TARKUS

CARO INVESTIDOR

O ambiente para os mercados globais foi tudo menos trivial no primeiro semestre de 2025 – tensões comerciais, inflação resiliente e incertezas na condução das políticas econômicas ampliaram a complexidade do cenário. Neste contexto, apresentamos a 15ª carta do gestor do **Kapitalo Tarkus**, fundo de investimento em ações com objetivo de superar o Ibovespa no médio prazo. A seguir, compartilhamos nossa visão sobre o cenário recente e os principais destaques da performance do fundo no período.

Boa leitura,
Hegler Horta e Bruno Mauad

TARKUS

PARTE I

CENÁRIO

O primeiro semestre de 2025 foi marcado por um ambiente global desafiador, com a intensificação das tensões comerciais entre os Estados Unidos e seus principais parceiros, a persistência de pressões inflacionárias e a crescente dificuldade de conciliar estímulos à atividade com o espaço limitado para política monetária e fiscal. Ao longo do período, os sinais de desaceleração econômica tornaram-se mais evidentes, em meio a incertezas geopolíticas, choques fiscais e movimentos ainda cautelosos dos bancos centrais diante de um cenário de inflação ainda resistente.

Nos Estados Unidos, a nova administração Trump avançou com uma agenda abertamente protecionista. A imposição de tarifas em larga escala — com episódios de escalada, recuo parcial e judicialização — gerou incerteza e aumentou os riscos de inflação no curto prazo, ao mesmo tempo em que comprometeu a previsibilidade do comércio global. Apesar disso, os indicadores de atividade e mercado de trabalho se mantiveram resilientes até maio, e o Fed optou por manter os juros inalterados ao longo do semestre, adotando postura cautelosa diante da incerteza sobre os efeitos defasados dessas políticas. O ambiente tornou-se ainda mais complexo com as disputas judiciais sobre a legalidade das tarifas e a expectativa de seus impactos sobre inflação e crescimento no segundo semestre. Em junho, os dados de mercado de trabalho reforçaram sinais de desaceleração moderada, e a inflação referente a maio veio abaixo das expectativas, com inflação de serviços mais benigna e de bens sem mostrar ainda grandes efeitos de tarifas. A expectativa é de que efeitos maiores sejam observados nos dados de junho a agosto. O Fed manteve os juros inalterados, mas as projeções mostraram uma divisão maior entre os membros. Sem desaceleração mais acentuada no mercado de trabalho, cortes de juros não devem ocorrer antes de setembro.

Na Europa, os efeitos indiretos da política americana se somaram a desafios internos. As ameaças de retaliação tarifária por parte dos EUA e as barreiras impostas a setores como o automotivo contribuíram para deteriorar a balança comercial do bloco. Ao mesmo tempo, a valorização do euro e a queda nas *commodities* deram suporte à trajetória de desinflação, permitindo ao Banco Central Europeu continuar o ciclo de cortes de juros. Em junho, o BCE realizou novo corte de juros, levando-os a um nível próximo da neutralidade e sinalizando uma pausa em julho. Internamente, o bloco já enfrenta sinais de desaceleração, com inflação moderando e dúvidas sobre a velocidade de execução do ambicioso plano fiscal na Alemanha. Contudo, o maior risco segue vindo do exterior: o desfecho das negociações tarifárias com os Estados Unidos, previsto para agosto, deve ser decisivo para os próximos passos da política monetária europeia.

Na China, o primeiro trimestre mostrou desempenho surpreendentemente forte, puxado por estímulos fiscais e crescimento robusto da produção industrial. No entanto, a continuidade da guerra comercial com os EUA — ainda que com algum alívio parcial em maio — impôs limitações importantes. As tarifas impostas por ambos os lados, mesmo após negociações parciais, continuam elevadas e afetam o potencial de crescimento no médio prazo. O governo chinês, por sua vez, manteve a ênfase em políticas fiscais para sustentar o consumo e o investimento estratégico, embora os sinais de desaceleração tenham se intensificado no fim do semestre, sobretudo no comércio exterior. Em junho, a economia chinesa manteve-se dentro das metas de crescimento, sustentada pelo impulso fiscal e por uma contribuição positiva do setor externo, ainda que parte das exportações tenha sido redirecionada por meio de triangulações comerciais com países do Sudeste Asiático. O setor imobiliário, entretanto, permaneceu como foco de fragilidade, com dados ainda bastante negativos nas principais métricas do segmento.

