

Setembro

2025



Carta Mensal de Investimentos



Visão Nomad



Introdução



Cenário Macro



Renda Fixa



Bolsa Americana



Bolsas Globais

Perspectivas

Visão Nomad: perspectivas para investimentos globais



Danilo Igliori

Economista-Chefe



Paula Zogbi

Estrategista-chefe



Nickolas Lobo

Analista de Investimentos



Bruno Shahini

Analista de Investimentos

Estagflação é o risco-chave monitorado no mercado americano nos próximos meses. Mas o mercado continua precificando avanços importantes em tecnologias promissoras que vêm sustentando o dinamismo da economia. Neste material, debatemos as oportunidades e riscos aos investimentos globais, em 4 frentes:

Cenário Macro: O Fed segue buscando percorrer a última milha do combate à inflação, mas o ciclo de cortes de juros está mais próximo. A guerra comercial, ao contrário, se distancia, com acordos importantes oferecendo melhor visibilidade da postura do governo em relação a temas essenciais para a sustentabilidade de um crescimento econômico saudável.

Renda fixa: O mercado aguarda um corte de juros pelo Fed após dados de emprego muito fracos, tornando os Treasuries de curto prazo uma oportunidade. Em contraste, os títulos de longo prazo estão menos atrativos, pois perderam sua eficácia como proteção para carteiras e seus rendimentos devem cair lentamente. Nos segmentos de títulos corporativos e de mercados emergentes, a principal atratividade está no "carrego" dos cupons. Isso se deve ao fato de que os spreads de risco já estão muito baixos, limitando o potencial para ganhos de capital adicionais.

Bolsa americana: Apoiadas no boom da Inteligência Artificial, as *big techs* continuam sendo o principal motor do desempenho positivo da Bolsa americana, mas até onde pode ir o rali? Acreditamos que as tendências ligadas às novas tecnologias não podem ser ignoradas, mas a diversificação é fundamental em momentos de preços esticados e alta sensibilidade a fatores de risco.

Bolsa global: O desempenho superior da bolsa americana na última década foi impulsionado pela concentração em ações de tecnologia, favorecidas pelos juros baixos, o que resultou em valuations elevados e um baixo prêmio de risco (ERP). Em contrapartida, os mercados emergentes e outros desenvolvidos, como Europa e Japão, tiveram performance inferior, significativamente prejudicada pela força do dólar. Atualmente, esses mercados internacionais oferecem prêmios de risco mais atrativos, indicando que estão relativamente mais baratos. Dessa forma, a alocação fora dos EUA é uma importante diversificação e uma aposta em um potencial ciclo de enfraquecimento do dólar, que pode impulsionar os retornos de ativos estrangeiros.

Introdução

Apesar de todas as incertezas, não é exagero dizer que o otimismo imperou no mercado financeiro nos oito meses já percorridos de 2025. Após um selloff que seguiu o Liberation Day, o otimismo superou com força os receios. No entanto, ao contrário do que os preços demonstram, o ambiente segue ruidoso.

O Fed parece correr em uma esteira, sem sair do lugar, em busca de deixar para trás a já emblemática última milha do combate à inflação. Enquanto isso, a combinação de sinais de desaceleração econômica com potenciais impactos inflacionários do tarifaço mantém no radar a possibilidade de um cenário de estagflação.

Em um cenário político incerto e no contexto econômico mais fragmentado, discute-se a perda de força do chamado excepcionalismo americano, alimentando questionamentos sobre a capacidade da UE se posicionar como uma força global competitiva.

No Brasil, a Selic se firmou em 15% ao ano, com expectativa de manutenção deste patamar pelo menos até o início de 2026. O diferencial de juros apoia o câmbio em patamares apreciados, mas há riscos significativos, incluindo a deterioração da relação diplomática com os EUA, os desafios fiscais ainda latentes e a aproximação das eleições.

