TRIESTOR

PANORAMA MACRO GLOBAL E POSICIONAMENTO DO TRIESTOR FIA

Atualização Macroeconômica e Posicionamento Internacional

O cenário global entrou em uma configuração que, na nossa avaliação, exige mais atenção à preservação de capital, à qualidade dos fluxos de caixa e à liquidez das carteiras.

Nossa leitura não parte da premissa de que uma crise financeira seja iminente, nem pretende antecipar o momento de uma eventual correção. O ponto central é outro: a combinação de inflação ainda acima das metas, juros reais elevados, expansão das necessidades de financiamento soberano, concentração dos mercados acionários, forte ciclo de investimentos em inteligência artificial e crescente participação do crédito privado tornou a relação entre risco e retorno menos favorável em diversos segmentos.

Diante desse ambiente, entendemos que a postura adequada não é abandonar ativos de risco, mas ser significativamente mais seletivo sobre **onde assumir risco, quanto pagar por ele e de que forma preservar liquidez para aproveitar eventuais distorções futuras**.

1. Inflação: o problema não desapareceu

Nos Estados Unidos, o processo de desinflação perdeu parte do impulso observado anteriormente. O índice PCE acumulava alta de 3,4% em 12 meses até agosto, enquanto o núcleo estava em 3,0%, ambos ainda acima do objetivo de 2% do Federal Reserve. Em setembro, o Fed elevou novamente a faixa dos Fed Funds para 3,75%-4,00% e projetou inflação PCE de 3,7% para 2026.

As expectativas de longo prazo, entretanto, não apresentam neste momento um quadro clássico de desancoragem. A pesquisa de agosto do Federal Reserve de Nova York apontava expectativa mediana de inflação de 3,6% em um ano, 3,2% em três anos e 3,0% em cinco anos. O risco que observamos, portanto, não é uma inflação já fora de controle, mas a possibilidade de que novos choques de energia e oferta prolonguem o período necessário para sua convergência.

Esse risco ficou mais evidente na Europa. A estimativa preliminar de inflação da Zona do Euro chegou a 3,8% em setembro, contra 3,2% em agosto, enquanto o componente de energia avançou 18,8% em 12 meses.

2. O mercado de juros está enviando um sinal importante

A política monetária determina diretamente as taxas de curtíssimo prazo. A parte longa da curva, entretanto, é determinada pelo mercado e incorpora expectativas de inflação, crescimento, prêmio de prazo, oferta de títulos e percepção de risco fiscal.

Material de caráter exclusivamente informativo. As avaliações apresentadas refletem a visão da gestão na data de referência e podem ser alteradas em função das condições de mercado. Este documento não constitui recomendação, oferta ou solicitação para aquisição ou venda de valores mobiliários. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

Em outubro, os Treasuries americanos negociavam aproximadamente a 5,31% no vencimento de 10 anos e 5,66% em 30 anos, significativamente acima da faixa de 3,75%-4,00% dos Fed Funds. Para nós, essa configuração merece atenção. Ela significa que, mesmo diante de uma política monetária já restritiva, o mercado continua exigindo remuneração elevada para financiar prazos longos.

O fenômeno não é exclusivamente americano. No Japão, por exemplo, o leilão de títulos públicos de 10 anos realizado em setembro ocorreu com rendimento médio próximo de 3%, enquanto o título de 30 anos alcançou cerca de 4,08%. É uma mudança relevante em relação ao longo período em que os juros japoneses permaneceram próximos de zero e altera a atratividade relativa de diversas estratégias globais financiadas em iene.

3. Dívidas soberanas

A preocupação não deve ser apresentada como uma previsão de insolvência das grandes economias. O problema mais relevante é o volume crescente de dívida que precisará ser continuamente financiado em um ambiente de juros estruturalmente mais altos.