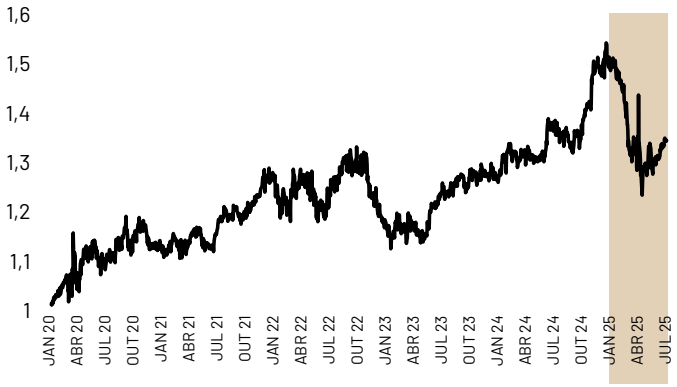
TARKUS

No Brasil, o semestre foi caracterizado por um crescimento econômico acima do esperado, sustentado pelo consumo das famílias, desempenho do setor agropecuário e aceleração no mercado de crédito. O mercado de trabalho surpreendeu positivamente, com aumento da massa salarial e queda na taxa de desemprego, enquanto os indicadores fiscais apresentaram melhora marginal, impulsionados por maior arrecadação e controle de gastos no início do ano. Apesar disso, o cenário inflacionário continuou desafiador: os núcleos e os serviços subjacentes permaneceram pressionados, refletindo a resiliência da atividade e do mercado de trabalho. Diante desse quadro, o Banco Central manteve o ciclo de aperto monetário, mas com redução no ritmo, elevando a taxa Selic em 150 pontos-base no acumulado do semestre. A comunicação da autoridade monetária passou a indicar maior ênfase nas defasagens da política monetária, que devem atuar para ampliação do hiato do produto e moderação da inflação ao longo do tempo.

Ao final do semestre, a economia brasileira seguiu resiliente, com o mercado de trabalho mantendo forte geração de empregos e o desemprego em queda. A inflação mostrou sinais mais claros de desaceleração, mas ainda em patamares elevados, com núcleos distantes da meta. No campo fiscal, o governo enfrentou dificuldades na articulação política, com o Congresso barrando mudanças no IOF e travando outras pautas relevantes, como a reforma do Imposto de Renda e a taxação de apostas. Na reunião do Copom, a Selic foi elevada em 25 pontos-base, e o comitê sinalizou que, salvo novos choques, o atual nível de juros deve ser mantido por um período prolongado.

A despeito das incertezas causadas pela politíca comercial americana, ou talvez por causa delas, as bolsas fora dos Estados Unidos tiveram um bom desempenho no primeiro semestre, revertendo parcialmente o movimento de melhor performance das ações americanas em comparação com o resto do mundo. O dólar americano também sofreu perdas nesse período.

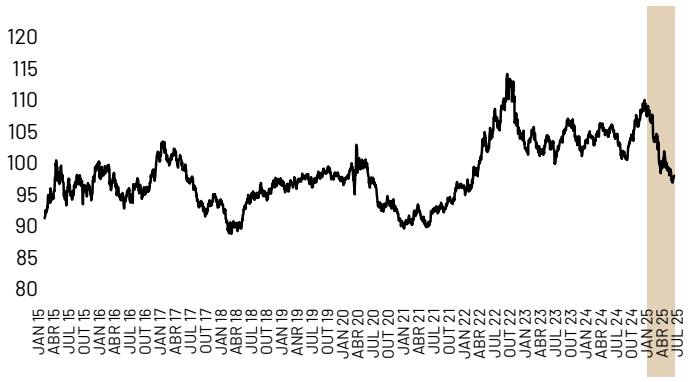
GRÁFICO 1
MSCI EUA / MSCI MUNDO (EX-EUA)



MSCI EUA / MSCI Mundo (ex-EUA)

Fonte: LSEG; Elaboração: Kapitalo Investimentos.

GRÁFICO 2
ÍNDICE DÓLAR (DXY)



Índice Dólar (DXY)

Fonte: LSEG; Elaboração: Kapitalo Investimentos.

