimentos



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 ICVM 571, 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.

PALAVRA DO GESTOR SOBRE A PERFORMANCE DO MÊS

COMMODITIES

Resultado positivo. No petróleo, o mercado continua muito dependente da guerra e dos riscos geopolíticos. Com o trânsito no Estreito de Ormuz nas condições atuais, estimamos um equilíbrio próximo de US\$ 90 por barril. À medida que os estoques caem, porém, esse preço de equilíbrio tende a subir. Por isso, permanecemos comprados, utilizando o petróleo principalmente como proteção das nossas posições em juros e bolsa. A principal mudança foi a construção de uma posição comprada em uma cesta diversificada de agrícolas. Problemas climáticos nos Estados Unidos, no Brasil e na Índia vêm afetando culturas como algodão, trigo e açúcar. Além disso, a intensificação da guerra entre Rússia e Ucrânia adiciona risco à oferta de milho e trigo. Diante da perspectiva de piora do El Niño no segundo semestre, preferimos manter exposição à cesta, sem concentrar o risco em uma única commodity. Nas commodities metálicas, continuamos vendo os estoques de cobre bastante apertados, o que sustenta uma visão positiva para os preços. No ouro, voltamos a montar posição após o descarrego do excesso de posicionamento técnico. Com o mercado mais limpo e as compras dos bancos centrais retornando a um ritmo mais próximo da normalidade, entendemos que o metal voltou a apresentar uma relação de risco e retorno mais favorável.

MOEDAS E CUPOM CAMBIAL

Resultado neutro. Estamos comprados em won coreano e no dólar. Vendidos em euro. A Coreia tem na ponta mais de 25% do PIB de superávit em conta corrente, ciclo robusto de crescimento puxado por inteligência artificial e os juros estão subindo. No caso da posição vendida em Euro, vemos a região com crescimento estrutural baixo, dúvidas fiscais na França e com riscos no preço do gás caso a guerra do Irã persista por mais tempo.

AÇÕES

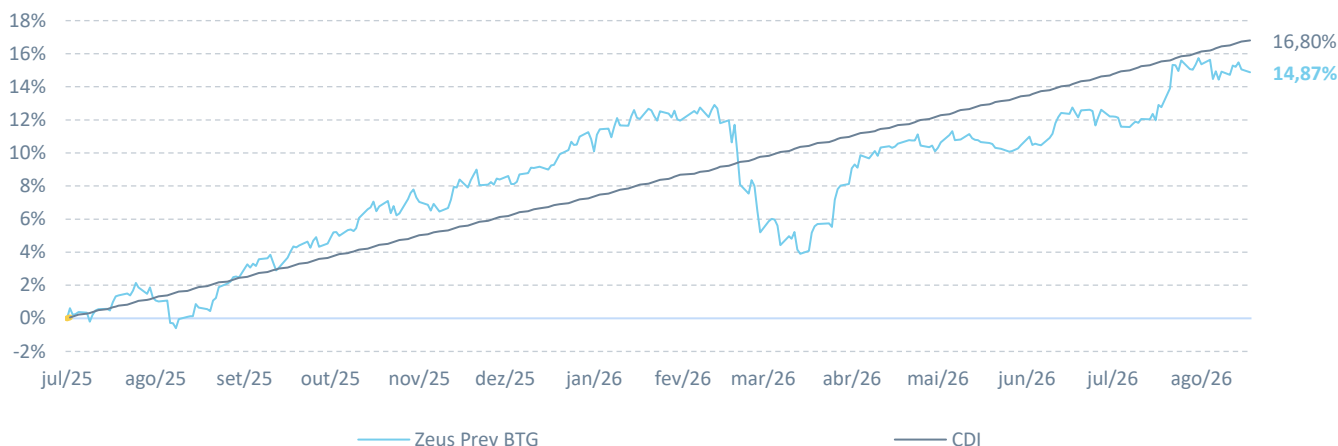
Resultado positivo. No cenário global, a temporada de resultados nos Estados Unidos foi bastante sólida, com forte crescimento de lucros em setores como tecnologia e financeiro. Depois de um julho difícil, tecnologia apresentou boa recuperação, apoiada principalmente pela aceleração das receitas das hyperscalers — Google, Microsoft e Amazon. Mantivemos um posicionamento pró-risco, comprados em S&P 500 e Nasdaq por meio de opções. Seguimos também positivos em aeroespacial, bancos e biotecnologia, setores que combinam crescimento consistente de lucros com boas perspectivas de médio prazo. No Brasil, após meses de saída de capital estrangeiro, algumas áreas da bolsa passaram a negociar com valuations bastante descontados, ainda que sob o risco das eleições. Como a bolsa brasileira continua muito dependente da taxa de juros real, concentramos as posições em setores com carregamento elevado, dividendos atrativos e sólido crescimento de lucros, especialmente em elétricas, saneamento e Minha Casa Minha Vida. Voltamos também a comprar um pouco do EWZ (índice da bolsa em dólar) como um posicionamento tático pré-eleitoral.

