

# TARKUS



**TARKUS****CARO INVESTIDOR,**

O segundo semestre de 2025 foi marcado por um ambiente macroeconômico desafiador, com desaceleração gradual da atividade, avanços no processo desinflacionário e elevada cautela por parte dos bancos centrais. Incertezas no campo político e comercial seguiram adicionando complexidade ao cenário global.

Neste contexto, apresentamos a 16ª carta do gestor do Kapitalo Tarkus, fundo de investimento em ações com o objetivo de superar o Ibovespa no médio prazo.

A seguir, compartilhamos nossa leitura sobre o cenário econômico recente e os principais destaques da performance do fundo no período.

Boa leitura,

**Hegler Horta & Bruno Mauad**



# TARKUS

## PARTE I CENÁRIO

Ao longo do segundo semestre de 2025, o ambiente macroeconômico global foi marcado por uma desaceleração moderada da atividade, pela continuidade do processo de acomodação inflacionária e por uma atuação cautelosa dos principais bancos centrais, em meio a incertezas relevantes no campo comercial e político. A política monetária permaneceu no centro do debate, com sinais mais claros de inflexão nos Estados Unidos, enquanto Europa e China seguiram enfrentando desafios próprios, ainda que com dinâmicas distintas. No Brasil, os dados confirmaram uma perda gradual de fôlego da atividade, combinada a uma melhora relevante da inflação corrente que contaminou as expectativas futuras de inflação.

Nos Estados Unidos, ao longo do semestre, os dados do mercado de trabalho passaram a indicar um quadro de menor dinamismo. As revisões negativas na geração de empregos e a concentração das vagas em poucos setores reforçaram a leitura de que o mercado de trabalho segue em processo de normalização, ainda que sem deterioração abrupta. Ao mesmo tempo, a inflação mostrou comportamento mais benigno do que o inicialmente esperado, inclusive com impacto menor das tarifas sobre os preços de bens. Nesse contexto, o Federal Reserve (Fed) iniciou, em setembro, o ciclo de cortes de juros e voltou a reduzir a taxa em 25 pontos-base na reunião de dezembro. A comunicação do comitê tornou-se mais cautelosa na reta final do ano, refletindo divisões internas quanto ao ritmo de flexibilização adiante, à medida que a taxa de juros se aproxima das estimativas de neutralidade. Ainda assim, as projeções divulgadas indicam que, de forma geral, o comitê segue enxergando algum grau de restrição na política monetária, o que mantém a possibilidade de novos cortes ao longo do próximo ano. Ao longo do período, também ganhou destaque o aumento da influência política sobre o Fed, com mudanças no Conselho de Governadores e questionamentos inéditos à sua independência, adicionando incerteza ao ambiente de política monetária.

Na Europa, a atividade surpreendeu marginalmente para cima no segundo semestre, com a produção industrial mostrando resiliência acima do esperado, apesar do ambiente mais desafiador para o comércio exterior e do impacto das tarifas. A inflação continuou desacelerando, com o índice cheio próximo à meta, embora o núcleo siga pressionado pelos serviços. Nesse contexto, o Banco Central Europeu (BCE) manteve os juros em 2,0% e reforçou a avaliação de que a política monetária já se encontra em território adequado, salvo a ocorrência de novos choques ou um período prolongado de inflação abaixo da meta. No Reino Unido, o Banco da Inglaterra (BoE) avançou com cortes graduais ao longo do período, em ritmo cauteloso e com um comitê ainda dividido, refletindo a proximidade das taxas ao intervalo de neutralidade.

Na China, a economia seguiu crescendo em ritmo compatível com a meta oficial de 5%, sustentada principalmente pela contribuição do setor externo. No entanto, os dados de atividade ao longo do semestre indicaram fraqueza persistente no consumo e no setor imobiliário, além de desaceleração em investimentos. A agenda de combate à chamada “involução”, voltada à redução de competição excessiva em setores específicos, passou a impactar a produção industrial e os investimentos, ainda que tenha contribuído para alguma recuperação em segmentos específicos ao longo do ano. Apesar das tensões comerciais, as exportações chinesas mostraram capacidade de redirecionamento para outros mercados, limitando impactos mais relevantes nas contas externas.