TARKUS

Neste contexto, a bolsa brasileira teve um desempenho parecido com as demais bolsas da América Latina:

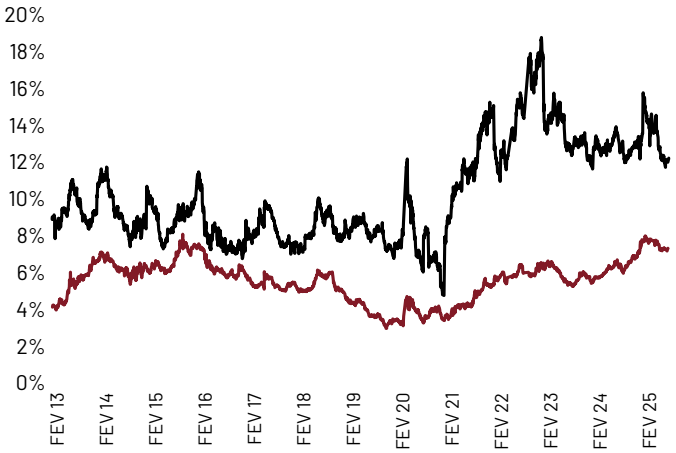
TABELA 1
MSCI AMÉRICA LATINA

	1º SEM 2025
MSCI Colômbia	52,4%
MSCI Chile	31,8%
MSCI México	31,2%
MSCI Latam	30,2%
MSCI Brasil	29,4%
MSCI Peru	25,1%
MSCI Argentina	-19,1%

Fonte: LSEG; Elaboração: Kapitalo Investimentos.

Atualmente, acreditamos que o investidor em ações no Brasil deve colocar em perspectiva o seguinte dilema: a atividade econômica precisa arrefecer para que a inflação convirja para a meta e haja a possibilidade de baixar os juros de maneira sustentável. Porém, após a alta recente das bolsas, o prêmio de risco não parece particularmente elevado e, se a atividade econômica arrefecer, provavelmente as estimativas de lucro serão revisadas para baixo, comprimindo ainda mais o prêmio de risco. Tudo isso em um contexto de uma disputa eleitoral em 2026 que acreditamos será acirrada, com resultado difícil de prever com muita antecedência.

GRÁFICO 3
LUCRO ESPERADO/PREÇO DO IBOVESPA E RENDIMENTO REAL DOS TITULOS PÚBLICOS INDEXADOS A INFLAÇÃO (15 ANOS)



Fonte: LSEG; Elaboração: Kapitalo Investimentos.

Títulos Públicos atrelados à inflação (15 anos)
Retorno de lucros projetado do IBOV

GRÁFICO 4
PRÊMIO DE RISCO: LUCRO ESPERADO/PREÇO DO IBOVESPA VS RENDIMENTO REAL DOS TITULOS PÚBLICOS INDEXADOS A INFLAÇÃO (15 ANOS)

Fonte: LSEG; Elaboração: Kapitalo Investimentos.

Média +/- 2 desvios-padrão
Média +/- 1 desvio-padrão
Média
Spread IBOV - Títulos 15 anos

Desta forma, seguimos com uma carteira conservadora, privilegiando empresas desalavancadas e voltadas para a demanda externa em nosso portfólio.