Em cenários de pouca visibilidade, o esperado é que o mercado adote um posicionamento defensivo. Não foi o que aconteceu até aqui. Até o final de julho, as ações de emergentes valorizaram ~18%, e as de desenvolvidos subiram mais de 11%. O Bitcoin valoriza mais de 20%, e mais de 80% do retorno da bolsa americana no ano é atribuído a empresas de alto crescimento, o que denota otimismo. Por outro lado, sinônimo de proteção, o ouro continua sua trajetória impressionante de altas, acumulando mais de 30% de valorização em 2025. Será que existe de fato um copo meio cheio que fundamente esses movimentos?

Nesta atualização, discutimos o caminho percorrido até aqui, quais teses permanecem no radar e a melhor maneira de se posicionar para navegar os próximos meses.

Cenário macro

Estagflação continua sendo o risco-chave monitorado no mercado americano nos próximos meses. É esperado que a economia dos EUA passe por uma desaceleração em 2025 e 2026, após um crescimento vigoroso em 2024. A OCDE projeta um crescimento de 1,5% no ano que vem, com impacto das novas tarifas de importação e da desglobalização do comércio, que diminui a eficiência da economia.

Enquanto isso, o comitê de mercado aberto (Fomc) do banco central americano (Fed) segue em um equilíbrio delicado entre inflação ainda acima da meta de 2% e mercado de trabalho relativamente saudável, com níveis de desemprego perto das mínimas. Leituras recentes de dados de folhas de pagamento abaixo das expectativas indicam probabilidade cada vez maior de uma retomada do afrouxamento da política monetária, com projeção de mais de um corte da taxa de juros ainda neste ano. Na dinâmica dos preços, parte do repasse das tarifas aos consumidores já começa a pesar em leituras mais recentes do CPI e PCE, mas sem gerar grandes picos por ora.

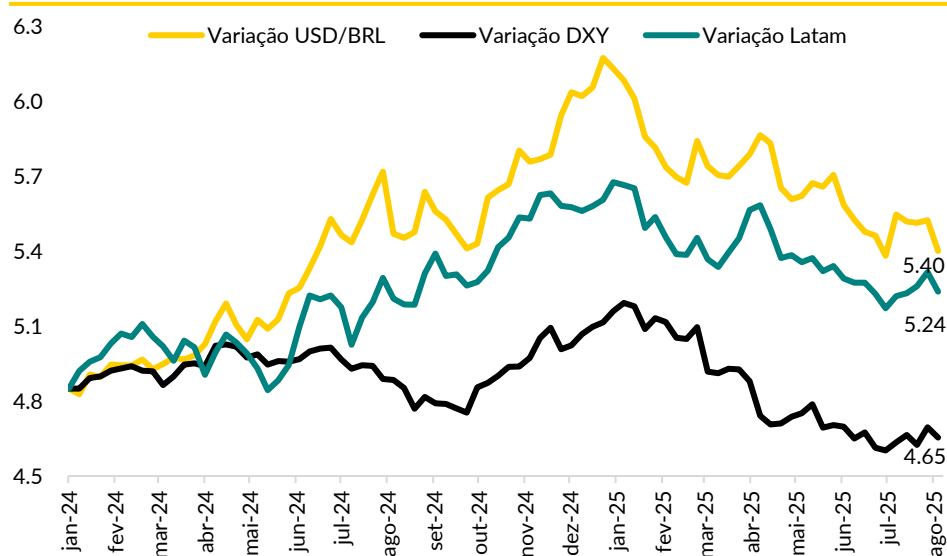
As "tarifas recíprocas" devem exercer pressão descendente sobre as importações americanas e, consequentemente, deprimir as exportações dos parceiros comerciais dos EUA no segundo semestre de 2025 e ao longo de 2026. Do lado positivo, o passar dos meses trouxe alguns acordos emblemáticos, como Reino Unido e União Europeia, e adiamentos importantes, notavelmente das conversas com a China. O afastamento gradual das incertezas melhora a confiança empresarial, os fluxos financeiros e a estabilidade da cadeia de suprimentos.