No mercado imobiliário, observou-se uma melhora pontual nas vendas de casas usadas no fim do ano, de natureza sazonal, sem alteração relevante do quadro estrutural de fraqueza. As autoridades, por sua vez, optaram por não anunciar novos estímulos relevantes ao longo do período.



## TARKUS

No Brasil, os dados divulgados ao longo do segundo semestre reforçaram a percepção de desaceleração gradual da atividade econômica. Os sinais iniciais, mais concentrados em setores cíclicos, passaram a se tornar mais evidentes de forma agregada ao longo do período, com dados de crédito, vendas no varejo, consumo de serviços e produção industrial sugerindo um crescimento mais modesto no último trimestre do ano. O canal de crédito mostrou-se mais restritivo, contribuindo para a moderação do consumo das famílias, enquanto o mercado de trabalho, apesar de ainda resiliente, seguiu sem sinais claros de afrouxamento, sustentado pela forte geração de emprego formal e pela queda da taxa de desemprego. Do lado fiscal, a desaceleração da atividade passou a impactar de forma mais visível a arrecadação, ainda que dentro do esperado, e o governo deve encerrar o ano com um resultado primário entre o limite inferior e o centro da meta. Ao longo do semestre, avançou também na recomposição de medidas voltadas ao fortalecimento da arrecadação para 2026.

No setor externo, as negociações comerciais entre Brasil e Estados Unidos evoluíram de forma mais favorável ao longo do semestre. Após o anúncio inicial de tarifas elevadas, sucessivas rodadas de isenções reduziram de forma relevante o impacto potencial sobre a pauta exportadora brasileira, incluindo produtos de grande relevância, como carne bovina e café. Esse movimento contribuiu para melhorar as perspectivas da balança comercial nos próximos trimestres e reduziu os riscos associados às barreiras comerciais anunciadas anteriormente.

No campo inflacionário, o semestre foi marcado por uma melhora significativa. A inflação corrente surpreendeu positivamente de forma recorrente, com destaque para o comportamento benigno dos preços de alimentação e para a melhora qualitativa dos núcleos. A inflação de bens manteve-se contida, beneficiada pela apreciação cambial observada ao longo do

ano e pelo aumento das importações de bens manufaturados, especialmente da China. Em contrapartida, a inflação de serviços seguiu apresentando maior resiliência, refletindo um mercado de trabalho ainda aquecido. Esse conjunto de fatores permitiu revisões relevantes para baixo das projeções para o IPCA de 2025, que deve encerrar o ano próximo de 4,3%, dentro do teto da meta. Ainda assim, as expectativas de inflação em horizontes mais longos permaneceram desancoradas, o que seguiu sendo um ponto de atenção relevante para a autoridade monetária.

Nesse contexto, o Banco Central manteve a taxa Selic em 15% ao longo do semestre. Na reta final do ano, o Copom passou a reconhecer de forma mais clara a desaceleração em curso da economia e promoveu ajustes marginais em suas projeções para o horizonte relevante. As alterações recentes na comunicação sinalizaram a possibilidade de um corte no primeiro trimestre de 2026, ainda que as projeções divulgadas no Relatório de Política Monetária tenham vindo acima do esperado pelo mercado, refletindo uma postura que combina maior abertura para flexibilização com cautela adicional.

Embora bem-vindos, receamos que os cortes de juros esperados pelo mercado não irão gerar um grande alívio na rentabilidade das empresas. O mercado espera uma taxa do CDI de 13,70% no acumulado de 2026, contra o CDI realizado de 14,31% em 2025. Como podemos observar no Gráfico 1, o nível de endividamento das empresas brasileiras está em patamares historicamente elevados (nesta análise, utilizamos o indicador Dívida Líquida/Receita Líquida para manter a comparabilidade temporal e evitar os vários ajustes utilizados no cálculo do EBITDA).

