

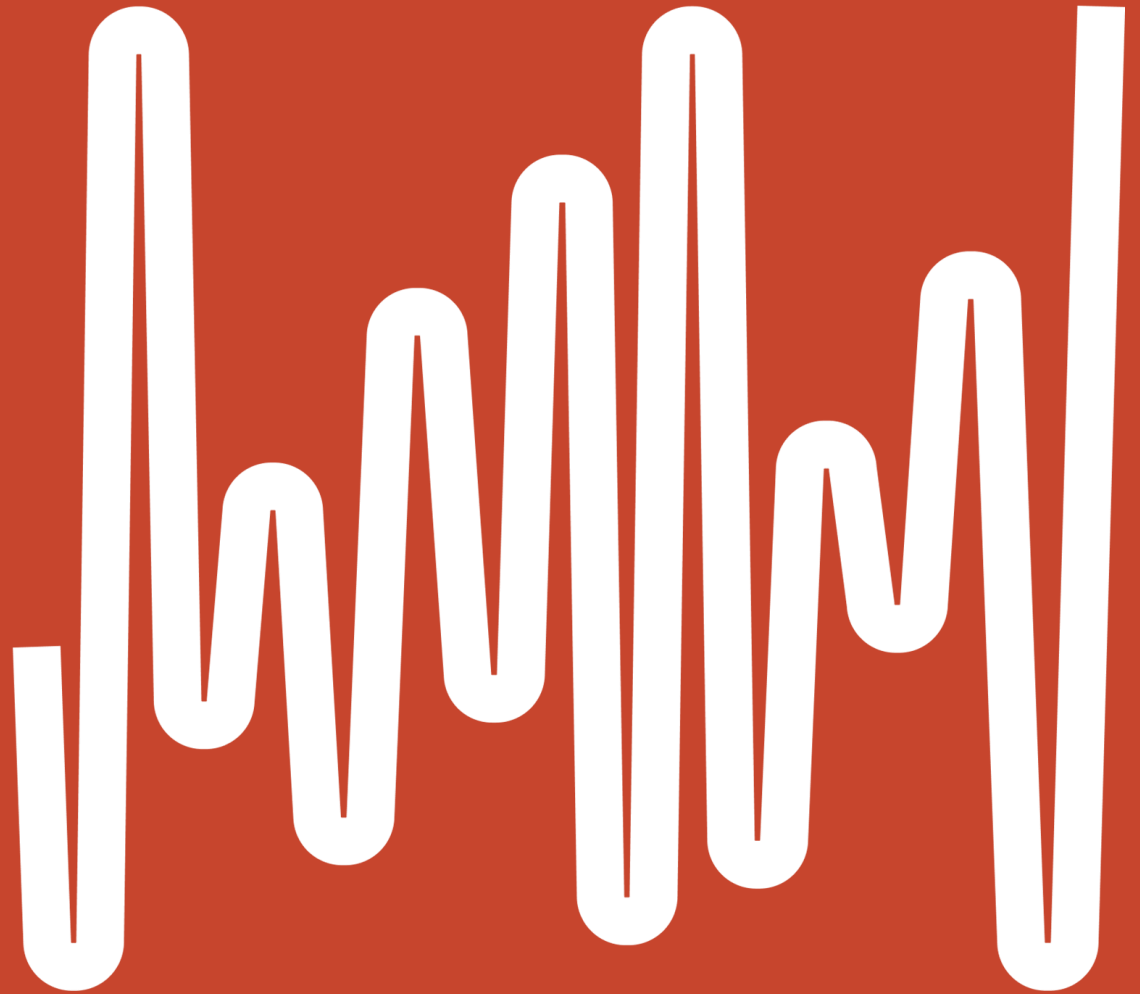


Call Semanal



03 de novembro de 2025

Global



EUA/CHINA

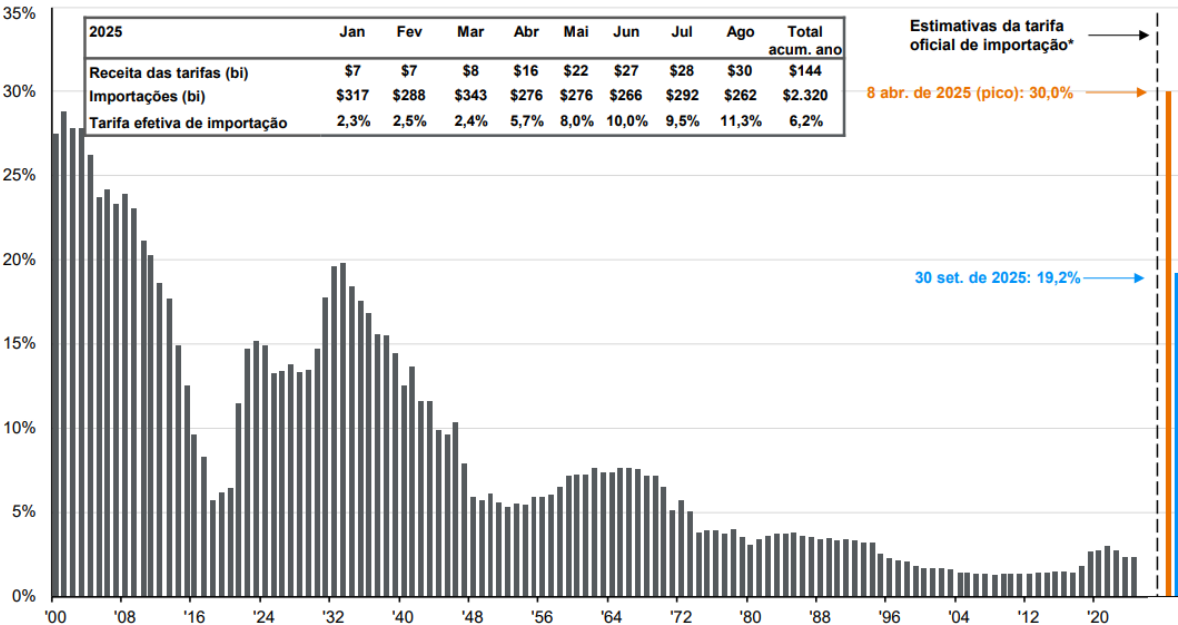
Donald Trump concordou com o presidente chinês, Xi Jinping, em reduzir as tarifas sobre a China de 57% para 47% em troca de Pequim reprimir o comércio ilícito de fentanil, retomar as compras de soja dos EUA e manter o fluxo de exportações de terras raras. Entre os principais parceiros comerciais dos EUA, apenas o Brasil e a Índia ainda estão sujeitos a tarifas mais altas.



Tarifas

Tarifa média sobre bens importados pelos Estados Unidos

Taxas cobradas / valor total dos bens importados para consumo, 1900-2024

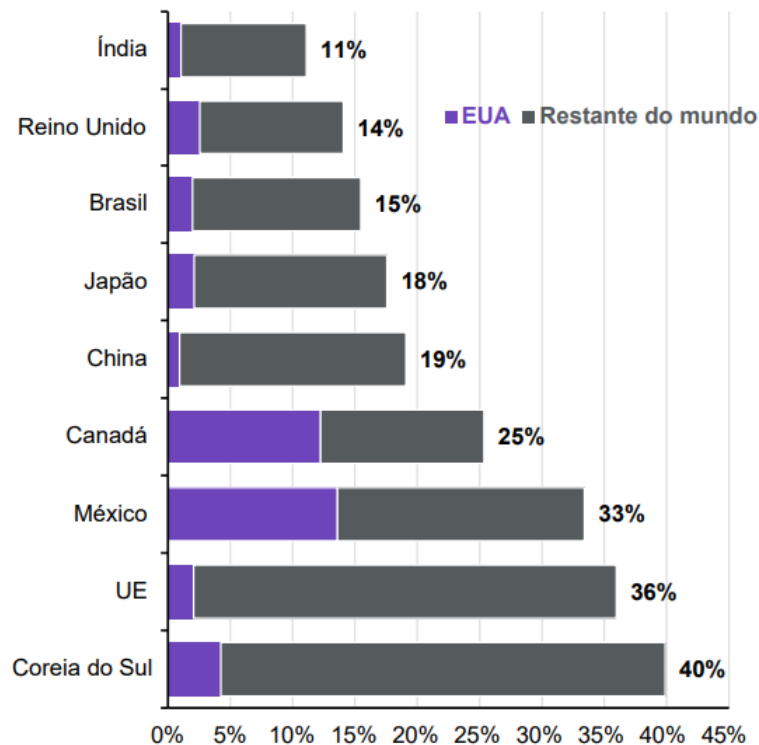


Fonte: U.S. Census Bureau, U.S. Department of Treasury, U.S. International Trade Commission, J.P. Morgan Asset Management.
Somente para ilustração. A média ponderada estimada da tarifa oficial de importação dos EUA inclui todas as tarifas atualmente em vigor, não anunciadas. Importações para consumo: bens trazidos para o país para uso direto ou venda no mercado local. *Os números são baseados nos níveis de importação de 2024 e consideram que não há mudança na demanda devido ao aumento nas tarifas. Os valores da receita com tarifas de importação são do Monthly Treasury Statement. Os valores de importações incluídos na tabela são do U.S. Census Bureau. Estimativas, projeções e outras considerações futuras são baseadas em crenças e expectativas correntes. Servem somente para ilustração e indicam o que pode acontecer. Dadas as incertezas e os riscos associados a estimativas, projeções ou outras declarações prospectivas, os eventos, resultados ou desempenho reais podem diferir significativamente daqueles refletidos ou contemplados.
Guide to the Markets – América Latina, Dados de 30 de setembro de 2025.

Tarifas



Exposição das exportações por país

% do PIB nominal, US\$, bens, 2023



Fonte: UN Comtrade, J.P. Morgan Asset Management.
Guide to the Markets – América Latina. Dados de 30 de setembro de 2025.

