

## Principais Eventos

### Azimut Global Network



## Renda Fixa Global: de Downing Street ao Capitólio, passando por Ormuz

- Os mercados globais de renda fixa estão passando por um forte ajuste, impulsionado pelas consequências inflacionárias do conflito no Irã, além de fatores idiossincráticos.
- No Reino Unido, o governo de Keir Starmer enfrenta crescente pressão após uma derrota expressiva nas eleições locais. As expectativas de uma política fiscal mais expansionista sob um possível novo primeiro-ministro têm incomodado os investidores, provocando uma forte reprecificação dos ativos financeiros britânicos.
- De forma mais ampla, os mercados globais de renda fixa vêm sofrendo pressão crescente diante da combinação de fatores estruturais, incluindo preços elevados de energia, déficits fiscais persistentemente altos e a reversão dos programas de quantitative easing pelos principais bancos centrais.

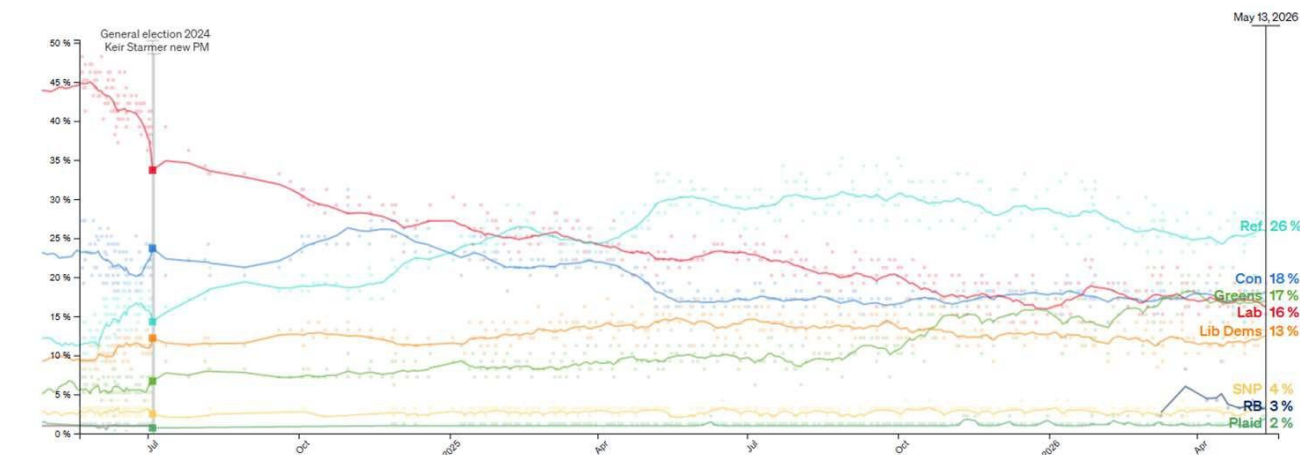
Os mercados globais de bonds estão passando por um ajuste relevante, agravado pelas repercussões inflacionárias da guerra no Irã e, em alguns casos, por desenvolvimentos domésticos específicos. A primeira parte deste relatório analisa o Reino Unido como estudo de caso, enquanto a segunda amplia a discussão para mudanças estruturais de longo prazo que vêm impactando o cenário macroeconômico global.

### Reino Unido: guerra e instabilidade política encontram a “memória muscular” do mercado

No Reino Unido, o governo do primeiro-ministro Keir Starmer enfrenta crescente pressão após um desempenho desastroso nas eleições locais e regionais, com o Partido Trabalhista perdendo apoio tanto para o Reform UK, de Nigel Farage, à direita, quanto para o Partido Verde, à esquerda.

Essa instabilidade abriu espaço para que o prefeito da Grande Manchester, Andy Burnham, iniciasse uma movimentação paralela em direção à liderança do partido. Para desafiar Starmer diretamente, Burnham precisaria primeiro se tornar membro do Parlamento. Para viabilizar isso, o deputado trabalhista Josh Simons concordou em deixar sua cadeira no distrito de Makerfield, provocando uma eleição suplementar marcada para 18 de junho. A vitória de Burnham, contudo, está longe de ser garantida, já que o Reform UK obteve quase 50% dos votos nas regiões sobrepostas ao distrito nas eleições locais recentes.