Ao mesmo tempo, mercados que antes eram considerados bem posicionados para navegar o ambiente de guerra comercial, como Índia e Brasil, agora se veem diante de novas incertezas, afetados por tarifas aplicadas por motivação política que prejudicam as âncoras macroeconômicas utilizadas até então.

No câmbio, 2025 vem se consolidando como um ano de enfraquecimento do dólar globalmente, com a continuidade da busca por uma menor dependência da moeda americana em reservas internacionais, relacionada a temores de retaliações semelhantes às aplicadas à Rússia em 2022. O DXY desvalorizou 10% no primeiro semestre, e a tendência continua, pautada também na projeção de juros mais baixos.

Domesticamente, o real continuou se beneficiando de um diferencial de juros elevado e de um movimento global de diversificação para atingir valores não vistos desde meados de 2024, o que também vem contribuindo para o alívio da inflação e a consequente expectativa de início de cortes na taxa Selic. Apesar do ruído inicial, após desdobramentos e exceções importantes, que cobrem cerca de 45% do total das exportações, as tarifas impostas pelos EUA aos produtos brasileiros tendem a ter impacto econômico limitado. Os níveis atuais de câmbio parecem relativamente condizentes com o cenário, mas novas tensões políticas, a aproximação das Eleições de 2026 e a trajetória da dívida pública são alguns dos riscos altistas no radar.

Taxa de câmbio e índice DXY



Fonte: Factset. Acesso em 29/04/2025

Renda Fixa

Treasuries de Longo Prazo

Nos vencimentos mais longos, o cenário é menos claro. A taxa do Treasury de 10 anos oscila entre 4,3% e 4,4%, ainda próxima das máximas de 4,8% vistas em janeiro. Essa resiliência reflete um conjunto de fatores: inflação ainda alimentada pelas tarifas, níveis historicamente altos de endividamento público e um prêmio por duration em ascensão.

Além disso, neste ano, os juros longos vêm se movendo em sintonia com o mercado acionário, exibindo uma correlação positiva. Em outras palavras, em vez de caírem quando as bolsas recuam — função clássica que lhes conferia eficácia como *hedge* —, os yields têm acompanhado o apetite por risco, subindo nos ralis e cedendo nas correções. Esse comportamento diminui o valor defensivo tradicional dos Treasuries de longo prazo, obrigando investidores a repensar seu papel estratégico nos portfólios. O cenário é desafiador para a classe e, mesmo que os cortes no curto prazo se materializem, é de se esperar que os yields mais longos cederão apenas gradualmente, sustentando uma curva mais inclinada.

Bonds corporativos – IG e HY

O mercado de crédito corporativo viveu uma reviravolta após o chamado Liberation Day. O choque inicial elevou os spreads do segmento high yield para a região de 453 bps, sinalizando um episódio de aversão ao risco que também impactou as bolsas de valores. A reação, no entanto, foi breve: em poucas semanas, os spreads recuaram para perto de 290 bps, em sintonia com a recuperação dos índices acionários. No universo investment grade, a trajetória foi semelhante, com a rápida normalização devolvendo os prêmios de risco aos níveis anteriores à turbulência (ver gráfico).

Nesse ambiente, o carregio - entendido como o retorno obtido pela manutenção de títulos que pagam cupons elevados, independentemente de movimentos adicionais de preço - voltou a se impor como força central. Retornos próximos de 7% ao ano no *high yield* e em torno de 5% ao ano no investment grade oferecem não apenas atratividade nominal, mas também uma âncora de estabilidade nos portfólios.

Há de se acrescentar que os spreads de crédito sofreram compressão adicional (ver gráfico) e hoje se encontram ainda mais estreitos do que no período posterior ao *Liberation Day*. Com os prêmios já bastante comprimidos, a atenção do investidor se desloca para a curva de juros — onde o manejo do risco de duration se torna crucial. Nos vencimentos curtos, a incerteza sobre o ciclo de flexibilização predomina; já nos prazos longos, a indefinição sobre o patamar de equilíbrio está intrinsecamente associada à maior volatilidade.