O FMI estima que a dívida pública global, que já se aproximou de 94% do PIB mundial em 2025, poderá atingir 100% do PIB em 2029. O próprio Fundo destaca o aumento dos encargos financeiros e a maior vulnerabilidade dos mercados soberanos a movimentos de reprecificação.

Nos Estados Unidos, o Congressional Budget Office projeta despesas líquidas com juros de aproximadamente US$ 1 trilhão em 2026, equivalentes a 3,3% do PIB. A dívida federal em poder do público é projetada em aproximadamente 101% do PIB neste ano.

A questão, portanto, não é simplesmente se o governo americano consegue refinanciar sua dívida. A pergunta relevante para os mercados é qual prêmio os investidores passarão a exigir para continuar financiando essa trajetória.

4. Inteligência artificial

Não temos uma visão negativa sobre inteligência artificial. Pelo contrário: consideramos a tecnologia transformadora e acreditamos que continuará gerando oportunidades importantes.

Nossa preocupação está na diferença entre uma tecnologia economicamente relevante e qualquer investimento realizado em torno dessa tecnologia ser necessariamente economicamente rentável.

O próprio Federal Reserve reconhece que grande parte da força recente do investimento empresarial americano está associada à construção de infraestrutura necessária à IA, incluindo

Material de caráter exclusivamente informativo. As avaliações apresentadas refletem a visão da gestão na data de referência e podem ser alteradas em função das condições de mercado. Este documento não constitui recomendação, oferta ou solicitação para aquisição ou venda de valores mobiliários. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

data centers, equipamentos de processamento e software. O Fed também registra aumento da emissão de dívida por grandes empresas de tecnologia para financiar essa expansão.

Ao mesmo tempo, o mercado acionário tornou-se bastante concentrado. Em agosto, os dez maiores componentes do S&P 500 representavam 37,8% do índice.

O Financial Stability Report do Federal Reserve acrescenta outro elemento importante: entre os riscos destacados pelos participantes de mercado aparecem simultaneamente valuations relacionados à IA, capex financiado por dívida, crédito privado, inflação persistente e a possibilidade de correção dos ativos de risco.

Isso reforça nossa convicção de que exposição à tecnologia precisa ser seletiva.

A estratégia do Triestor FIA não é eliminar tecnologia da carteira. Buscamos diferenciar empresas com geração robusta de caixa, vantagens competitivas estruturais e posições essenciais dentro da cadeia tecnológica daqueles modelos nos quais valuation, alavancagem ou retorno esperado sobre o capital investido passaram a depender de premissas excessivamente otimistas.

5. Crédito privado: o risco está nas interconexões

Outro ponto que merece acompanhamento é a expansão do crédito privado.

O crescimento desse mercado permitiu financiar empresas e projetos que passaram a depender menos do sistema bancário tradicional. Isso não representa, por si só, um problema. A preocupação surge quando se combinam alavancagem, menor transparência, ativos ilíquidos e estruturas que oferecem algum grau de liquidez aos investidores.

O Federal Reserve registrou aumento relevante dos pedidos de resgate em determinados veículos semilíquidos de private credit, com diversos gestores recorrendo aos limites previstos de resgate. O Fundo Monetário Internacional estima que o universo global de direct lending esteja em aproximadamente US$ 2 trilhões, dos quais cerca de US$ 300 bilhões se encontram em estruturas semilíquidas.

Nossa postura, portanto, é de monitoramento das interconexões entre crédito privado, seguradoras, fundos e empresas altamente demandantes de capital, e não de antecipação de um evento sistêmico inevitável.

6. Energia voltou a ser variável macroeconômica central

O conflito no Oriente Médio recolocou energia no centro da discussão sobre inflação, juros e crescimento.

Material de caráter exclusivamente informativo. As avaliações apresentadas refletem a visão da gestão na data de referência e podem ser alteradas em função das condições de mercado. Este documento não constitui recomendação, oferta ou solicitação para aquisição ou venda de valores mobiliários. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

Segundo a U.S. Energy Information Administration, o terceiro trimestre foi caracterizado por forte alta do petróleo em meio à persistência do conflito. O Brent iniciou julho próximo de US$ 72 por barril e ultrapassou US$ 100 ainda naquele mês após a retomada das tensões militares.