#### UK Voting Intentions: Labor Party lost over half of its consensus in one year



Caso Burnham vença a eleição suplementar e assuma uma cadeira na Câmara dos Comuns, 20% dos parlamentares do Partido Trabalhista (81 MPs) precisariam apoiar formalmente um desafio à liderança para desencadear uma disputa interna, assumindo que Starmer se recusasse a renunciar voluntariamente. Burnham então competiria contra Keir Starmer e outros possíveis candidatos, como Wes Streeting e Angela Rayner. Aliados de Burnham vêm pressionando agressivamente por um cronograma que permita sua chegada ao cargo de primeiro-ministro antes da conferência do Partido Trabalhista, marcada para setembro, em Liverpool.

Assim que a possibilidade de um governo liderado por Burnham passou a ser considerada viável, os ativos financeiros britânicos — especialmente os Gilts — sofreram forte pressão vendedora. Os yields dos Gilts de 10 anos ultrapassaram 5,1%, atingindo os níveis mais altos desde 2008, enquanto os yields de 30 anos alcançaram patamares não vistos desde 1998. Embora a agenda de Burnham, marcada por renacionalizações em larga escala e investimentos locais substanciais, tenha sido um dos gatilhos para o movimento, foi sua declaração de que o Reino Unido estava “refém dos mercados de títulos” que mais assustou os investidores.

Com a instabilidade financeira passando a ser associada à sua possível liderança, Burnham rapidamente recuou no discurso, buscando acalmar os mercados ao reafirmar compromisso com os atuais limites de endividamento do governo, conhecidos como regras fiscais. Os Gilts recuperaram parte das perdas anteriores, ajudados também por uma divulgação de inflação abaixo do esperado.

Além de evidenciar questões domésticas idiossincráticas e o efeito persistente da crise de LDI no Reino Unido em 2022 sobre a “memória muscular” dos investidores, o movimento negativo dos Gilts também representa uma manifestação de uma tendência mais ampla que vem afetando o mercado global de títulos soberanos, conforme discutido na próxima seção.

#### Bonds Globais: yields atrativos versus ventos contrários estruturais

A turbulência nos Gilts britânicos ocorre em meio a um contexto mais amplo de crescente pressão sobre os títulos soberanos globais. A média equiponderada dos yields de 10 anos das principais economias desenvolvidas (EUA, Japão, Reino Unido, Alemanha, França, Itália, Austrália e Suíça) atingiu níveis vistos pela última vez em 2010.

Embora o gatilho mais recente para a alta dos yields tenha sido o impacto inflacionário decorrente do fechamento do Estreito de Ormuz, a forte reprecificação observada nos mercados globais de bonds ao longo dos últimos anos reflete a convergência de diversos fatores estruturais.

As respostas de governos e bancos centrais, primeiro à pandemia da Covid-19 e depois ao conflito entre Rússia e Ucrânia, remodelaram várias das estruturas fundamentais às quais os mercados financeiros haviam se acostumado.

Os mercados deixaram para trás o chamado “Novo Normal” e migraram para aquilo que nós, da Azimut, chamamos de economia DART (Desglobalização & Gastos com Defesa, IA, Redistribuição e Transição Energética). Se a principal característica do Novo Normal era o amplo uso de estímulos monetários — frequentemente por meio da compra de títulos públicos — para sustentar uma inflação persistentemente baixa, o regime atual é marcado pelo uso disseminado de expansão fiscal como ferramenta de suporte à atividade econômica.

Essa transição alterou drasticamente o cenário de investimentos, invalidando algumas “verdades dogmáticas” de longa data, como a correlação negativa entre ações e títulos soberanos e, principalmente, permitindo que o “gênio da inflação escapasse da garrafa”.