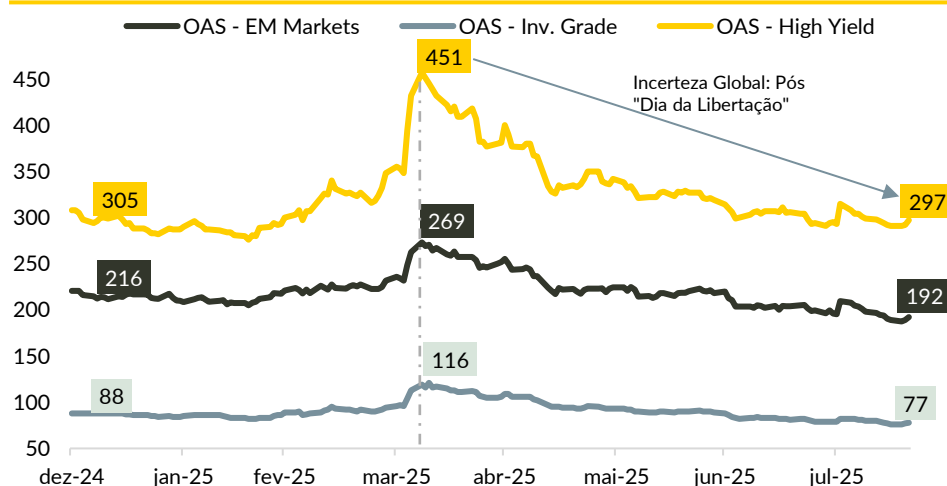
Títulos de Mercados Emergentes

Os spreads de crédito emergente se estreitaram de forma consistente em 2025, refletindo tanto o maior apetite global por risco quanto conjunturas específicas em determinados países. Outro ponto relevante é que empresas de mercados emergentes — exceto a China — estão emitindo títulos no ritmo mais acelerado desde 2021, levantando mais de US\$ 250 bilhões entre janeiro e julho de 2025.

No ambiente atual, o carregamento permanece central: mesmo após a compressão recente dos spreads, a dívida emergente continua oferecendo rendimentos acima das alternativas em mercados desenvolvidos, sustentando sua atratividade no portfólio global.

Ainda assim, cabe cautela: com spreads já próximos das mínimas históricas, o espaço para novas compressões é limitado. Isso significa que boa parte do retorno esperado tende a vir do carregamento, enquanto ganhos adicionais dependerão da manutenção do cenário benigno para crescimento e inflação.

Diferença de taxa em relação ao Tesouro (OAS)