Esse choque importa mesmo para economias com grande produção doméstica. Os Estados Unidos, por exemplo, são exportadores líquidos de energia e de produtos de petróleo em termos agregados, mas continuam simultaneamente entre os grandes importadores e exportadores globais de petróleo, inclusive permanecendo importadores líquidos de óleo cru.

Na Europa, os estoques de gás estão inferiores aos níveis históricos recentes, embora a Comissão Europeia avalie que não exista neste momento risco imediato para a segurança do abastecimento, dada a maior diversificação de fornecedores e a expansão da capacidade de importação de LNG.

Para os mercados, a consequência é uma distribuição de resultados potencialmente mais ampla: um novo choque de oferta pode pressionar simultaneamente inflação, juros e margens empresariais.

7. China, fragilidades domésticas

A China continua sendo uma potência industrial e exportadora, mas os dados domésticos justificam cautela.

Entre janeiro e agosto, as vendas no varejo cresceram apenas 1,1% em relação ao mesmo período do ano anterior. No mercado imobiliário, o investimento em desenvolvimento caiu 19,9%, as novas obras recuaram 24,8% e as vendas de imóveis novos em valor diminuíram 13,0%.

O FMI projeta crescimento chinês de 4,5% em 2026, mas identifica como principais riscos domésticos uma contração imobiliária mais profunda, níveis elevados de endividamento, fraqueza da demanda doméstica e excessiva dependência das exportações.

Isso recomenda cautela principalmente em empresas globais cuja tese de crescimento depende de uma forte recuperação do consumo chinês.

8. Brasil: não estamos isolados desse processo

No Brasil, o ambiente externo continua relevante tanto pelo canal cambial quanto por commodities e juros globais.

Em setembro, o Copom reduziu a Selic para 13,75% ao ano, mas destacou explicitamente a incerteza decorrente dos conflitos no Oriente Médio, a política monetária das economias avançadas e a maior volatilidade de ativos e commodities para países emergentes.

Material de caráter exclusivamente informativo. As avaliações apresentadas refletem a visão da gestão na data de referência e podem ser alteradas em função das condições de mercado. Este documento não constitui recomendação, oferta ou solicitação para aquisição ou venda de valores mobiliários. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

Apesar da deflação de 0,32% registrada pelo IPCA em agosto, o próprio Banco Central projetava inflação de 5,2% para 2026 em seu cenário de referência de setembro.

Uma reprecificação global de risco, portanto, dificilmente ficaria restrita aos Estados Unidos ou à Europa. Seu impacto tende a chegar aos emergentes por juros, câmbio, fluxo de capitais e preços de commodities.

9. Como estamos posicionando o Triestor FIA

Nossa estratégia permanece fundamentalista. Não selecionamos uma empresa simplesmente porque apresenta beta baixo, nem abandonamos setores de crescimento por anteciparmos uma recessão. A decisão continua partindo da relação entre preço, capacidade de geração de caixa, qualidade do balanço, vantagem competitiva e valor intrínseco.

Nesse processo de construção de carteira, observamos atualmente uma concentração relevante em empresas com beta inferior a 1, isto é, empresas cujas ações apresentaram historicamente menor sensibilidade às oscilações em comparação ao índice geral de mercado. É importante ressaltar que o beta não constitui o critério de seleção dos ativos. Em grande medida, ele é consequência das características econômicas das empresas escolhidas: negócios com fluxos de caixa mais previsíveis, menor ciclicidade e menor dependência de condições excepcionais de crescimento.

O cenário macro, entretanto, influencia a forma como construímos a carteira.

No fechamento de setembro, os maiores blocos setoriais eram Consumo Não Cíclico, com 19,11%; Tecnologia, com 17,73%; Caixa/Renda Fixa, com 14,61%; e Saúde, com 14,41%. A carteira mantinha 99% de exposição internacional.