Equal-weighted average of 10-year yields for a basket of major developed sovereign markets



Fonte: Bloomberg, Azimut elaboration

A desglobalização e o friend-shoring também contribuíram para reverter a tendência desinflacionária iniciada com a entrada da China na OMC. Além disso, o aumento substancial da oferta de títulos públicos necessário para financiar a expansão fiscal coincidiu com uma redução da demanda por parte dos bancos centrais, que migraram do Quantitative Easing para o Quantitative Tightening.

De forma mais ampla, a demanda de gestores de reservas também diminuiu, à medida que compras de títulos soberanos — predominantemente Treasuries americanos — vêm sendo substituídas por ativos alternativos, como o ouro. Mais recentemente, o forte aumento do endividamento corporativo destinado a financiar o ciclo de CapEx em IA das hyperscalers passou a exercer pressão adicional sobre a duration global. A combinação desses fatores tem levado investidores a exigir yields e prêmios de risco mais elevados para financiar emissores soberanos.

Diante desse cenário, os bonds globais estariam condenados a um cenário estruturalmente negativo? Em nossa visão, não.

No curto prazo, uma desescalada do conflito no Irã e a normalização dos fluxos de energia alterariam a distribuição de riscos em torno das trajetórias de política monetária, criando um vetor favorável para os bonds globais.

Mesmo em um cenário de nova escalada, embora os títulos globais provavelmente fossem impactados negativamente, o risco de queda seria significativamente mais limitado em comparação ao episódio de 2021–2022, por diversos fatores, entre eles:

- Um ponto de partida substancialmente mais elevado para as taxas de juros de política monetária (por exemplo, o Fed Funds está atualmente em 3,75%, contra 0,25% em 2021; as taxas do BCE estão em 2,0%, versus -0,5% em 2021);
- Um ponto de partida mais baixo para a inflação (o PCE dos EUA está atualmente em 3,2%, contra mais de 5% no fim de 2021; a inflação ao consumidor da Zona do Euro está em 3,0%, versus 5,0% no fim de 2021 e acima de 10% no 4T22);
- Uma política fiscal menos expansionista (o déficit dos EUA atingiu 14,5% do PIB em 2020, contra cerca de 6% atualmente; cenário semelhante é observado na Zona do Euro, dependendo do país);
- A natureza distinta do choque: a fase inicial da explosão inflacionária de 2021–2022 foi impulsionada por um choque de demanda, desencadeado pela reabertura das economias globais após a pandemia. Foi a eclosão da guerra entre Rússia e Ucrânia, em fevereiro de 2022, que intensificou ainda mais a inflação, adicionando gargalos de oferta ao ambiente já pressionado. O choque atual, por outro lado, é predominantemente de oferta e ocorre em um contexto de atividade econômica moderada, com exceção de alguns focos de crescimento extraordinário concentrados principalmente em torno da IA.

Em resumo, esses fatores apontam para uma função de reação menos agressiva dos bancos centrais em comparação ao período de 2021–2022, mesmo em um ambiente de disrupção persistente nos fluxos de energia.

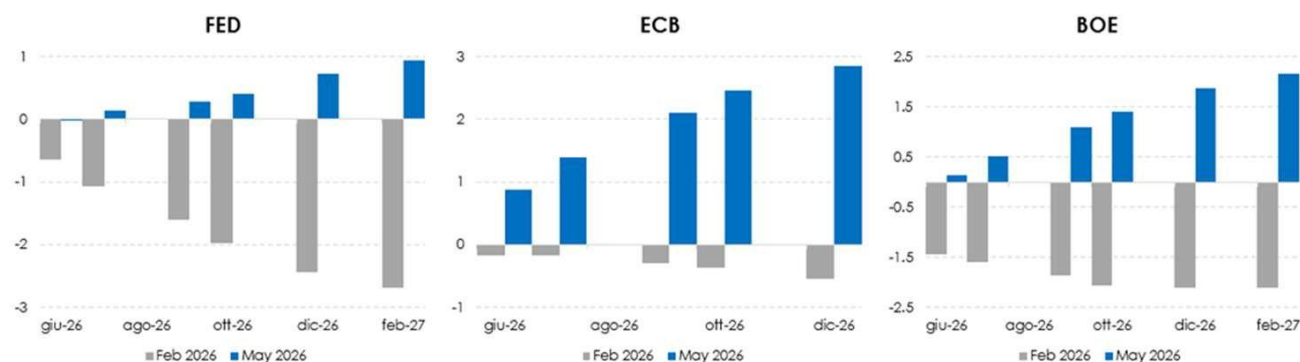
Além do risco de queda mais limitado, diversos outros fatores também sustentam, em nossa visão, uma perspectiva construtiva para os bonds globais.