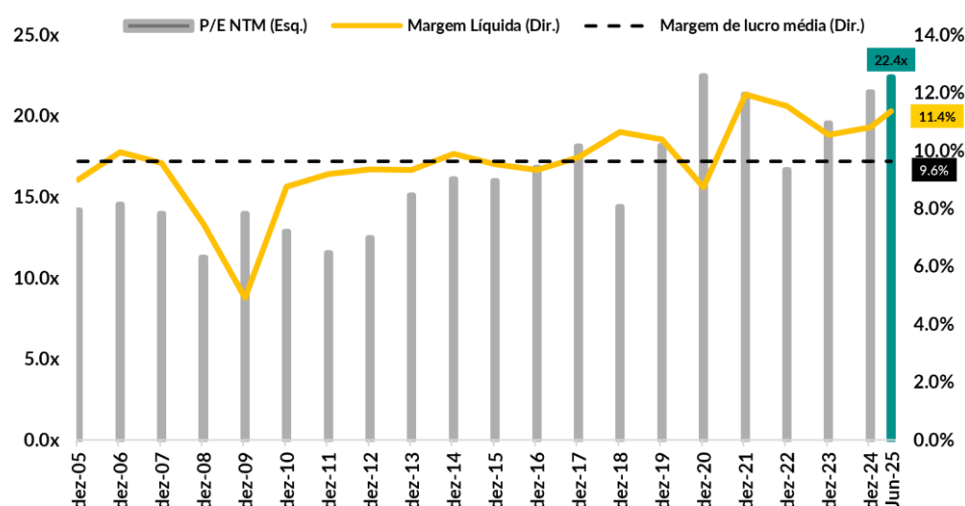
Bolsa americana

Apesar do nível elevado de risco e de alguns solavancos no caminho, a Bolsa americana vem sustentando um comportamento otimista em 2025. Até meados de agosto, o S&P500 anotou mais de 15 fechamentos recordes, e entrou oficialmente em *bull market*, valorizando aproximadamente 30% em relação à mínima atingida em 7 de abril, sob efeito do pessimismo ligado ao Liberation Day.

Apoiadas no boom da Inteligência Artificial, as *big techs* continuam sendo o principal motor deste desempenho. As *Magnificent 7* (Alphabet, Amazon, Meta, Apple, Microsoft, Nvidia e Tesla) foram responsáveis por mais de 80% da valorização do S&P 500 no ano. Produtos e serviços baseados em IA vêm proporcionando crescimento de dois dígitos para as companhias.

O movimento, dentro do contexto, torna mais pertinente a pergunta que ronda os mercados recorrentemente nos últimos anos: **até onde pode ir o rali?** Historicamente, na média dos últimos 20 anos, os preços das ações do índice correspondem a 16,5x o lucro projetado para as companhias - ou seja, o índice tem um histórico de negociar a 16,5x P/E (preço sobre lucro, em inglês). Atualmente, este múltiplo está em 22,4x P/E. Na prática, isso significa que, em média, os investidores estavam dispostos a pagar ~US\$16 por US\$1 de lucro das companhias na média dos últimos 20 anos. Hoje, paga-se ~US\$22.

P/E 12 Meses à Frente vs. Margem de Lucro do S&P 500



Fonte: Factset. Acesso em 25/07/2025

Fatores importantes contribuem para sustentar o nível de preço atual, na nossa visão. Entre eles, a própria composição do índice mais concentrada em teses de crescimento e o crescimento consistente das margens, que vêm superando as estimativas do mercado trimestre após trimestre. Inteligência artificial é uma tese de crescimento potencialmente secular, que carrega consigo tendências importantes, como um uso mais intensivo de energia, um ganho relevante de eficiência e transformações nas relações humanas e no mercado como um todo. **Mas é difícil ignorar o fino equilíbrio que sustenta os desempenhos recentes.**

Embora empresas de software tenham baixa exposição às tarifas comerciais e boa parte das companhias de semicondutores tenham sido isentas, o mercado parece ter incorporado boa parte dos ganhos potenciais aos preços, deixando de descontar os riscos. Os impactos das tarifas, aplicadas amplamente em julho, ainda devem ser sentidos de forma mais ampla, ameaçando a perspectiva de cortes de juros. Além disso, os mesmos efeitos podem levar setores mais afetados a diminuir investimentos em software ou hardware, afetando a demanda por soluções corporativas, chips para maquinário industrial ou carros elétricos, para dar alguns exemplos.

Neste contexto, continuamos defendendo que a exposição às teses mais promissoras e de alto crescimento não deveriam ser ignoradas, mas, especialmente no curto prazo, precisam ser combinadas com ativos defensivos em uma carteira balanceada para evitar solavancos exagerados. Setores defensivos, como utilidades públicas, podem trazer proteção ao mesmo tempo em que se beneficiam do crescimento do uso de energia por Data Centers. O mesmo vale para infraestrutura. A trajetória dos juros pode estimular o consumo e o mercado de capitais, o que bate em varejo e certos segmentos do setor financeiro. Finalmente, a diversificação geográfica que moldou o mercado no primeiro semestre, com fluxo de capital saindo dos EUA para outras economias, continua sendo uma maneira de se expor a diferentes teses e oportunidades.