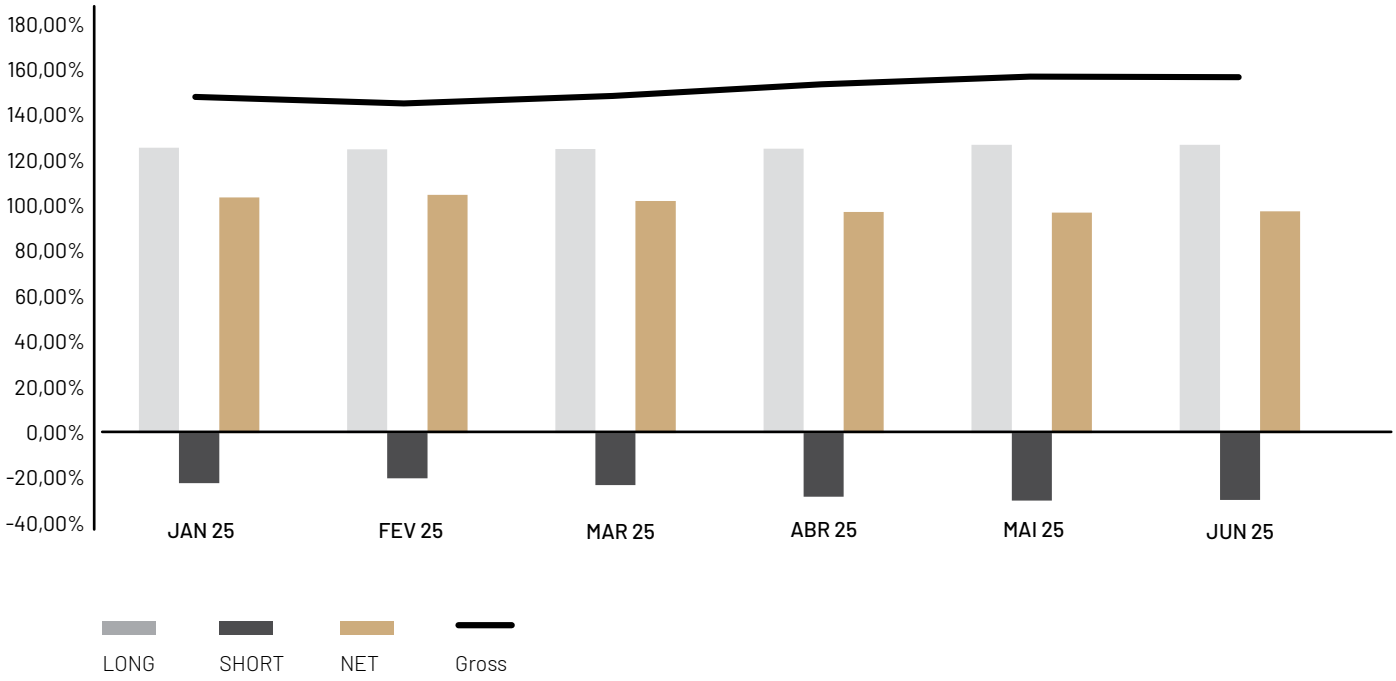
TARKUS

PARTE II

RESULTADOS DO PERÍODO

No primeiro semestre de 2025 o **Kapitalo Tarkus** rendeu 8,90% contra uma alta do Ibovespa de 15,44% no mesmo período. Desde o início, o fundo rendeu 157,50% versus 86,86% do Ibovespa.

Ao longo do semestre, o **Kapitalo Tarkus** manteve uma exposição líquida média de 100,49%, fruto de uma posição média comprada de 125,80% e uma posição média vendida de -25,31%. A evolução dessas posições ao longo dos meses pode ser observada no gráfico abaixo:



O *tracking error*, ou seja, o desvio padrão dos retornos do fundo em relação ao Ibovespa foi de 14,62%. Vale ressaltar que, como a proposta do fundo é gerar retornos substancialmente acima do Ibovespa no médio prazo, é importante mantermos um *tracking error* relativamente alto ao longo do tempo.

TARKUS

Outra medida importante do nosso desempenho é conhecida por *information ratio*, que nada mais é do que o diferencial de performance do fundo contra o Ibovespa dividido pelo *tracking error*. No 1º semestre de 2025 o *information ratio* do **Kapitalo Tarkus** foi de -0,89. A tabela abaixo sintetiza os resultados deste semestre:

DATA	RENTABILIDADE MÊS	IBOV MÊS	DIFERENÇA
JAN 25	-2,80%	4,86%	-7,66%
FEV 25	-3,38%	-2,64%	-0,74%
MAR 25	6,13%	6,08%	0,05%
ABR 25	2,45%	3,69%	-1,24%
MAI 25	2,79%	1,45%	1,34%
JUN 25	3,75%	1,33%	2,42%
RETORNO ACUMULADO (01/01/2025 até 30/06/2025)	**8,90%**	**15,44%**	**-6,54%**

RETORNO ANUALIZADO
(31/12/2024 até 30/06/2025)

ALPHA	-13,05%
DESVIO PADRÃO (TARKUS-IBOV)	14,62%
INFORMATION RATIO	**-0,89**

RETORNO ANUALIZADO
(06/11/2017 até 30/06/2025)