Em primeiro lugar, as valuations: os níveis atuais de yields oferecem um ponto de entrada atrativo, enquanto as curvas forward de longo prazo continuam indicando títulos baratos em diferentes geografias, com destaque para países como Reino Unido e Japão.

Em segundo lugar, as expectativas de um choque energético já provocaram uma forte reprecificação das trajetórias de política monetária dos bancos centrais. Os mercados de swaps passaram de um cenário que precisava cortes de juros nos EUA e no Reino Unido para um ambiente que agora incorpora altas de juros entre os principais bancos centrais. Atualmente, os mercados projetam aproximadamente uma alta do Fed, duas altas do Banco da Inglaterra (BoE) e três altas do BCE até o fim do ano.

Além disso, em média, os níveis atuais de yields oferecem um colchão de proteção capaz de compensar movimentos adversos nas taxas de juros, especialmente nos títulos de vencimento mais curto.

Number of rate hikes/cuts expectation for FED, ECB and BOE before and after the beginning of the war in Iran



Fonte: Bloomberg, Azimut elaboration

Além disso, embora os bonds tenham apresentado desempenho fraco como instrumento de diversificação de portfólio em períodos inflacionários, eles continuam sendo capazes de entregar retornos positivos e negativamente correlacionados em momentos de estresse motivados por preocupações com crescimento econômico. Episódios recentes — como a crise dos bancos regionais americanos em 2023 (com forte rally dos Treasuries), o período pós “Liberation Day” no ano passado (com rally dos Bunds alemães) e o episódio de estresse em Private Credit neste ano (que impulsionou a duration global) — fornecem evidências favoráveis nesse sentido.

Esses precedentes reforçam a tese de manter exposição a bonds caso os desdobramentos do conflito no Irã resultem em desaceleração da atividade econômica e revisões baixistas para as expectativas de crescimento. Ainda assim, diversificação e qualidade serão fundamentais, já que esses episódios mostraram que a dispersão de performance entre diferentes mercados de renda fixa pode ser extremamente elevada.

Além disso, as expectativas de inflação seguem bem ancoradas, uma vez que a recente alta dos yields globais foi impulsionada principalmente pelos juros reais. Nesse contexto, a narrativa predominante de um iminente “milagre de produtividade” impulsionado pela IA tem ajudado a conter as expectativas inflacionárias. Os níveis atuais de crescimento da oferta monetária nas principais economias também permanecem consistentes com pressões inflacionárias moderadas.

Adicionalmente, o posicionamento dos investidores revela uma forte sobrecompra em ações e uma expressiva sobrevida em bonds, sugerindo amplo espaço para um rebalanceamento favorável à renda fixa.