Bolsas globais

Mercados Desenvolvidos

Na última década, o desempenho agregado dos mercados de ações globais foi inequivocamente dominado pelos Estados Unidos. Neste ano os papéis apresentam uma ligeira inversão com o S&P 500 subindo pouco mais de 10% até o momento, no ano, e com o resto do mundo (medido pelo ACWI Ex-US) subindo um pouco mais de 20%.

No entanto, o desempenho não reflete apenas uma superioridade econômica generalizada, mas também uma concentração em empresas de tecnologia, que foram desproporcionalmente beneficiadas pelo regime de taxas de juros historicamente baixas e *quantitative easing* (aumento da oferta monetária em circulação) após a crise financeira de 2008.

Este ambiente de política monetária estimulativa favoreceu as *long-duration assets*, como as ações de crescimento, cujos fluxos de caixa se projetam para um futuro mais distante - caso das companhias mais representativas da bolsa americana atualmente: das dez maiores empresas do S&P500, oito são de tecnologia. Em contraste, os mercados europeus, com uma composição mais orientada para o *value* e menos em *growth*, com maior peso em setores como Financeiro, Industrial e de Materiais Básicos, não receberam o mesmo impulso.

Olhando para o cenário geopolítico atual, esta concentração representa um risco, pois uma mudança para um regime de juros estruturalmente mais altos e inflação persistente pode reverter esta tendência, favorecendo mercados com composição setorial mais equilibrada.

Embora ainda vejamos espaço para a tese tech, especialmente no contexto da expansão da IA, a inclusão de ações europeias num portfólio aumenta a exposição a temas de valor e sensibilidade ao ciclo econômico, que podem apresentar uma desconexão em relação ao mercado americano, mitigando o risco de concentração.

Mercados emergentes

O termo "mercado emergente" (EM) abrange um amplo espectro de economias, desde gigantes como China e Índia até mercados menores na América Latina e África. Um mercado emergente é definido como a economia de uma nação em desenvolvimento, frequentemente caracterizado com um crescimento econômico mais expressivo e pela crescente integração no mercado global, impulsionada pela industrialização ou por abundância de recursos naturais. Demograficamente, são frequentemente marcados por uma classe média em expansão e uma rápida urbanização, que impulsionam a demanda por bens de consumo e serviços.

O MSCI Emerging Markets Index é o benchmark mais amplamente utilizado, capturando a capitalização de mercado ajustada pelo free float em 24 países emergentes. Contudo, mesmo com exposição a economias crescentes, a análise do desempenho histórico deste índice, denominado em dólares americanos (USD), revela uma ciclicidade significativa. Dados recentes mostram retornos anualizados de 6,1% em 5 anos e 6,9% em 10 anos. Quando comparadas aos mercados desenvolvidos, as ações de EM tiveram um desempenho significativamente inferior na última década. O MSCI World Index apresentou um retorno de 10 anos de 11,6%, enquanto o MSCI USA Index registrou 13,9% no mesmo período.

O racional por trás de grande parte dessa dicotomia de crescimento e retornos é a correlação inversa entre o dólar americano (USD) e os ativos de EM, uma vez que a valorização do dólar representa uma inércia contrária aos emergentes através de vários canais:

Serviço da Dívida: Muitos governos e companhias de EMs tomam empréstimos em USD. Um dólar mais forte aumenta o custo em moeda local para servir essa dívida, pressionando as finanças.

Fluxos de Capital: Um dólar mais forte, muitas vezes acompanhado por taxas de juros mais altas nos EUA, atrai capital para longe dos ativos de EMs, considerados mais arriscados, em direção à segurança dos EUA, levando a saídas de capital e depreciação da moeda nos EMs.