Juros EUA

CURRENT RATE			
	Rate	Date Last Changed	
FOMC Rate Decision	3.75 - 4	29-Oct-2025	
	4 - 4.25	17-Sep-2025	
IMPLIED RATES & BASIS POINTS			
Meeting Date	Implied Rate	Basis Points	
10-Dec-2025	+3.713	-17.0	
28-Jan-2026	+3.625	-25.7	
18-Mar-2026	+3.589	-29.3	
29-Apr-2026	+3.5	-38.2	
17-Jun-2026	+3.35	-53.2	
29-Jul-2026	+3.265	-61.7	
16-Sep-2026	+3.158	-72.5	
28-Oct-2026	+3.115	-76.7	
09-Dec-2026	+2.953	-92.9	
27-Jan-2027	+3.05	-83.2	
17-Mar-2027	+3.05	-83.2	

Juros EUA

O Federal Reserve cortou a taxa básica de juros em 0,25 ponto percentual, para uma faixa de 3,75% a 4,00%

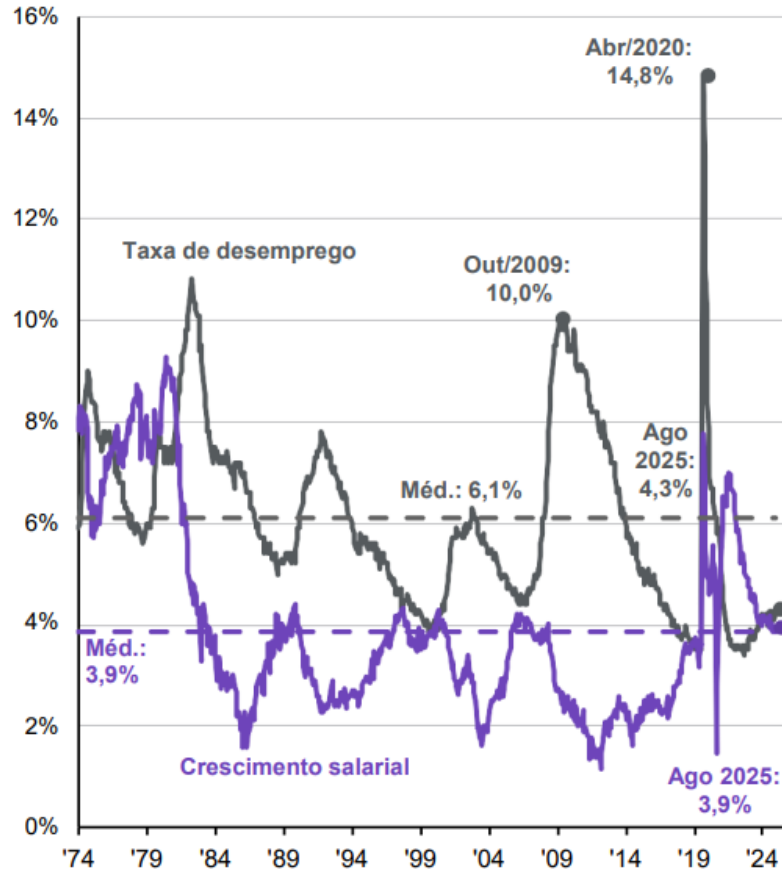
"Os riscos de baixa para o emprego aumentaram nos últimos meses", disse o Fed em seu novo comunicado de política monetária.

O corte atraiu divergências de dois formuladores de política monetária, com o diretor Stephen Miran novamente pedindo uma redução mais profunda nos custos dos empréstimos e o presidente do Fed de Kansas City, Jeffrey Schmid, favorecendo nenhum corte, dado o patamar atual de inflação.

Mercado de trabalho EUA

Taxa de desemprego civil e crescimento dos salários

%, com ajuste sazonal

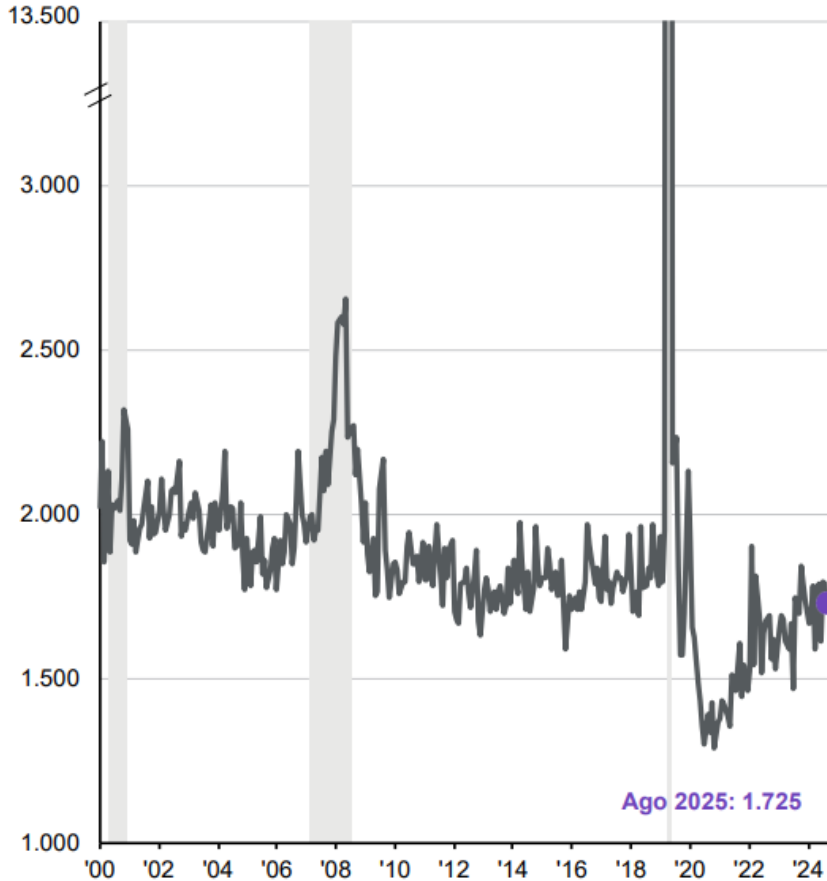


J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

Mercado de trabalho EUA

Demissões JOLTS

Total de demissões não rurais, milhares, com ajuste sazonal



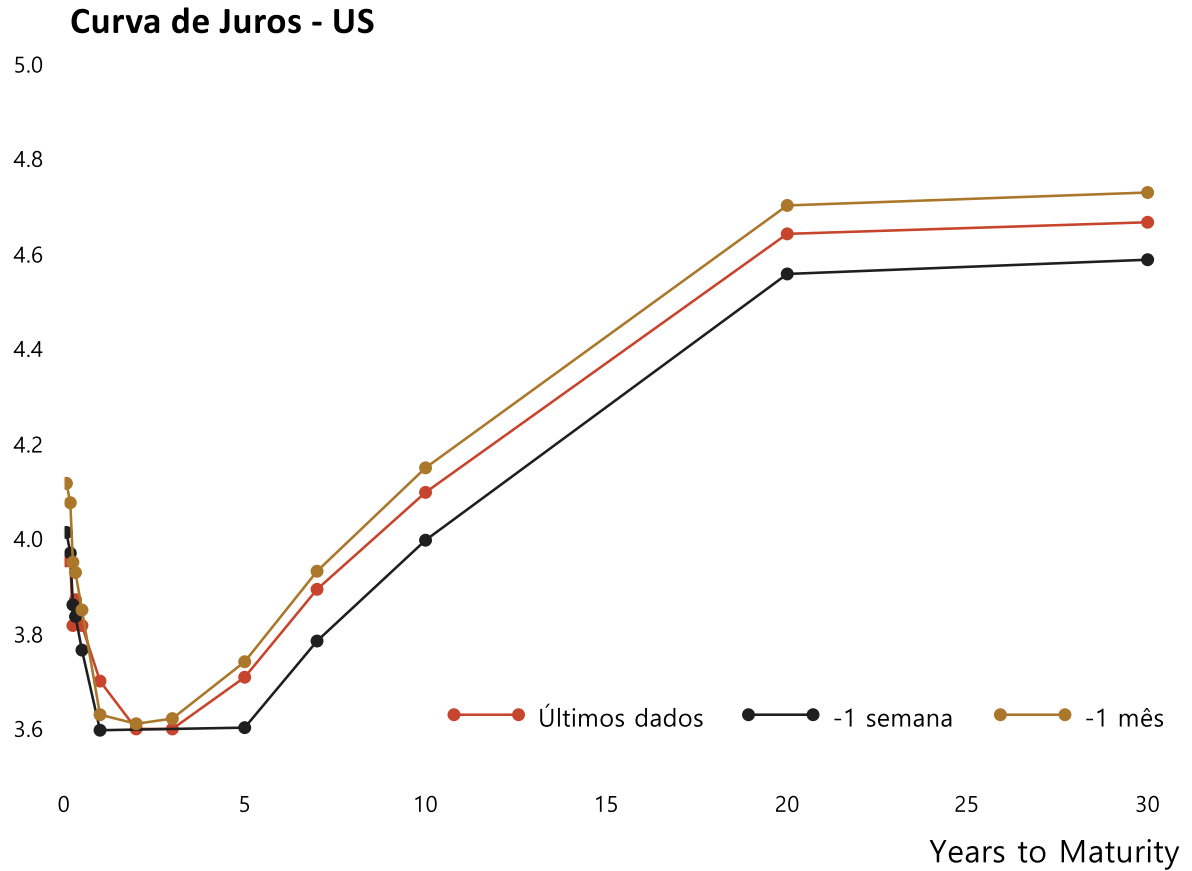
J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

Shutdown

United States federal government shutdown continua.

Autoridades do Fed reconheceram os limites de seu processo de tomada de decisão impostos pela paralisação do governo, datando sua visão da taxa de desemprego para agosto -- o mês da última divulgação oficial de empregos -- e observando que "os indicadores disponíveis sugerem" que a economia continuou crescendo em um ritmo moderado.