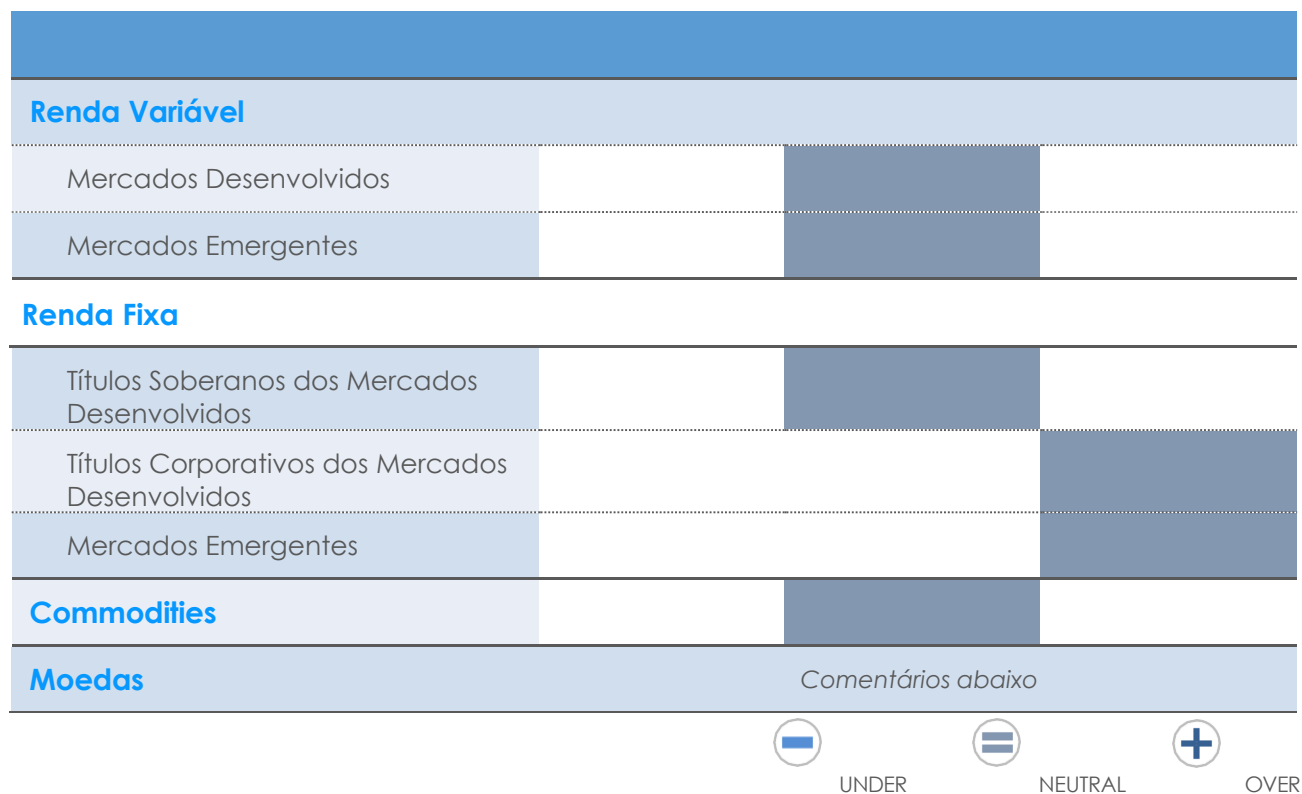
Por fim, governos e bancos centrais ao redor do mundo começaram — e provavelmente continuarão — implementando reformas regulatórias destinadas a criar demanda adicional por títulos soberanos domésticos. Em novembro de 2025, os Estados Unidos aprovaram uma reforma da Supplementary Leverage Ratio (SLR), liberando espaço nos balanços bancários para ampliar compras de Treasuries. Da mesma forma, o GENIUS Act dos EUA (julho de 2025) aumentou a demanda por Treasuries de curto prazo ao exigir que emissores de stablecoins mantenham lastro integral em ativos líquidos de alta qualidade.

Iniciativas recentes em outros países, como o Canada Strong Fund, lançado em abril de 2026, e o UK Pension Scheme Act 2026, seguem a mesma direção, incentivando investimentos em ativos domésticos. Vale destacar também que bancos centrais ainda engajados na redução de seus balanços — como BCE e Banco da Inglaterra — podem interromper os programas de Quantitative Tightening.

Em conclusão, apesar da combinação de fatores transitórios e estruturais que alteraram o cenário para os bonds globais, os níveis atuais de yields oferecem uma proposta atrativa para investidores dispostos a adotar uma visão de médio e longo prazo para o segmento. A diversificação geográfica permanece um componente essencial para geração de retornos, tanto em termos absolutos quanto ajustados ao risco.

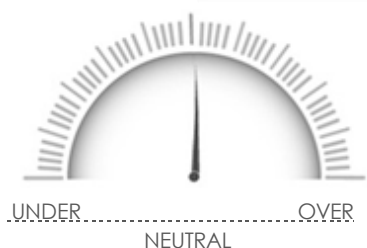
Em relação aos prazos, embora títulos de vencimento mais curto apresentem risco de desvalorização mais limitado, investidores também devem considerar exposição a bonds mais longos como forma de travar yields elevados — próximos dos picos do ciclo — por um período prolongado.