## TARKUS

GRÁFICO 1

## DÍVIDA LÍQUIDA/RECEITA LÍQUIDA

(IBX100 Ex Petrobras, Vale e Empresas Financeiras)

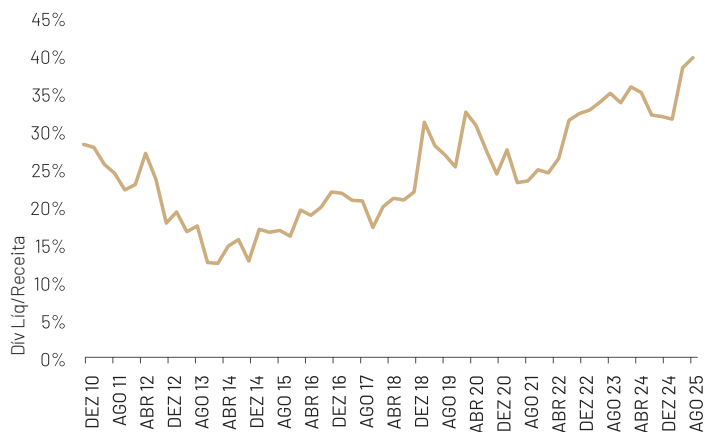
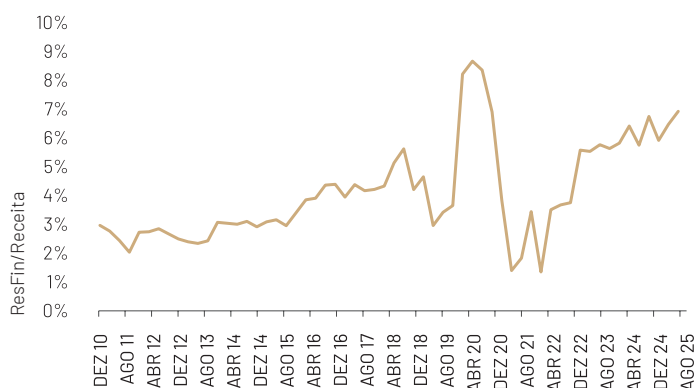


GRÁFICO 2

## RESULTADO FINANCEIRO/RECEITA LÍQUIDA

(IBX100 Ex Petrobras, Vale e Empresas Financeiras)