Juros EUA



Source: LSEG Datastream / Warren Análise

Bolsa - EUA

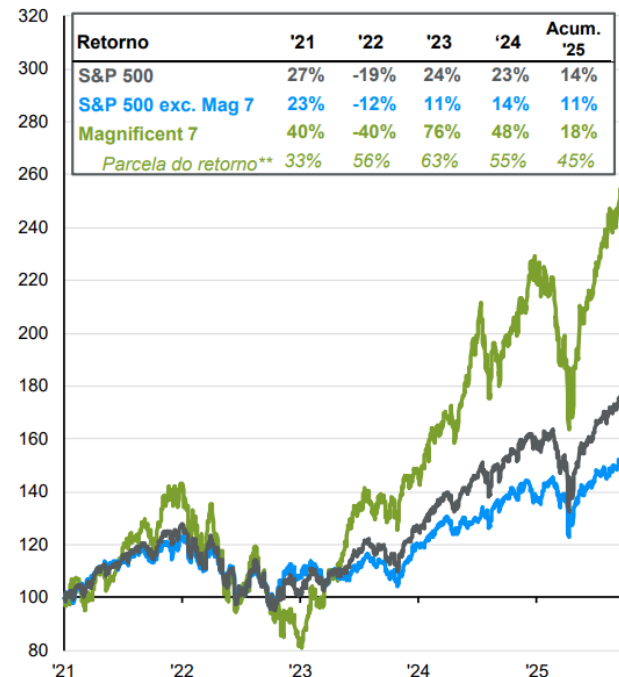


Source: LSEG Datastream / Warren Análise

Bolsa - EUA

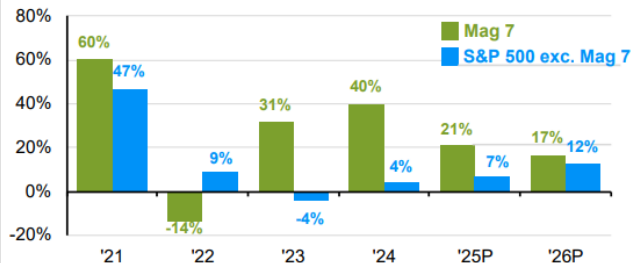
Desempenho das “Magnificent 7” no S&P 500*

Indexado para 100 em 01/01/2021, retorno de preço



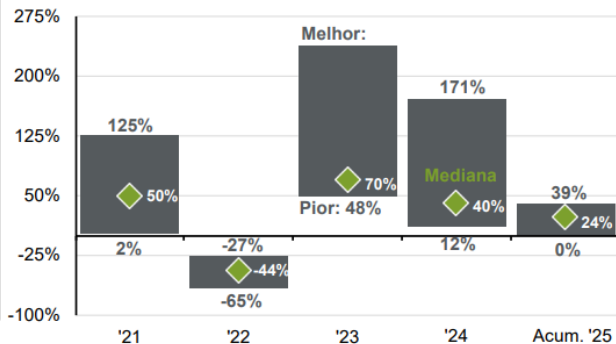
Crescimento dos lucros

Variação com relação ao ano anterior



Dispersão do desempenho das “Magnificent 7”

Retorno de preço; melhor, mediana e pior desempenho das ações das Mag 7 por ano

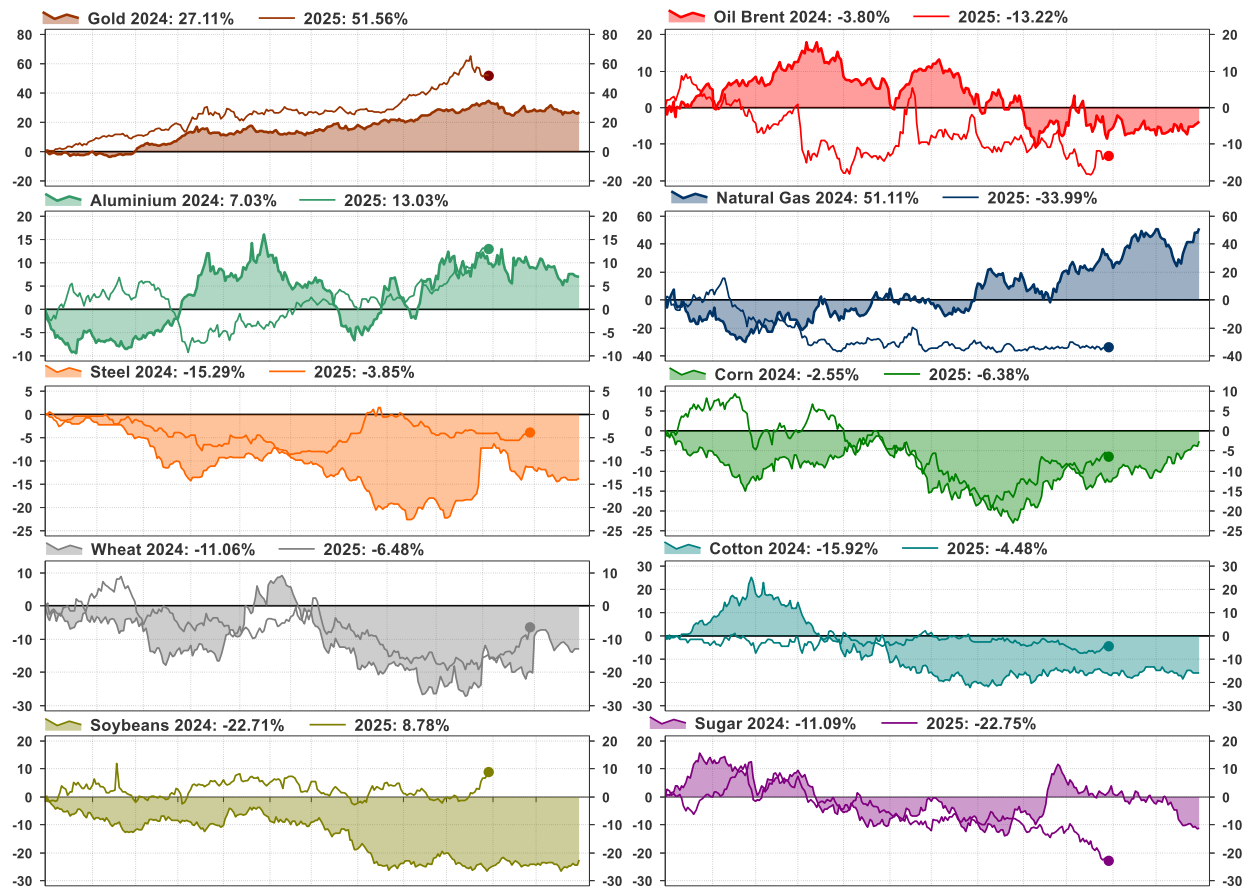


Fonte: FactSet, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management.

O S&P 500 exc. Mag 7 é calculado pela subtração da média ponderada do retorno de preço das Mag 7 do retorno de preço do S&P 500. *As Magnificent 7 são AAPL, AMZN, GOOGL/GOOG, META, MSFT, NVDA e TSLA. As projeções de lucro para 2025 e 2026 refletem o consenso das expectativas dos analistas, fornecidas pela FactSet. **Parcela do retorno é a contribuição das Magnificent 7 para o retorno do índice. Performance passada não pode ser garantia de rentabilidade futura. *Guide to the Markets - América Latina*. Dados de 30 de setembro de 2025.