## Asset Allocation – Visão Geral



## Renda Variável

### Mercados Desenvolvidos



Mantivemos nossa recomendação **Neutra**. Os mercados acionários seguem sendo sustentados por diversos fatores. O recente avanço da inflação está impulsionando o PIB nominal para níveis elevados, próximos de um dígito alto. Isso se traduz em uma perspectiva mais forte para o crescimento dos lucros por ação (EPS), que já vinham apresentando expansão em ritmo excepcional mesmo sem o impulso inflacionário.

O efeito riqueza, o forte momentum, a ampla liquidez e a recomposição de posições por investidores que estavam vendidos no fundo de março também vêm contribuindo para a alta dos mercados.

Ainda existem preocupações em relação a uma possível correção no curto prazo, que não pode ser descartada diante da velocidade da recuperação recente. Caso essa correção ocorra, porém, ela deve representar uma oportunidade de compra, desde que o crescimento econômico permaneça sólido.

US



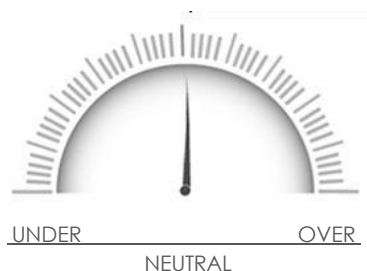
Europe



Japan



### Mercados Emergentes



Reafirmamos nossa posição **Neutra**. As mesmas considerações destacadas para os mercados desenvolvidos também se aplicam aos mercados emergentes, que ainda negociam a valuations mais descontadas, aumentando sua atratividade relativa. Muitos desses países também possuem reservas substanciais e são exportadores líquidos de commodities, posicionando-se de forma favorável para se beneficiar da contínua alta nos preços das matérias-primas.

Por fim, os mercados emergentes apresentam o maior potencial de recuperação caso o conflito perca intensidade e o Estreito de Ormuz seja reaberto — especialmente a Ásia, região mais dependente das importações que transitam por esse importante corredor estratégico.

Asia ex-Japan



EEMEA



LATAM





## Renda Fixa

### Títulos Soberanos dos Mercados Desenvolvidos



Mantemos nossa recomendação **Neutra**. Após as fortes altas registradas nas últimas semanas, as curvas globais de juros já atingiram níveis que, em grande medida, precificam os diferentes cenários adversos que podem impactar os bonds — incluindo novas pressões inflacionárias decorrentes da guerra no Irã, instabilidade política, deterioração fiscal e retirada de liquidez por parte dos bancos centrais, conforme discutido na seção de abertura deste relatório.

Ainda assim, algum grau de cautela segue sendo necessário diante do risco de uma nova escalada das tensões no Irã..

UNDER                      OVER  
NEUTRAL

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



### Títulos Corporativos dos Mercados Desenvolvidos



Elevamos nossa recomendação **Ligeiramente Sobrecomprada**. A busca por rendimento continua intensa, impulsionada pela ampla liquidez, com os spreads recuando para níveis abaixo daqueles observados no fim de fevereiro (pré-guerra) e novamente se aproximando das mínimas históricas. No entanto, graças à alta das taxas livres de risco, conforme mencionado anteriormente, os yields até o vencimento seguem atrativos e significativamente acima dos níveis registrados no início do ano. Se o crescimento global continuar demonstrando resiliência, não há motivo para adotar uma postura excessivamente cautelosa ou sair prematuramente do mercado. Dentro do segmento de crédito, seguimos preferindo bonds investment grade em relação aos títulos high yield.

UNDER                      OVER  
NEUTRAL

IG Europe



IG US



HY Europe



HY US



### Mercados Emergentes



Da mesma forma, elevamos nossa recomendação **Ligeiramente Sobrecomprada**. Os motivos são os mesmos destacados anteriormente para os bonds corporativos de mercados desenvolvidos.