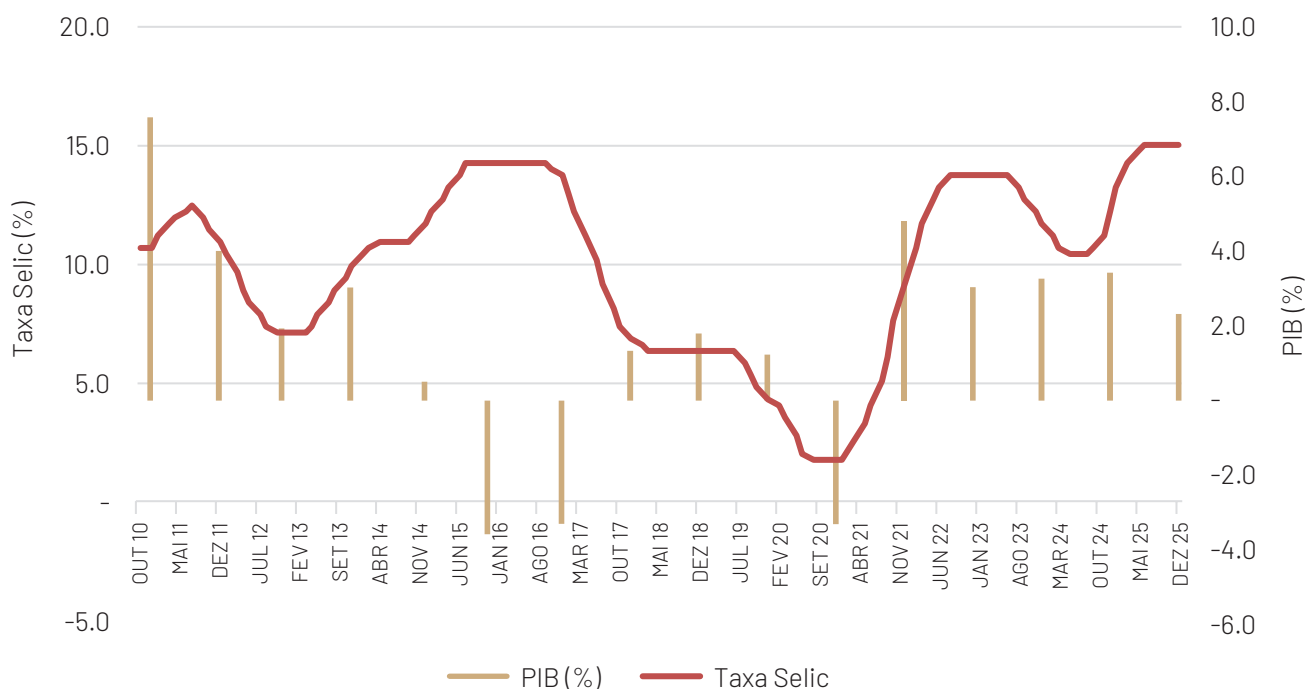
Fonte: Comdinheiro; Elaboração: Kapitalo Investimentos.

As despesas financeiras também estão em patamar historicamente elevado, apesar da recente valorização do real e da queda dos spreads de crédito devido aos instrumentos de dívida incentivados.

Apesar da recente alta dos juros, ainda não observamos uma queda relevante no PIB. Isso torna o momento atual ainda mais perigoso, pois as empresas estão com níveis elevados de dívida e despesa financeira em relação às receitas, em um ambiente em que essas receitas ainda podem desacelerar devido ao efeito defasado do aumento dos juros.

GRÁFICO 3

## TAXA SELIC E CRESCIMENTO DO PIB



Fonte: Comdinheiro; Elaboração: Kapitalo Investimentos.

<sup>1</sup> Contrato DI Futuro Vencimento Janeiro/2027.

TARKUS

Entramos então na discussão sobre as eleições deste ano e o seu efeito na construção de carteiras. Como mostramos acima, a foto atual do balanço das empresas listadas recomenda cautela na alocação em empresas alavancadas, pois a continuidade da política fiscal atual e o consequente elevado nível de juros serão fatores destruidores de valor relevante ao longo dos próximos anos. Caso tenhamos uma mudança relevante na política fiscal, o mercado deveria olhar mais adiante e desconsiderar os resultados fracos de 2026 e, potencialmente, em 2027.