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

Commodities



Source: LSEG Datastream

Ouro

Gold Bullion Price

London Bullion Market as of Oct 2025



Moedas

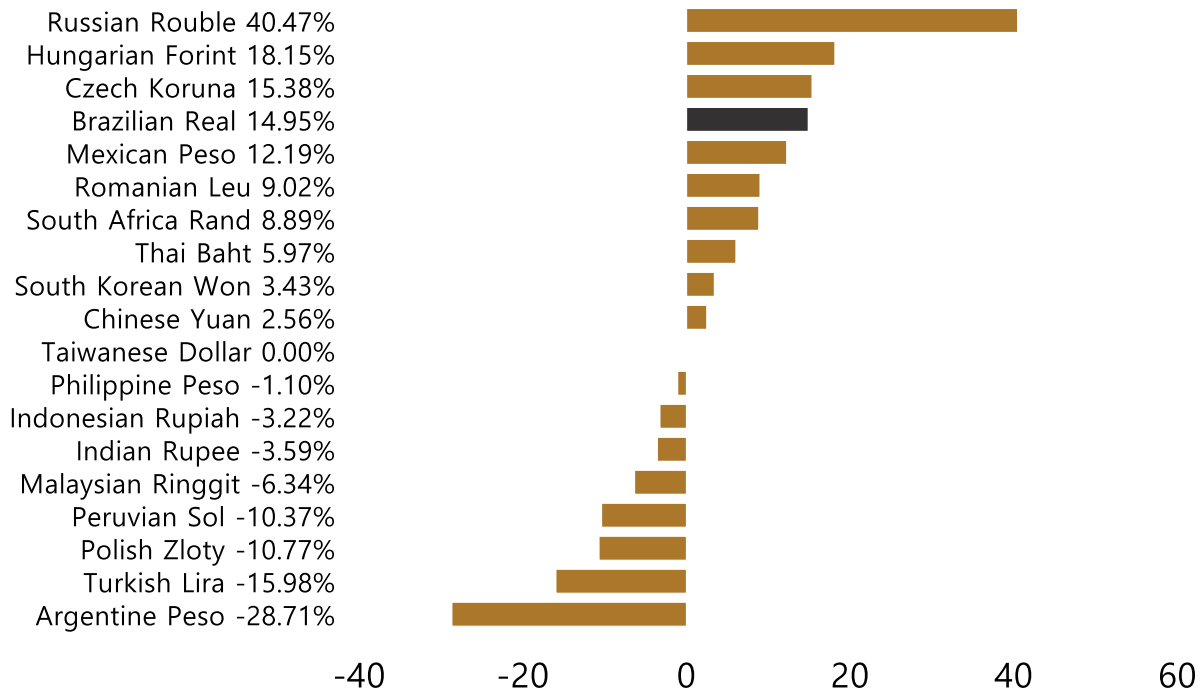


Source: LSEG Datastream

Moedas

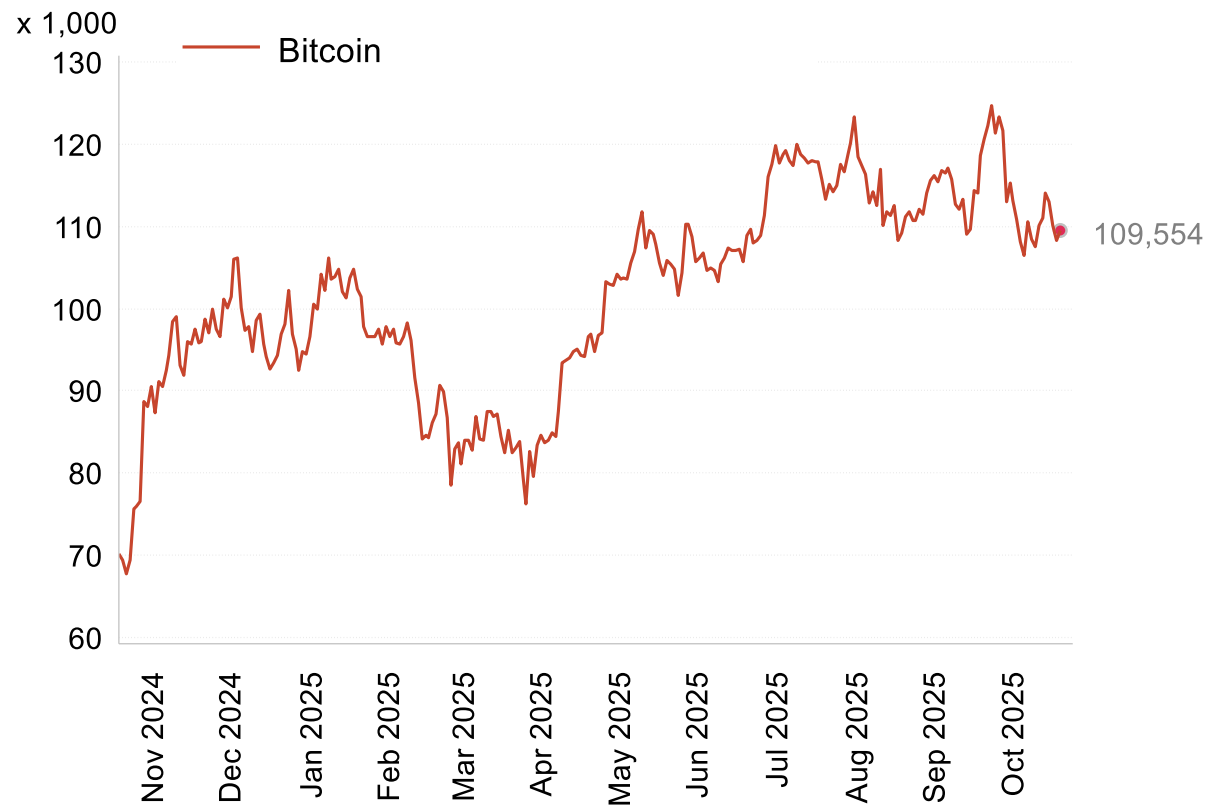
Moedas de países emergentes vs USD

Variação percentual, YTD, 31/10/2025



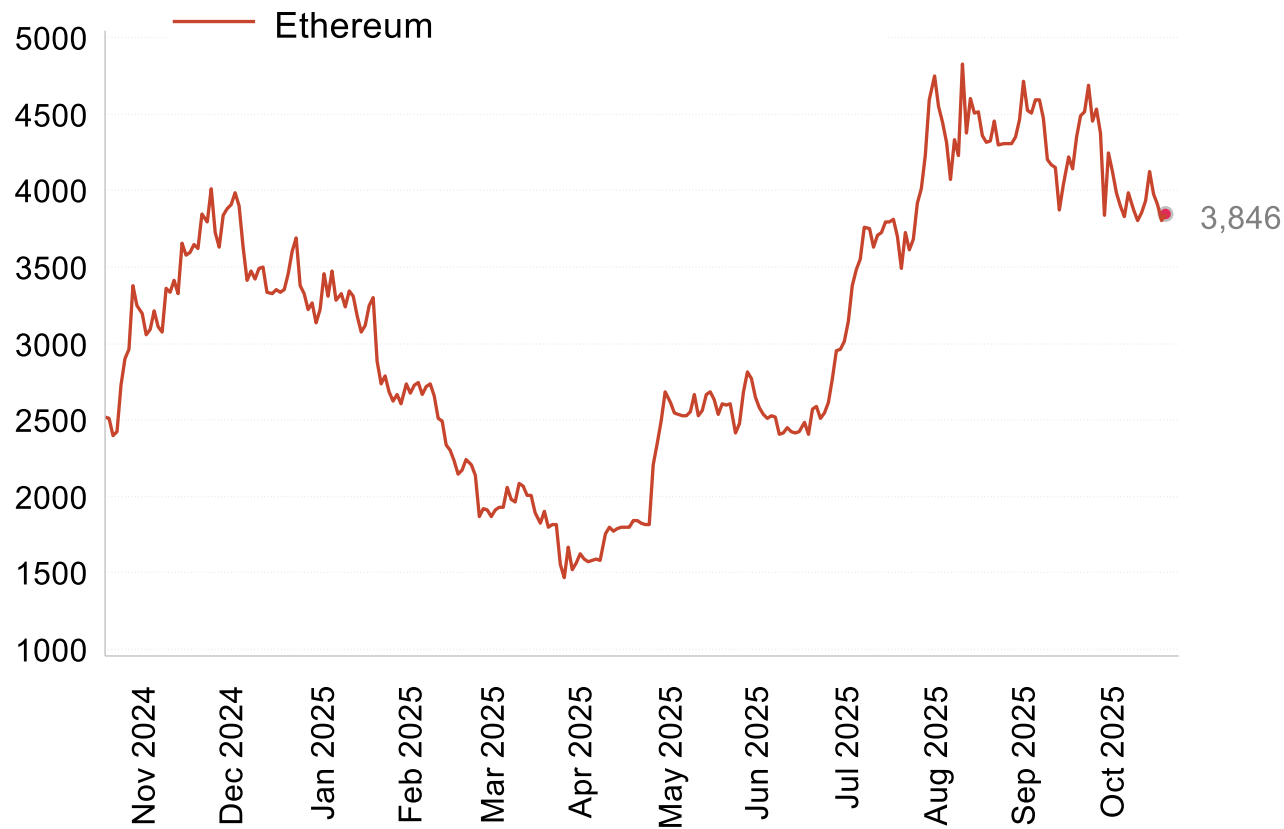
Source: LSEG Datastream / Warren Análise

Cripto



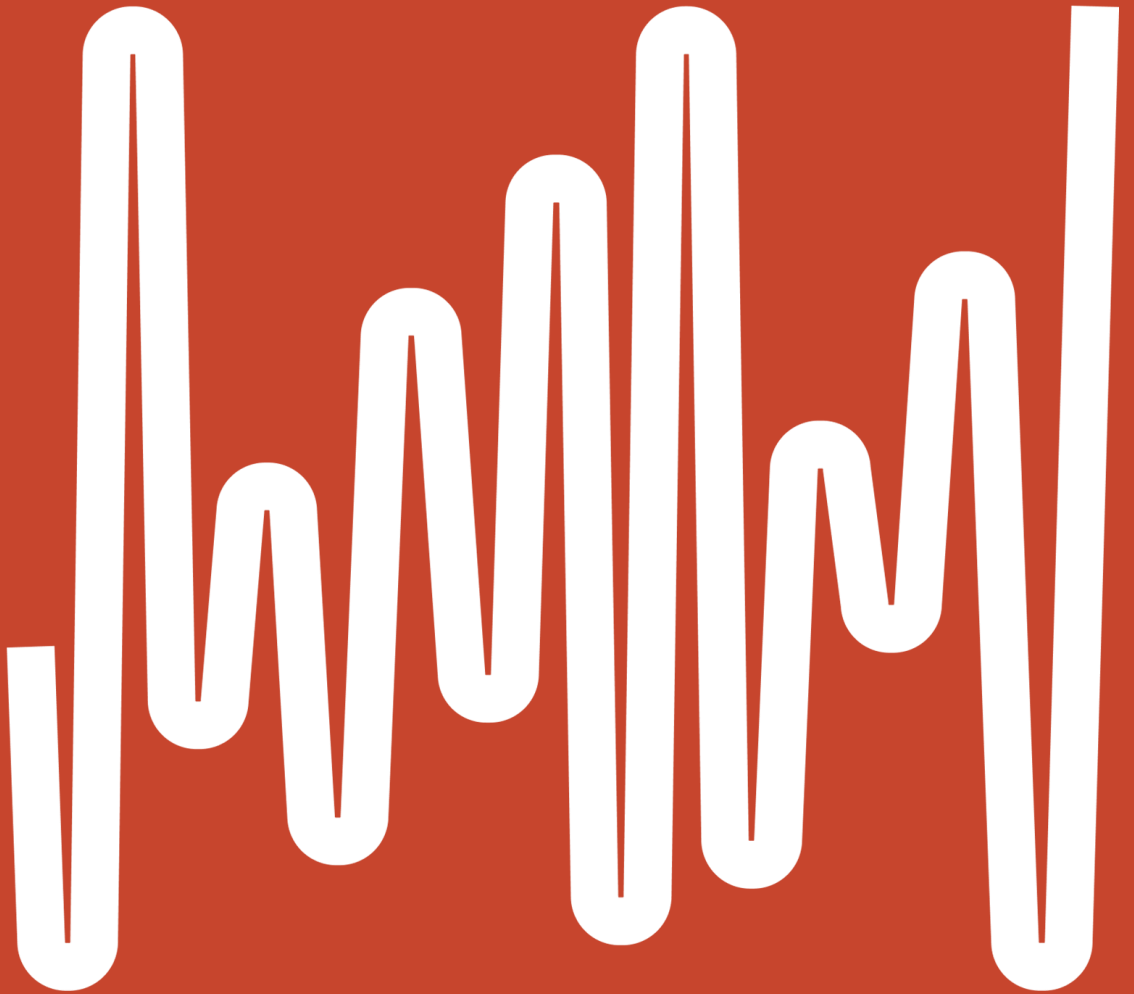
Source: LSEG Datastream / Warren Análise