UNDER                      OVER  
NEUTRAL

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY





## Commodities



UNDER NEUTRAL OVER

Mantemos nossa recomendação **Neutra** para Commodities. Seguimos cautelosos em relação aos metais preciosos, diante dos ventos contrários provenientes das vendas por parte dos bancos centrais e da possibilidade de investidores que acumularam posições ao longo do último ano — atraídos pelo desempenho significativamente superior em relação a outras classes de ativos — começarem a migrar novamente para ações de tecnologia, que vêm registrando alta consistente nas últimas semanas.

No médio e longo prazo, entretanto, nossa visão permanece positiva. Em relação aos metais industriais, mantemos uma postura mais otimista, impulsionada pela crescente competição por matérias-primas essenciais.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Moedas

Mantivemos nossa recomendação **Neutra** para o dólar americano. Por um lado, a moeda pode se fortalecer à medida que o diferencial de juros se amplia em favor dos Estados Unidos. Por outro, o dólar pode enfraquecer caso o conflito no Irã seja resolvido, reduzindo as tensões geopolíticas.

A visão para o euro também permanece **Neutra**. A deterioração das perspectivas de crescimento na zona do euro aponta para uma possível desvalorização da moeda, mas a aparente determinação do BCE em elevar os juros, apesar da fragilidade econômica, pode atuar como fator de compensação.

Mantivemos nossa recomendação para o renminbi chinês em **Neutro com viés positivo**.

A perspectiva para as demais moedas de mercados emergentes também foi mantida em **Neutra com viés positivo**, com preferência pelas moedas de países exportadores líquidos de commodities energéticas.

Euro



USD



CNY



Other EM



As informações contidas neste documento são confidenciais e proprietárias, destinadas apenas ao uso do destinatário. Os materiais não podem ser reproduzidos, distribuídos ou utilizados para quaisquer outros fins. As informações aqui contidas não são completas e não incluem certas informações materiais sobre os investimentos descritos neste documento, incluindo divulgações importantes e fatores de risco associados a esses investimentos, e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Este documento não é destinado a ser, nem deve ser interpretado ou utilizado como, uma oferta para vender, ou uma solicitação de qualquer oferta para comprar, ações ou interesses de sócios limitados em quaisquer fundos geridos pela Azimut Investments S.A. Se alguma oferta for feita, ela será de acordo com um Prospecto definitivo / Memorando de Colocação Privada / Memorando de Oferta preparado por ou em nome de um fundo específico que contenha informações detalhadas sobre os termos de investimento e os riscos, taxas e despesas associados a um investimento nesse fundo.

Além disso, as informações sobre tendências de mercado contidas neste documento foram preparadas por ou em nome da Azimut Investments S.A. e não foram auditadas ou verificadas de forma independente. Os retornos dos investimentos podem variar materialmente em relação aos objetivos e/ou metas declarados, de modo que os investidores podem ter um ganho ou uma perda ao resgatar seu investimento. Assim como em qualquer investimento (veículo), o desempenho passado não pode garantir qualquer nível de resultados futuros. As declarações prospectivas constituem a opinião da Azimut Investments S.A. e não garantem qualquer resultado ou desempenho específico.

Todos os investimentos envolvem riscos substanciais. A lucratividade e o retorno dos investimentos dependem de inúmeros fatores, que podem incluir a gestão ativa de valores mobiliários em mercados globais.

As opiniões expressas são opiniões atuais na data que aparece neste material apenas. As informações fornecidas nestes materiais são ilustrativas e nenhuma garantia pode ser fornecida de que qualquer um dos eventos futuros mencionados aqui (incluindo retornos ou resultados de desempenho projetados ou estimados) ocorrerá nos termos contemplados neste documento ou de forma alguma. Embora os dados contidos aqui tenham sido preparados a partir de informações que a Azimut Investments S.A. acredita serem confiáveis, a Azimut Investments S.A. não garante a precisão ou completude de tais informações. Os gestores subjacentes utilizados pela Azimut Investments S.A. em suas carteiras estão sujeitos a mudanças no futuro e é provável que gerentes adicionais sejam adicionados à carteira.