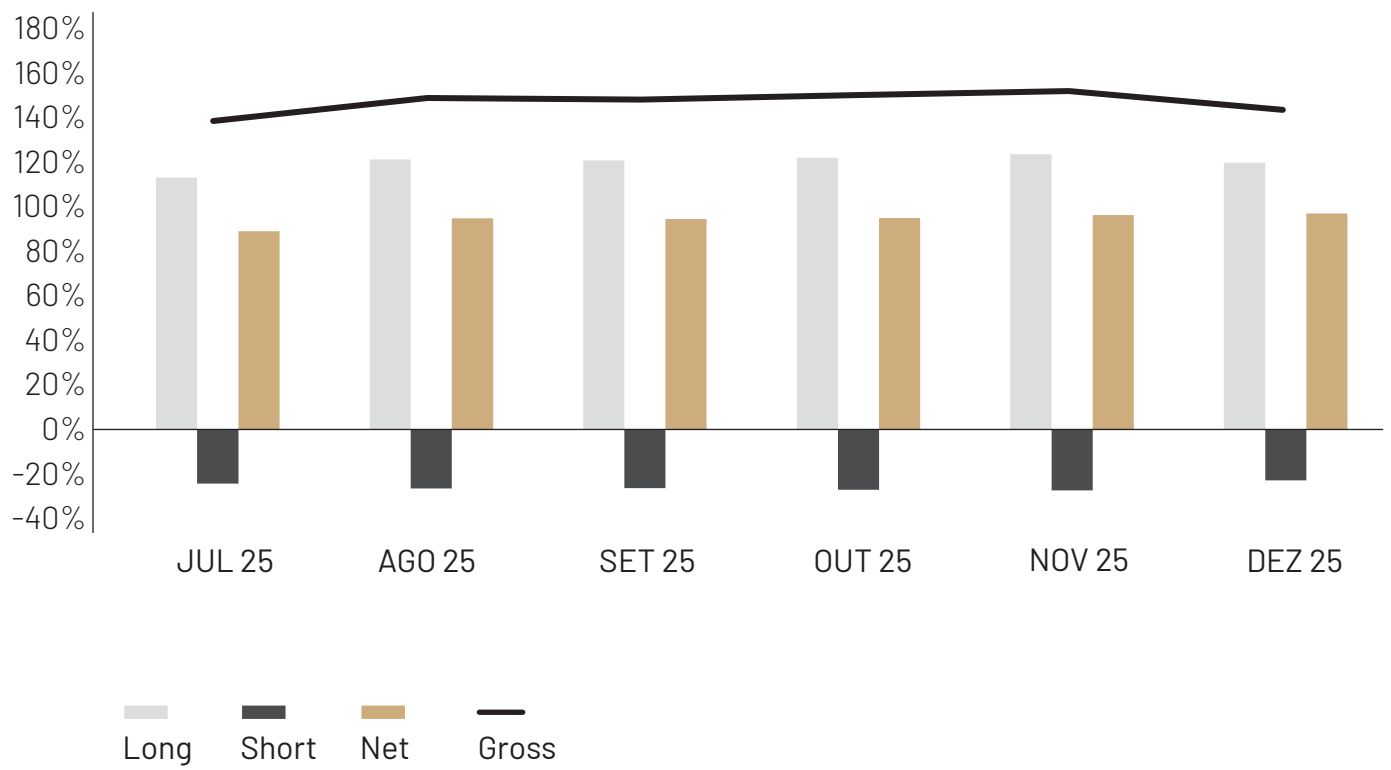
O ajuste fiscal iniciaria um ciclo virtuoso com queda dos juros e de prêmios de risco que pode proporcionar ganhos relevantes aos ativos brasileiros. No momento, ainda vemos a possibilidade de mudança de rumo da política econômica tão provável quanto sua manutenção, ou seja, por volta de 50%, por isso seguimos privilegiando empresas desalavancadas e voltadas para a demanda externa em nosso portfólio.

PARTE I

RESULTADOS DO PERÍODO

No segundo semestre de 2025 o **Kapitalo Tarkus** rendeu 29,40% contra uma alta do Ibovespa de 16,04% no mesmo período. Desde o início, o fundo rendeu 233,20% versus 116,83% do Ibovespa.

Ao longo do semestre, o **Kapitalo Tarkus** manteve uma exposição líquida média de 95,80%, fruto de uma posição média comprada de 121,90% e uma posição média vendida de -26,09%. A evolução dessas posições ao longo dos meses pode ser observada no gráfico abaixo:



TARKUS

O *tracking error*, ou seja, o desvio padrão dos retornos do fundo em relação ao Ibovespa foi de 15,76%. 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.