Cripto



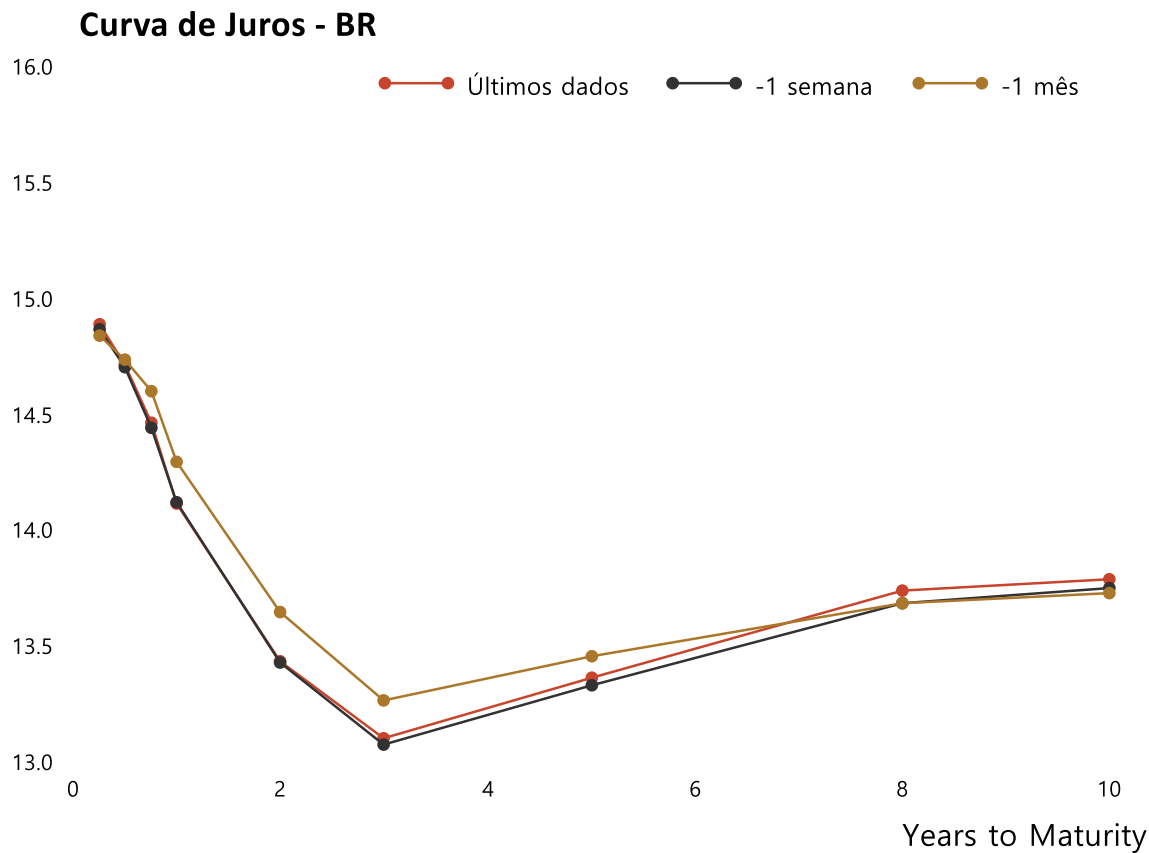
Source: LSEG Datastream / Warren Análise

Brasil



Projeções

Juros



Source: LSEG Datastream / Warren Análise

Juros

Mês	Ticker	Taxa (% a.a.)	Ajuste anterior (% a.a.)	Variação (p.p.)
JAN/27	DIJF27	13,895	13,929	-0,034
JAN/28	DIJF28	13,19	13,255	-0,065
JAN/29	DIJF29	13,15	13,207	-0,057
JAN/30	DIJF30	13,295	13,357	-0,062
JAN/32	DIJF32	13,545	13,587	-0,042
JAN/35	DIJF35	13,62	13,659	-0,039

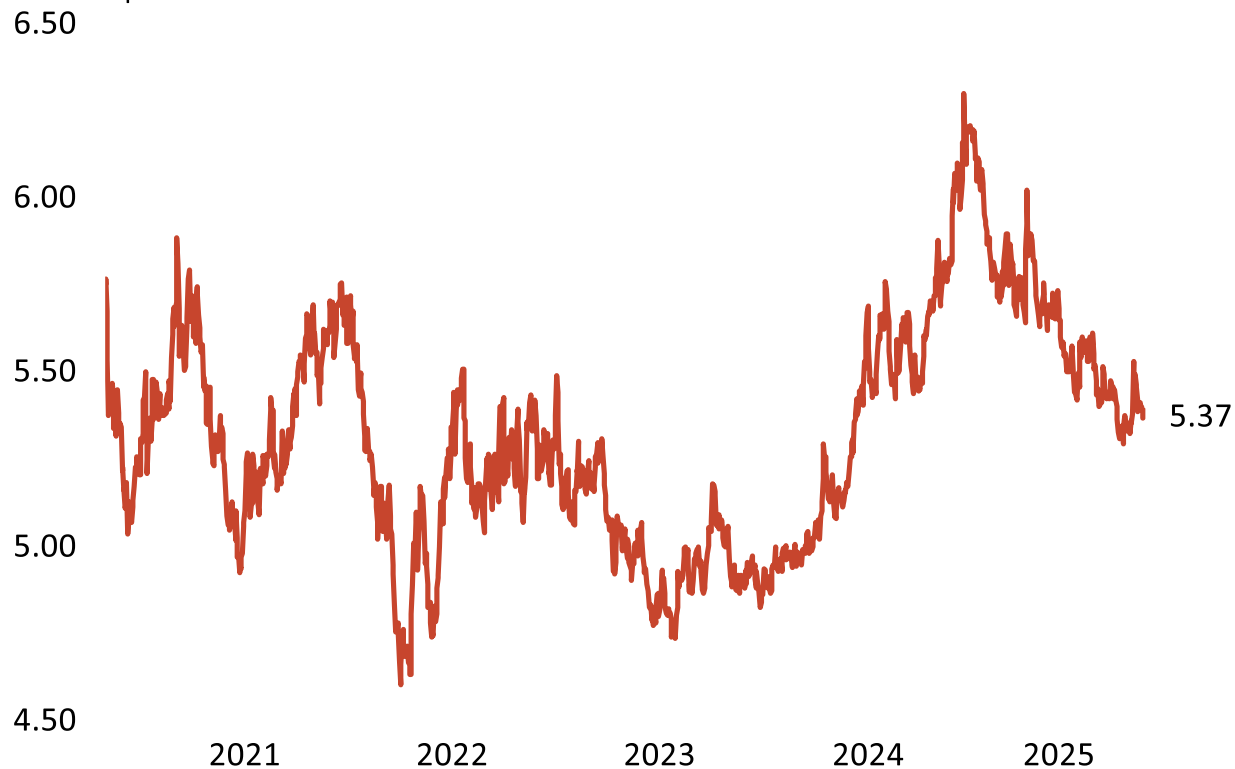
Juros

31/10/2025	CÁLCULOS FEITOS NA DURATION DOS PAPÉIS					IMPLÍCITAS PELA EXPECTATIVA RENA x AJUSTE DI1				
VENC.	TX. D0	TX. D-1	Δ D0-D1	TX. D-5	TX. D-21	INFL. (D0)	INFL. (D-1)	Δ D0-D1	INFL. (D-5)	INFL. (D-21)
ago/26	10,00%	10,13%	-13	10,13%	9,87%	4,02%	3,93%	9	3,85%	4,32%
mai/27	8,73%	8,82%	-9	8,87%	8,82%	4,55%	4,55%	0	4,43%	4,66%
ago/28	8,19%	8,25%	-6	8,31%	8,24%	4,56%	4,61%	-5	4,48%	4,75%
mai/29	8,03%	8,07%	-4	8,09%	8,00%	4,62%	4,70%	-7	4,60%	4,85%
ago/30	7,91%	7,94%	-3	7,97%	7,92%	4,91%	4,99%	-9	4,90%	5,07%
ago/32	7,79%	7,81%	-2	7,85%	7,81%	5,16%	5,26%	-10	5,16%	5,28%
mai/33	7,74%	7,74%	0	7,78%	7,76%	5,24%	5,36%	-12	5,26%	5,34%
mai/35	7,59%	7,59%	0	7,60%	7,60%	5,47%	5,59%	-12	5,52%	5,56%
ago/40	7,44%	7,44%	0	7,42%	7,36%	5,72%	5,83%	-11	5,78%	5,87%
mai/45	7,32%	7,35%	-3	7,33%	7,30%	5,88%	5,96%	-8	5,90%	5,96%
ago/50	7,22%	7,27%	-5	7,24%	7,23%	6,01%	6,07%	-6	6,01%	6,04%
mai/55	7,20%	7,23%	-3	7,20%	7,22%	6,04%	6,12%	-8	6,05%	6,07%
ago/60	7,22%	7,24%	-2	7,21%	7,23%	6,03%	6,11%	-8	6,06%	6,06%