A presença relevante de consumo não cíclico e saúde traduz a preferência atual por atividades cuja demanda tende a ser mais previsível ao longo do ciclo econômico.

Dentro de tecnologia, entretanto, o posicionamento merece uma distinção importante. A redução de risco no setor não significa ausência de exposição ao crescimento estrutural da inteligência artificial.

A estratégia tem sido privilegiar empresas posicionadas em pontos essenciais da infraestrutura e da cadeia tecnológica, cuja demanda não depende exclusivamente de qual plataforma, modelo ou empresa venha a se tornar a vencedora da corrida pela IA.

Um exemplo é a Synopsys (SNPS). A companhia fornece ferramentas de Electronic Design Automation - EDA utilizadas no desenho, simulação, verificação e validação de circuitos integrados. O desenvolvimento de semicondutores envolve múltiplas etapas de arquitetura,

Material de caráter exclusivamente informativo. As avaliações apresentadas refletem a visão da gestão na data de referência e podem ser alteradas em função das condições de mercado. Este documento não constitui recomendação, oferta ou solicitação para aquisição ou venda de valores mobiliários. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

desenho, verificação funcional, síntese, posicionamento e verificação física antes que um chip possa ser produzido em escala.

A própria Synopsys descreve suas soluções de EDA como softwares críticos utilizados por engenheiros para desenvolver e testar circuitos integrados. Trata-se, portanto, de uma exposição à infraestrutura necessária ao desenvolvimento de semicondutores, e não de uma aposta específica sobre qual aplicação ou modelo de inteligência artificial prevalecerá.

A mesma lógica aparece em empresas ligadas à infraestrutura física de data centers. A TE Connectivity, fornece soluções de conectividade, transmissão de dados, distribuição de energia e interconexão utilizadas em arquiteturas de data centers e sistemas de inteligência artificial. Independentemente de quem desenvolva o modelo vencedor ou de qual conquiste maior participação de mercado, a expansão da capacidade computacional continua exigindo conectividade, energia, transmissão de dados e infraestrutura física.

Essa abordagem procura, portanto, capturar parte do crescimento estrutural da demanda por capacidade computacional por meio dos fornecedores de infraestrutura e dos gargalos essenciais da cadeia, onde identificamos vantagens competitivas mais duradouras e maior previsibilidade econômica.

Outro elemento relevante da análise é a diferença de percepção que, em determinados casos, aparece entre o mercado de crédito e o mercado de ações.

Algumas empresas do portfólio apresentam ações negociadas sob forte compressão de valuation enquanto seus títulos de dívida continuam sendo precificados com prêmios de crédito relativamente contidos em comparação aos Treasuries americanos de prazo comparável. Essa observação é relevante porque o mercado de crédito concentra sua análise principalmente na capacidade de pagamento, geração de caixa, alavancagem e risco de insolvência da companhia.

A General Mills é um exemplo dessa dinâmica. A companhia anunciou ofertas de recompra de diferentes séries de seus títulos de dívida utilizando Treasuries americanos como referência. A dívida da empresa não estava sendo precificada abaixo do Treasury equivalente, mas o prêmio adicional exigido pelo mercado de crédito estava relativamente baixo.

Quando uma companhia continua encontrando no mercado de crédito uma percepção relativamente baixa de risco de inadimplência, enquanto sua ação incorpora forte deterioração das expectativas e significativa compressão de múltiplos, surge uma divergência que merece atenção. Isso não significa que o mercado de crédito esteja necessariamente correto ou que a ação tenha de se valorizar, mas constitui um sinal complementar para a análise fundamentalista: a deterioração implícita no preço da ação pode, em determinados casos, ser significativamente superior à deterioração percebida pelos credores da mesma empresa.