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 2º semestre de 2025 o *information ratio* do **Kapitalo Tarkus** foi de 1,75. A tabela abaixo sintetiza os resultados deste semestre:

| DATA                                             | RENTABILIDADE MÊS | IBOV MÊS | DIFERENÇA |
|--------------------------------------------------|-------------------|----------|-----------|
| JUL 25                                           | -0,04%            | -4,17%   | 4,13%     |
| AGO 25                                           | 5,15%             | 6,28%    | -1,13%    |
| SET 25                                           | 5,24%             | 3,40%    | 1,83%     |
| OUT 25                                           | 0,95%             | 2,26%    | -1,31%    |
| NOV 25                                           | 4,45%             | 6,37%    | -1,92%    |
| DEZ 25                                           | 10,95%            | 1,29%    | 9,66%     |
| RETORNO ACUMULADO<br>(01/07/2025 até 31/12/2025) | 29,40%            | 16,04%   | 13,36%    |

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*<br>PORTFÓLIO | IBOVESPA       | RETORNO ACIMA DO IBOV ** |
|------------------------|-------------------------|----------------|--------------------------|
| BANCOS                 | 4,96%                   | 22,03%         | 0,63%                    |
| BENS DE CAPITAL        | -0,64%                  | 3,24%          | 0,39%                    |
| CONSTRUÇÃO             | -2,17%                  | 0,82%          | -0,28%                   |
| CONSUMO                | 3,31%                   | 6,17%          | 0,69%                    |
| EDUCAÇÃO               | -0,72%                  | 0,40%          | 0,50%                    |
| SAÚDE                  | 5,86%                   | 3,95%          | -3,74%                   |
| MINERAÇÃO & SIDERURGIA | 51,49%                  | 15,40%         | 15,36%                   |
| PETRÓLEO & GÁS         | 11,58%                  | 13,52%         | 1,74%                    |
| PAPEL & CELULOSE       | 8,57%                   | 2,03%          | -0,90%                   |
| SERVIÇOS FINANCEIROS   | 4,07%                   | 4,98%          | -1,71%                   |
| SHOPPINGS              | -0,70%                  | 1,29%          | -0,04%                   |
| TECNOLOGIA             | -0,32%                  | 1,09%          | 0,30%                    |
| TELECOM                | -                       | 1,76%          | 0,18%                    |
| TRANSPORTE & LOGÍSTICA | 18,08%                  | 6,08%          | 1,58%                    |
| UTILIDADE PÚBLICA      | -4,04%                  | 17,24%         | -2,24%                   |
| FUTUROS/ETF            | -0,96%                  | -              | 3,74%                    |
| CAIXA                  | 13,13%                  |                | -0,06%                   |
| DESPESAS               |                         |                | 0,00%                    |
| <b>TOTAL</b>           | <b>111,51%</b>          | <b>100,00%</b> | <b>16,16%</b>            |
| DESPESAS FIC           |                         |                | -2,81%                   |
| <b>TOTAL</b>           |                         |                | <b>13,36%</b>            |

\*Exposição em 31/12/2025 / \*\*Período de Análise: 01/07/2025 até 31/12/2025

Como podemos observar, os setores de Mineração & Siderurgia, Petróleo & Gás e Transporte & Logística contribuíram positivamente para o desempenho relativo do fundo contra o Ibovespa no semestre, enquanto os setores de Saúde, Elétricas & Saneamento e Serviços Financeiros contribuíram negativamente. O posicionamento em Mineração & Siderurgia foi acima do Ibovespa, com posição comprada em mineradoras de ouro e cobre. Em Petróleo & Gás, mantivemos posição abaixo do peso do Ibovespa em estatal integrada de petróleo. Em Transporte & Logística mantivemos posição

comprada em fabricante de aeronaves. Já as nossas alocações no setor de Saúde foram os principais detratores de rentabilidade, principalmente pela posição comprada em operadora de saúde. Em Utilidade Pública, posição vendida em empresa focada em geração e transmissão de energia 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.



**KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA**

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