Dólar

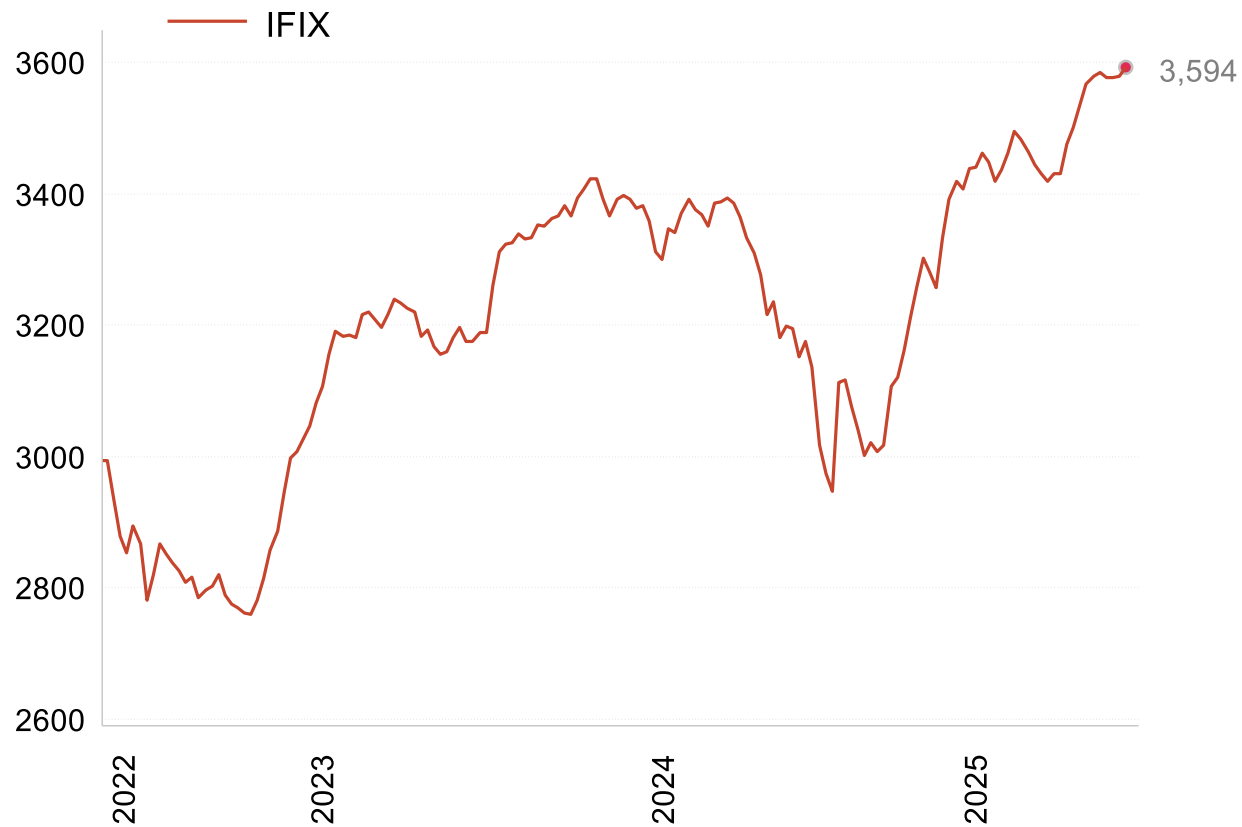
USD/BRL

Spot rate



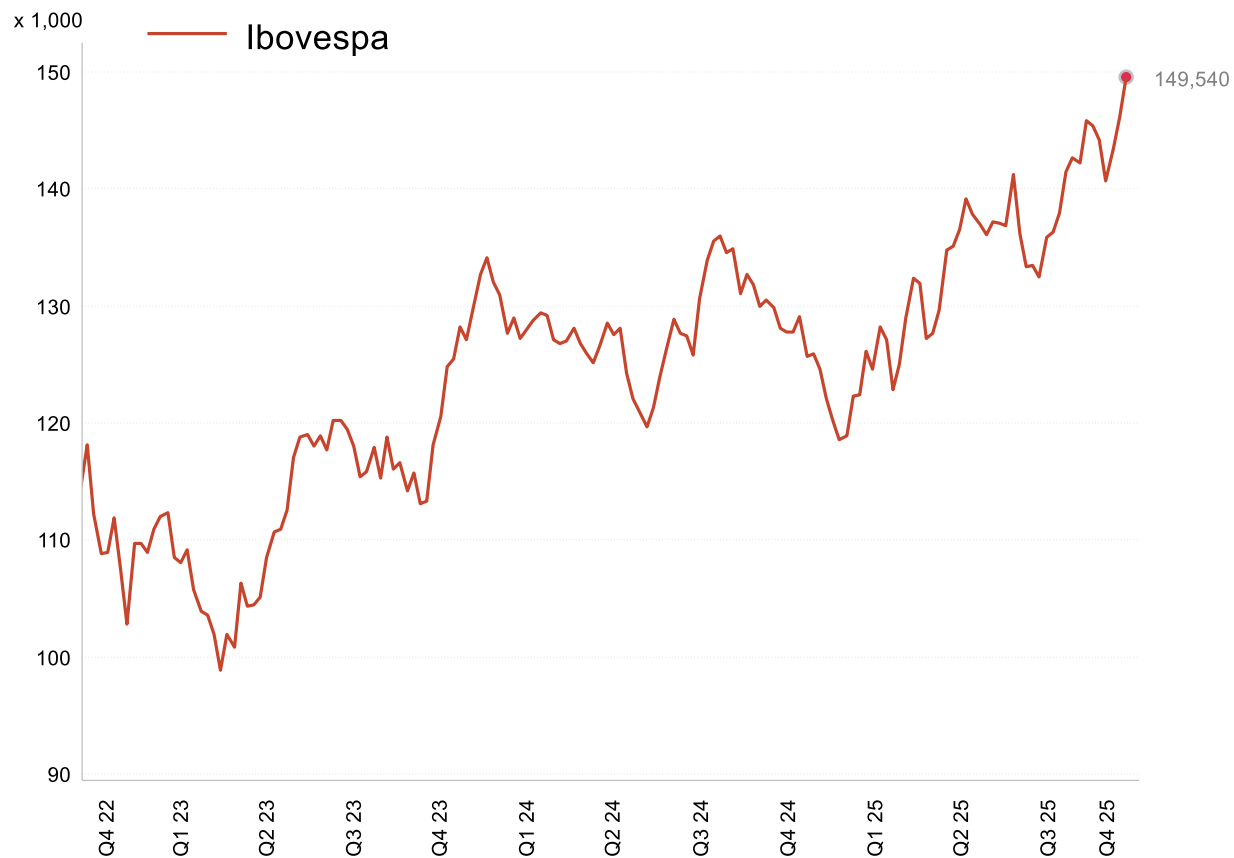
Source: LSEG Datastream / Fathom Consulting

IFIX



Source: LSEG Datastream / Warren Análise

Ibovespa



Source: LSEG Datastream / Warren Análise

Carteiras



FoF Ações Plus

Fundo: Warren Multigestores Ações Plus

Evento: Mudança de alocação

Data final da operação: 29/10/2025

Origem: ETFs de Bolsa (venda de 10%)

Destino: Guepardo Institucional FIC FIA (10%)

No dia **29 de outubro de 2025**, finalizamos o movimento de alteração na composição do fundo **Warren Multigestores Ações Plus**, com a **venda de posições em ETFs de bolsa listados** e a **alocação de 10% no fundo Gupeardo Institucional FIC FIA**. A movimentação segue a estratégia de aumentar a exposição a gestores fundamentalistas com histórico de consistência e gestão ativa em ações brasileiras, mantendo a diversificação entre diferentes estilos de gestão.

Sumário

Contexto

- Gestora criada a partir de um clube de investimento do Octávio Magalhães em 2001
- Octávio é conhecido do Luiz Alves Paes de Barros, que o influenciou na forma como olham ações
- Partnership estabelecido, parte via *Phantom shares*
- Estilo predominante da casa: Concentração em teses e diversificação por setores
- Aum Atual: R\$ 4,6 bilhões
- Diferencial: Disciplina em não entrar em teses de “euforia” e metrifcar sob ótica de ganhos reais
- IPCA+11-12% como *hurdle* mínimo e saída a IPCA+8%-9% atualmente.

Equipe

- Equipe experiente no mercado de *equities*
- Transparência relativa ao longo do processo de diligência
- Incentivos: alinhados para manter equipe no longo prazo via um *partnership* estruturado

Processo de Investimento

- Sistema proprietário de monitoramento de *valuation ranges* nas teses
- Ênfase maior em aspectos qualitativos dos *cases*

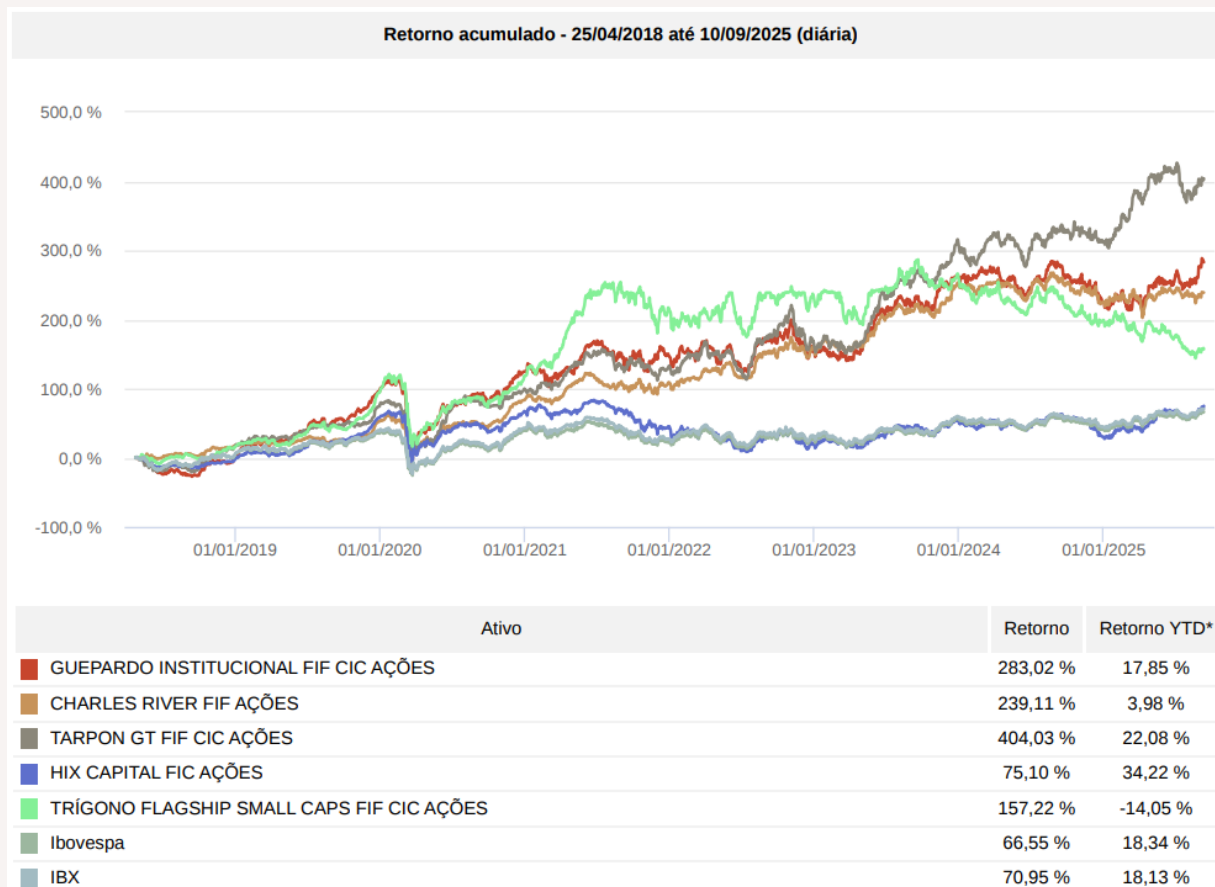
Gestão de Risco

- Definição de Investimentos pautada em comitê com o sócio-fundador
- Derivativos: não utilizam
- Horizonte de longo prazo na maturação de investimentos