Restrições da Política Monetária: Para defender suas moedas de uma depreciação rápida, os bancos centrais de EMs podem ser forçados a aumentar as taxas de juros, o que pode sufocar o crescimento econômico doméstico.

Drag Econômico: O FMI estima que uma apreciação de 10% do USD pode diminuir a produção econômica nos EMs em 1,9% após um ano, um efeito que pode durar mais de dois anos.

Dessa maneira, para um investidor baseado em USD, o retorno total de um investimento em EMs é uma combinação do desempenho do ativo em sua moeda local e da variação da taxa de câmbio entre essa moeda e o USD. Uma moeda local em depreciação pode anular ganhos robustos no mercado de ações.

Valuations: O Prêmio de Risco das Ações (*Equity Risk Premium* - ERP)

A análise do Prêmio de Risco das Ações (ERP) — a compensação que os investidores exigem para investir no mercado de ações em vez de um ativo livre de risco — revela uma divergência tão acentuada quanto a de desempenho.

Estados Unidos: O ERP nos EUA encontra-se em níveis historicamente baixos. Estimativas de agosto de 2025 situam o ERP para o S&P 500 em cerca de 4,64%, consideravelmente abaixo da média histórica de 5-6%. Algumas análises sugerem mesmo que as ações de maior crescimento negociam com um prêmio de risco negativo. Isto significa que os ativos estão relativamente mais caros do que o histórico e a compensação contra ativos livres de risco é menor pelo risco que assumem.

Europa e Japão: Em contrapartida, os mercados europeus e japoneses apresentam prêmios de risco mais atrativos. O ERP para a Zona Euro se situa próximo a 5,5% mesmo com toda a performance registrada no ano até o momento. O Japão, por sua vez, após reformas de governança corporativa, atingiu um nível competitivo de 6,5%, mas que hoje circula em 5,25% .

Emergentes: Para os Emergentes, o ERP se mostra ainda maior, como um reflexo de expectativa de crescimento mais acelerado, circulando próximo de 7% para todo o bloco econômico. Os respectivos prêmios para as principais economias são: 1) China - ERP: 5,25%; 2) Índia - ERP: 7,45%; 3) Brasil - ERP: 7,91%; e 4) África do Sul - ERP: 8,66%

A compressão do ERP nos EUA é a consequência da alta de preços das ações a um ritmo superior ao dos lucros, sendo um reflexo de expectativas maiores de crescimento, como mencionamos na seção “Bolsa Americana”. A principal implicação de um ERP baixo é que os retornos futuros tornam-se criticamente dependentes do crescimento dos lucros, uma vez que há pouco espaço re-rating (correção positiva), uma vez que o preço implica em uma maior expectativa de retorno e consequentemente de lucros. Por sua vez, isso cria uma vulnerabilidade significativa a choques negativos nas perspectivas de lucros ou um aumento na taxa livre de risco pode levar a uma correção de mercado mais forte.

Spread de Equity Risk Premium em 2025

Regiões	ERP
Africa & Mid East	9.38%
Australia, NZ & Canada	4.21%
Latin America & Caribbean	9.51%
Japan	5.25%
US	4.61%
Europe	5.43%
Emerging Markets	7.00%
Small Asia (No India, China & Japan)	7.12%
India	7.46%
China	5.25%
Global	5.88%