ALPHA	7,28%
DESVIO PADRÃO (TARKUS-IBOV)	10,67%
INFORMATION RATIO	**0,68**

Além destas medidas de desempenho agregado do fundo, podemos fazer uma análise decompondo a rentabilidade do fundo pelos setores presentes em sua carteira:

TARKUS

SETOR	EXPOSIÇÃO* PORTFÓLIO	IBOVESPA	RETORNO ACIMA DO IBOV **
BANCOS	5,21%	22,14%	-1,83%
BENS DE CAPITAL	-1,11%	3,20%	0,88%
CONSTRUÇÃO	-2,41%	0,63%	-0,77%
CONSUMO	23,19%	7,39%	-5,30%
EDUCAÇÃO	-1,23%	0,45%	-1,04%
SAÚDE	7,23%	4,07%	1,17%
MINERAÇÃO & SIDERURGIA	37,36%	12,63%	4,73%
PETRÓLEO & GÁS	9,46%	15,25%	1,36%
PAPEL & CELULOSE	10,57%	2,16%	-3,55%
SERVIÇOS FINANCEIROS	7,08%	5,65%	1,90%
SHOPPINGS	-0,70%	1,28%	-0,20%
TECNOLOGIA	-0,60%	1,21%	-0,71%
TELECOM	-	1,93%	-0,42%
TRANSPORTE & LOGÍSTICA	12,64%	6,49%	-0,30%
UTILIDADE PÚBLICA	-3,42%	15,52%	-1,97%
FUTUROS/ETF	-5,68%	-	0,84%
CAIXA	3,06%		-0,26%
DESPESAS			-0,00%
TOTAL	**100,66%**	**100,00%**	**-5,48%**
DESPESAS FIC			-1,07%
TOTAL			**-6,54%**

* Exposição em 30/06/2025. / ** Período de análise de 31/12/2024 a 30/06/2025.

Como podemos observar, os setores de Mineração & Siderurgia, Serviços Financeiros e Petróleo & Gás contribuíram positivamente para o desempenho relativo do fundo contra o Ibovespa no semestre, enquanto os setores de Consumo, Papel & Celulose e Utilidade Pública contribuíram negativamente. O posicionamento em Mineração & Siderurgia foi acima do Ibovespa, com posição comprada em mineradora de ouro e cobre. Em Serviços Financeiros, mantivemos posição comprada em plataforma de investimentos.

Em Petróleo & Gás, mantivemos posição vendida em empresa integrada na cadeia do setor. Já as nossas alocações no setor de Consumo foram os principais detratores de rentabilidade, principalmente pela posição comprada em processadora de proteínas. Em Papel & Celulose, posição comprada em produtora de celulose contribuiu negativamente para a performance.

Agradecemos a confiança,
Hegler Horta e **Bruno Mauad**

TARKUS

Este conteúdo foi preparado pelas gestoras Kapitalo (Kapitalo Investimentos Ltda. e Kapitalo Ciclo Gestão de Recursos Ltda.),tem caráter meramente informativo e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégia de investimento por parte dos destinatários. As gestoras não se responsabilizam por erros, omissões ou pelo uso destas informações. As informações referem-se às datas e condições mencionadas. Os cenários apresentados podem não se refletir nas estratégias dos diversos fundos geridos pelas gestoras Kapitalo AS ESTIMATIVAS, CONCLUSÕES, OPINIÕES, PROJEÇÕES E HIPÓTESES APRESENTADAS NÃO CONSTITUEM GARANTIA OU PROMESSA DE RENTABILIDADE OU DE ISENÇÃO DE RISCO. AOS INVESTIDORES, É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DE LÂMINAS, PROSPECTOS E/ OU REGULAMENTOS ANTES DE INVESTIR SEUS RECURSOS. As análises aqui apresentadas não pretendem conter todas as informações relevantes que um investidor deve considerar e, dessa forma, representam apenas uma visão limitada do mercado. Este conteúdo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância das gestoras.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

kapitalo investimentos

KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA
Av. Brigadeiro Faria Lima, 3144
11º andar, Itaim Bibi – São Paulo, SP
01451-000
(11) 3956-0600
kapitalo.com.br