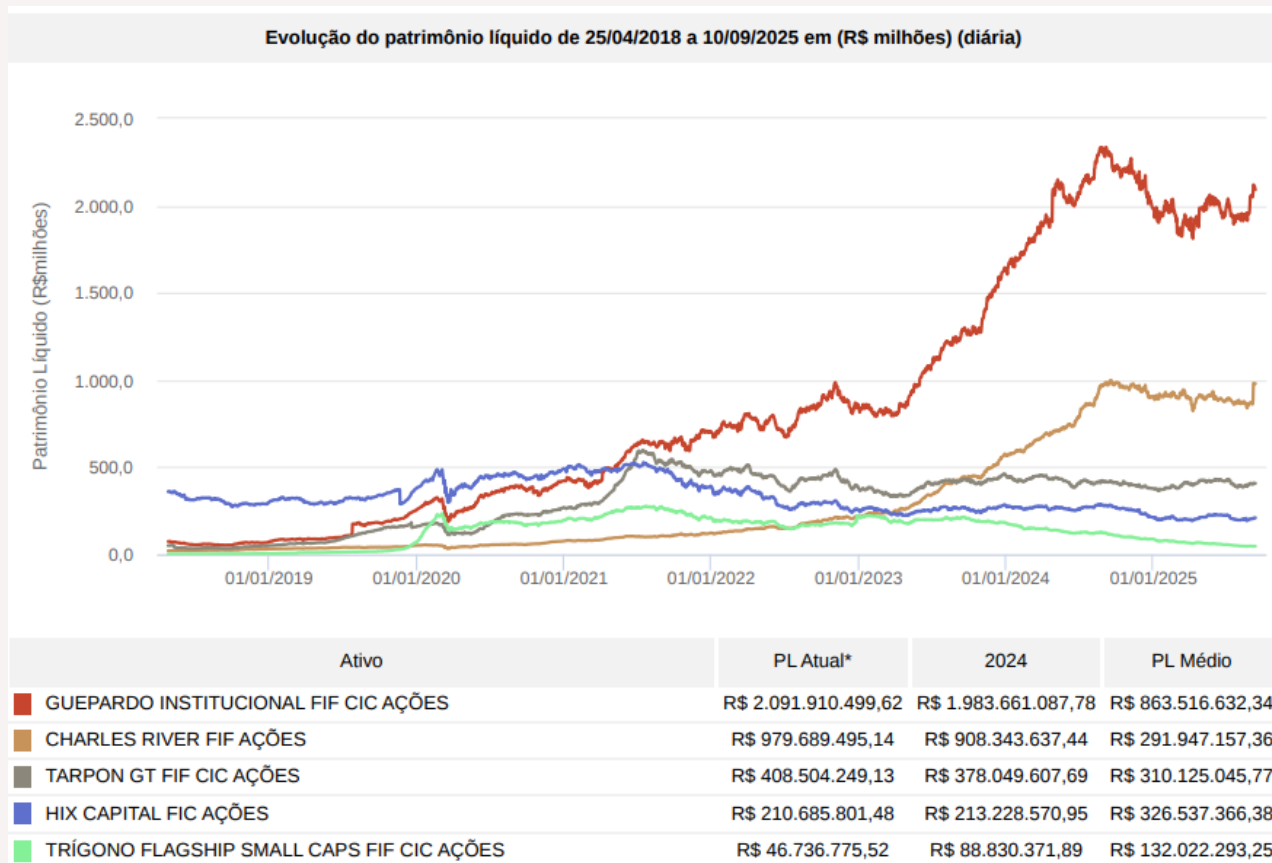
Produtos

- Guepardo Institucional FIA
- Guepardo Long Biased

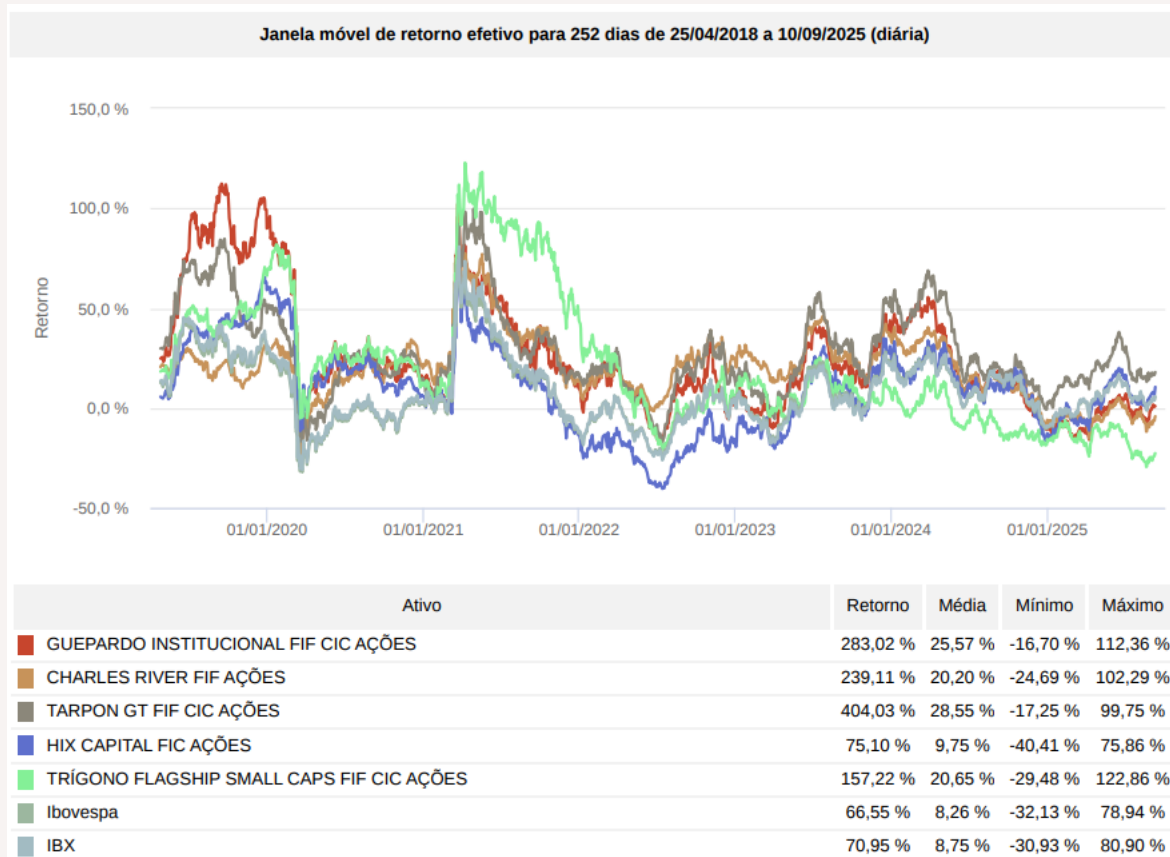
Comparação com pares – Retorno – Long Only