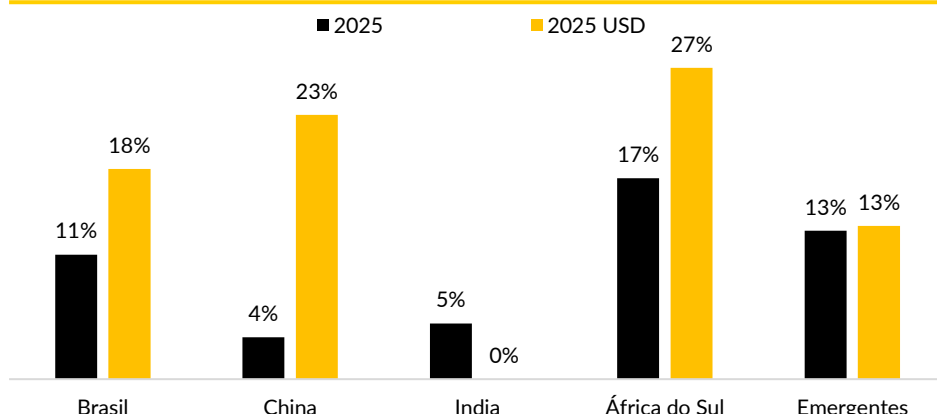
Fonte: Damodaran. Acesso em 22/08/2025

.O Fator Cambial: O Impacto Subestimado do Dólar

A força do dólar americano na última década foi um fator determinante e muitas vezes subestimado no desempenho relativo dos investimentos. No entanto, o cenário atual de divergência de políticas monetárias e crescentes déficits fiscais nos EUA cria um potencial crescente para uma inversão deste ciclo. Um dólar mais fraco transformaria essa força contrária em um fator favorável para os investimentos internacionais.

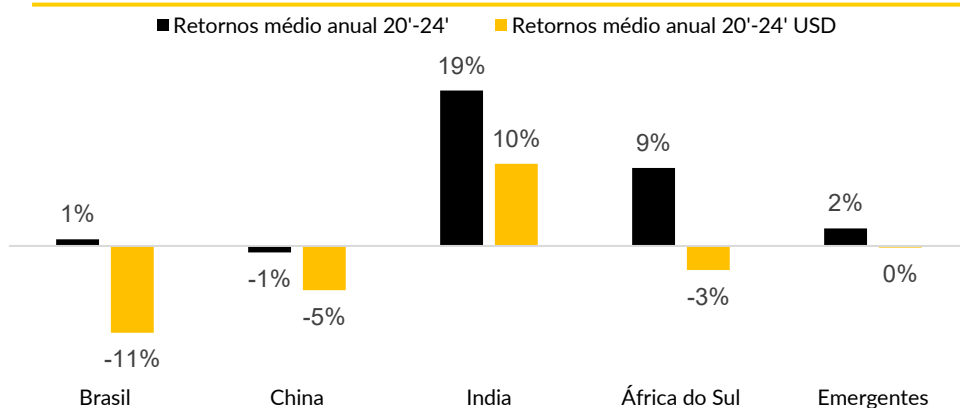
A dinâmica torna a alocação internacional não apenas uma ferramenta de diversificação setorial com prêmio de risco interessante, mas também uma exposição interessante a um potencial de correlação negativa, especialmente num ambiente onde os retornos esperados para os ativos dos EUA são mais modestos e os riscos geopolíticos crescentes.

Bolsas Mundiais – 1º Semestre de 2025



Fonte: Factset. Acesso em 29/04/2025

Bolsas Mundiais (2020-2024)



Fonte: Factset. Acesso em 29/04/2025

Avisos Legais

A Nomad Wealth Management Ltda. ("Nomad Wealth"), é uma entidade que atua como consultor de Valores Mobiliários autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, atuando de forma independente em território brasileiro. Ao contratar seus serviços, o cliente pode receber recomendações personalizadas e orientações estratégicas considerando seu perfil de risco, os seus objetivos e sua situação financeira. Os serviços da Nomad Wealth visam auxiliar investidores na tomada de decisões de investimento, porém não garantem resultados e não substituem sua análise. Todo investimento envolve algum nível de risco. Informe-se sobre os riscos de cada investimento e invista com responsabilidade.

*Atendimento individual disponível para clientes que possuem a partir de US\$ 25 mil disponíveis para investimento na plataforma Nomad.

Fontes utilizadas para a elaboração deste conteúdo, além das previamente citadas no material: Banco Central do Brasil, Bloomberg, Investing, Earning Whispers, Finviz, Valor, The Wall Street Journal, Financial Times, JP Morgan e Yahoo Finance.