JUROS E INFLAÇÃO

Resultado positivo. Com um consumidor endividado e uma política monetária contracionista, devemos ver uma desaceleração gradual da atividade econômica ao longo do tempo. Além disso, 2027 deve ter uma política fiscal mais austera. Consequentemente, seguimos posicionados para taxas de juros abaixo do precificado no Brasil. No mercado internacional estamos posicionados para taxas mais baixas em países que possuem ociosidade na economia, como México, Nova Zelândia e Reino Unido.

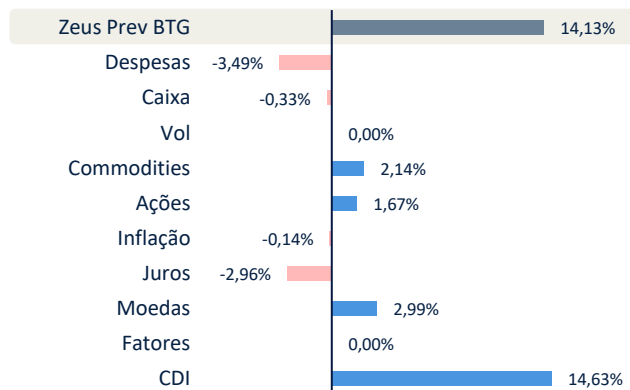
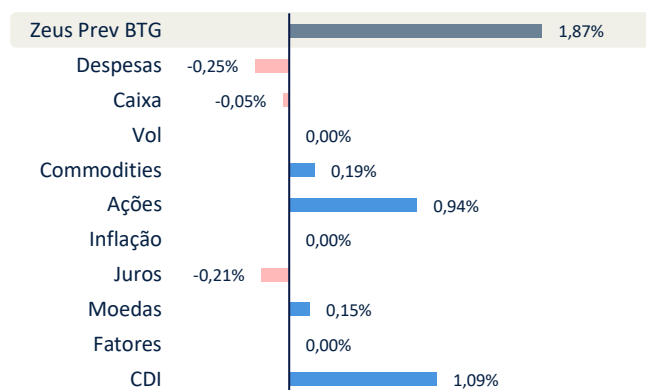
RESULTADO DA GESTÃO*

Rentabilidade do fundo desde seu início.



RETORNO POR ESTRATÉGIAS

12 MESES



HISTÓRICO DE RENTABILIDADE*

ANO	2025	2026	ago/26	Início
FUNDO	9,28%	5,12%	1,87%	14,87%
CDI	6,84%	9,33%	1,09%	16,80%
% CDI	135,68%	54,91%	170,79%	88,52%

MESES POSITIVOS: 11
MESES NEGATIVOS: 3

INÍCIO DO FUNDO
14/Jul/2025

PL ATUAL
R\$ 3.434.478

PL MÉDIO (12 MESES):
R\$ 2.919.097

TAXA DE ADM¹
2,0% a.a.

TAXA DE PERF.²
17% do que exceder 100% do CDI

PÚBLICO ALVO
Investidor Qualificado

OBJETIVO
Superar o CDI com vol. de 9% a 11% a.a..

COTA RESGATE
D+42 dias úteis da solicitação

PAGAMENTO RESGATE
D+1 dia útil da conversão de cotas

TAXA DE SAÍDA
Não possui

APLICAÇÃO INICIAL
Sujeito às regras do distribuidor.

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



Este material de divulgação 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. Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM (Serviço de atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br). Os fundos de condomínio aberto e não destinados a investidores qualificados possuem lâminas de informações essenciais. Não há garantia de tratamento tributário de longo prazo para os fundos que informam buscar este tratamento no regulamento. Leia o regulamento e demais documentos legais do fundo antes de investir. Estes documentos podem ser consultados no site da CVM em (www.cvm.gov.br) ou no site dos respectivos Administradores dos fundos. Fundos com menos de 6 meses de histórico não podem ter sua rentabilidade exibida. É recomendada para a avaliação de performance dos fundos de investimento, a análise de, no mínimo, 12 meses. Os Fundos de Investimento da Kinea podem apresentar um alto grau de volatilidade e risco. A rentabilidade passada não garante a rentabilidade futura. Fundos de investimento não são garantidos pela Instituição Administradora, ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos. 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. Os Fundos de Investimento em Participações (FIP) 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 a obrigatoriedade de o cotista aportar recursos adicionais para cobertura do fundo no caso de resultado negativo. Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) são condomínios fechados em que as cotas não são resgatáveis onde os cotistas podem ter dificuldade em alienar suas cotas no mercado secundário. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são condomínios abertos ou fechados, sendo que: (i) quando condomínios abertos, o resgate das cotas está condicionado à disponibilidade de caixa do fundo; e (ii) quando condomínios fechados, em que as cotas não são resgatáveis, os cotistas podem ter dificuldade em alienar suas cotas no mercado secundário. Os Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) seguem a Res. CVM 175. 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. 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: relacionamento@kinea.com.br.



Autorregulação
ANBIMA

Gestão de Recursos

KINEA.COM.BR