Material de caráter exclusivamente informativo. As avaliações apresentadas refletem a visão da gestão na data de referência e podem ser alteradas em função das condições de mercado. Este documento não constitui recomendação, oferta ou solicitação para aquisição ou venda de valores mobiliários. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

É justamente nesse tipo de assimetria que buscamos oportunidades: empresas geradoras de caixa, com balanços sólidos e acesso competitivo ao mercado de crédito, mas cujas ações estejam negociadas a múltiplos que consideramos excessivamente penalizados.

O ajuste de preço pode levar tempo, característica inerente ao investimento fundamentalista, mas acreditamos que a convergência entre preço e valor econômico tende a favorecer esse tipo de ativo no longo prazo.

A liquidez também tem função estratégica. Uma parcela relevante dessa liquidez passou a ser alocada em SGOV (iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF), veículo com exposição a títulos do Tesouro americano de curtíssimo prazo. A movimentação permite reduzir o custo de oportunidade do caixa, mantendo elevada liquidez, sem alterar de forma relevante o caráter defensivo dessa parcela da carteira. Em um ambiente no qual valuations elevados coexistem com taxas de desconto maiores e ampla dispersão entre empresas, preservamos assim a capacidade de realocar rapidamente esses recursos para ativos de qualidade quando surgirem preços mais atraentes.

10. Defesa não significa ausência de risco

O objetivo não é construir uma carteira incapaz de cair.

Em um evento sistêmico, correlações entre ativos de risco normalmente aumentam, e uma carteira de ações continuará sujeita à volatilidade de mercado. A proposta é diferente: buscar empresas com melhores fundamentos, fluxos de caixa mais previsíveis, menor dependência de refinanciamento e valuations que ofereçam margem de segurança, ao mesmo tempo em que se preserva liquidez.

A própria lâmina do FIA registra volatilidade anualizada de 10,77%, comparada a 17,03% do Ibovespa no período apresentado. Esses números são históricos e não representam garantia de comportamento futuro, mas são coerentes com o objetivo de construir uma exposição acionária fundamentalista com menor volatilidade relativa.

Conclusão

A visão da Triestor pode ser resumida em uma ideia simples: **não é necessário prever uma crise para reconhecer que determinadas assimetrias deixaram de ser atraentes**.

Temos hoje inflação ainda acima das metas nas principais economias, taxas reais elevadas, aumento dos encargos das dívidas soberanas, forte concentração dos índices acionários, um ciclo excepcional de investimentos em inteligência artificial, crescimento do crédito privado e um ambiente geopolítico que voltou a colocar energia no centro do processo inflacionário.

Material de caráter exclusivamente informativo. As avaliações apresentadas refletem a visão da gestão na data de referência e podem ser alteradas em função das condições de mercado. Este documento não constitui recomendação, oferta ou solicitação para aquisição ou venda de valores mobiliários. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

Ao mesmo tempo, continuamos encontrando empresas estabelecidas, rentáveis e geradoras de caixa negociadas a valuations significativamente inferiores aos observados nos segmentos mais disputados do mercado.

É justamente nessa dispersão que enxergamos oportunidade.

Nosso posicionamento permanece, portanto, **seletivo, líquido e fundamentalista**: preservar capacidade de reação, evitar a concentração nos riscos que consideramos mais assimétricos e direcionar capital para empresas cuja geração de valor não dependa de um cenário perfeito.

Não sabemos qual será o próximo gatilho de volatilidade, nem acreditamos que seja possível fazê-lo de maneira consistente. O que podemos controlar é o preço que pagamos, a qualidade dos ativos que possuímos, o nível de liquidez da carteira e o risco que aceitamos carregar.

Esse é o princípio que orienta o posicionamento atual do Triestor FIA.

Triestor Investimentos

Material de caráter exclusivamente informativo. As avaliações apresentadas refletem a visão da gestão na data de referência e podem ser alteradas em função das condições de mercado. Este documento não constitui recomendação, oferta ou solicitação para aquisição ou venda de valores mobiliários. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.