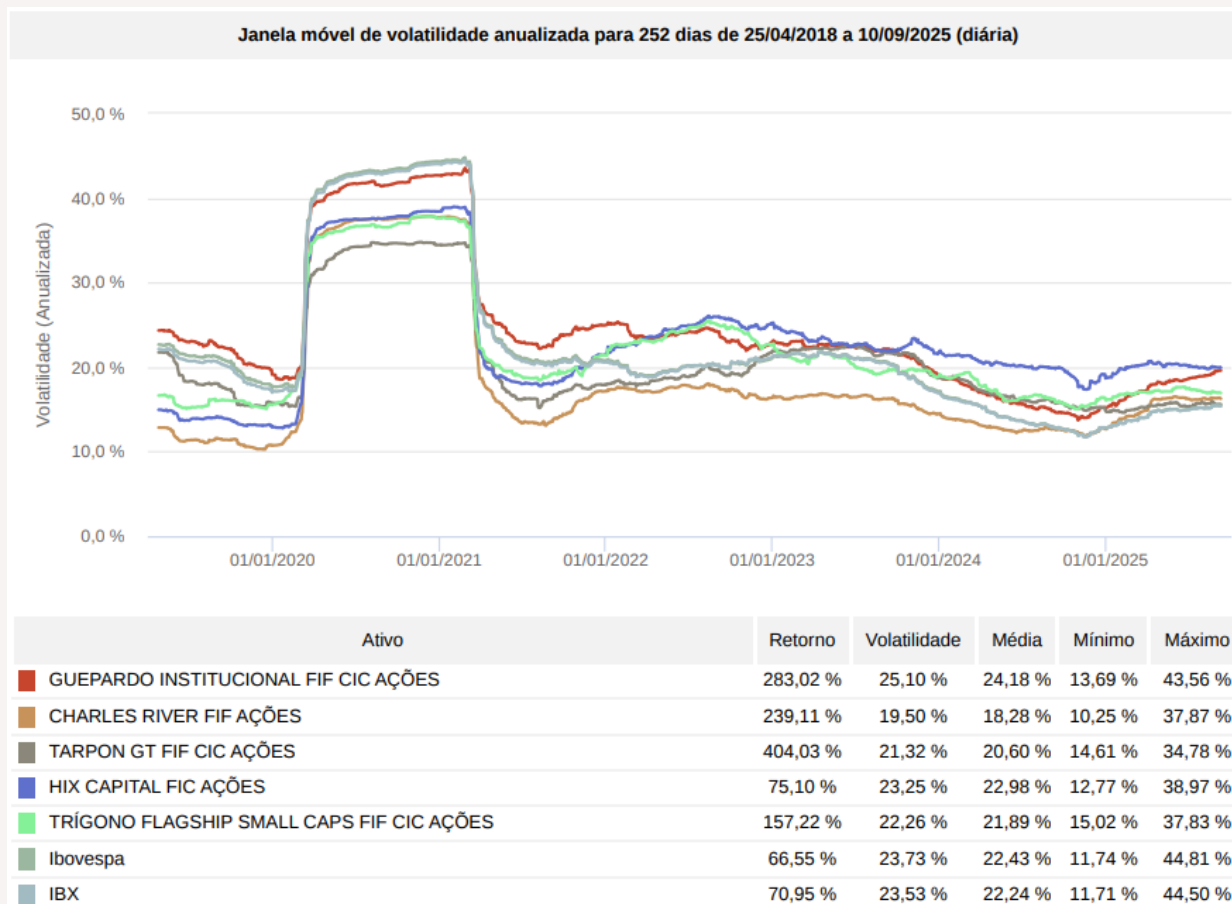
Comparação com pares – PL - Long Only



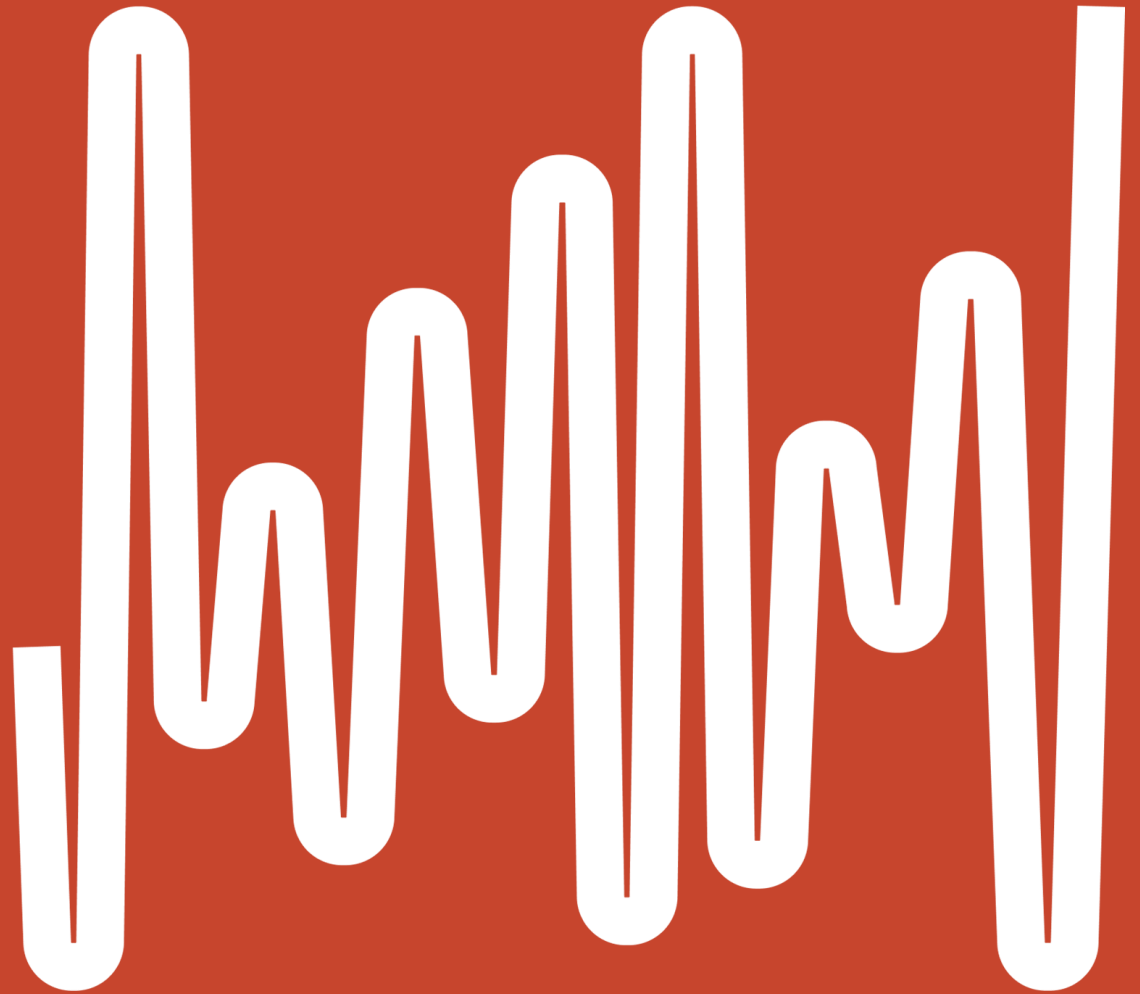
Comparação com pares – retorno móvel - Long Only



Comparação com pares – volatilidade – Long Only



Resultados
3T25



Santander

O Santander apresentou um trimestre em linha, com lucro líquido de R\$ 4,0 bi e ROE de 17,5%.

A margem com clientes segue reagindo bem à Selic e spreads mais altos, compensando parte da perda expressiva na tesouraria (-R\$ 1,3 bi). O resultado contábil veio com um crescimento moderado, sem evidência de expansão estrutural de rentabilidade.

A inadimplência curta (15–90d) caiu para 3,9% (-20bps t/t), refletindo melhora das novas safras, enquanto o NPL >90d subiu levemente para 3,4% (+30bps t/t), com pressão em PMEs.

O banco está melhorando a qualidade do portfólio e da operação, mas a rentabilidade deve melhorar apenas em 2027, quando o mix de crédito gerar mais retorno.

Avaliamos o resultado do **Bradesco** como **positivo, porém, o mercado esperava mais.**

Destaque para a melhora da margem financeira e da carteira de crédito de varejo, compensada parcialmente pelo aumento do custo de risco no atacado. O **lucro líquido** atingiu **R\$ 6,2 bilhões** (+2,3% t/t | +18,8% a/a), com **ROE de 14,7%**, estável frente ao trimestre anterior. A **carteira de crédito** chegou a **R\$ 1,034 trilhão**, alta de **1,6% t/t** e **9,6% a/a**, sustentada por crescimento robusto em **pessoa física (+13,8%)** e **PMEs (+24,8%)**, enquanto o segmento **corporate** manteve expansão moderada (+6,5%). A **inadimplência total (>90 dias)** permaneceu estável em **4,1%**, e o **índice de eficiência** caiu para **50,7%**, refletindo controle de despesas (+5,5% a/a, em linha com a inflação) e avanço consistente da receita.

Apesar do cenário mais desafiador em crédito atacado, o trimestre reforçou sinais de **recuperação gradual da qualidade operacional e rentabilidade.**

O resultado veio **em linha com o que a companhia vem apresentando, com baixo churn, forte crescimento no fixo e boa execução operacional, mas menor ritmo de repasse de preços no móvel, o que limita o crescimento real das receitas**. Esse movimento já é visível nos núcleos do IPCA, que mostram desinflação na linha de comunicação, sugerindo que as operadoras estão encontrando maior dificuldade em ajustar tarifas acima da inflação.

De forma geral, o mercado avaliou o trimestre como misto, destacando o bom desempenho no fixo e no B2B, mas apontando perda de fôlego no móvel e margens ajustadas apenas pelo efeito das vendas de ativos. Também houve menção à **pressão de custos e despesas operacionais**, o que contribuiu para uma leitura mais cautelosa sobre a sustentabilidade das margens nos próximos trimestres, penalizando a performance do papel no pregão pós resultado.

A Vale apresentou um **resultado operacionalmente muito sólido no 3T25**, com desempenho acima das expectativas de mercado e continuidade do processo de recuperação em todas as divisões. O EBITDA proforma totalizou US\$ 4,4 bilhões, superando o consenso em 4%, impulsionado pelo **melhor desempenho de custos na divisão ferrosa e pela forte recuperação em níquel e cobre**.

O resultado do trimestre reforça a **consistência operacional e o foco em disciplina de custos**, com todas as divisões contribuindo positivamente. O **custo entregue na China atingindo patamares abaixo de US\$ 53/t** evidencia o avanço em eficiência, enquanto o desempenho de **base metals** começa a mostrar tração real, com guidance de custos revisado para baixo. A **Vale segue negociando a múltiplos atrativos, cerca de 4x EV/EBITDA 2026**, bem abaixo dos pares australianos (5–6x). O momentum é **favorável**, com o 4T25 devendo ser o **melhor trimestre do ano**, sustentado por **preços mais altos, maiores embarques e custos em queda**. Mantemos visão construtiva para o papel.

Brasil: margens pressionadas por sucessivas quedas nos preços de aços longos e planos, em meio à sobreoferta e aumento da penetração de importados.

América do Norte: cenário oposto, com **crescimento de volumes e expansão de metal spread**, beneficiando as margens — impulsionadas por um ambiente de menor competição externa após reforço das tarifas da *Seção 232*.

O resultado consolidado foi **neutro**, confirmando o *gap* entre as operações da América do Norte (forte) e do Brasil (fraca). A companhia manteve **boa execução operacional e disciplina financeira**, com geração de caixa robusta e baixa alavancagem. O **EBITDA ajustado consolidado atingiu R\$ 2,7 bilhões**, crescimento de **6,9% T/T** e **em linha com o consenso**. A **margem EBITDA consolidada subiu para 15,2%** (vs. 14,6% no 2T25).

Ainda que o valuation ofereça **margem de segurança**, seguimos **preferindo a exposição em mineradoras (ex: Vale)**, cujo perfil risco-retorno parece mais atrativo neste momento, dada a maior previsibilidade de preços e menores riscos de competição externa.

Agenda

Agenda econômica

03/11

04/11

Brasil
Produção
Industrial

05/11

Brasil
PMI
COPOM

06/11

07/11

Brasil
IGP-DI

Obrigado pela confiança!

Equipe de Investimentos - Warren