



Asset

Carta do Gestor

# Itaú Janeiro

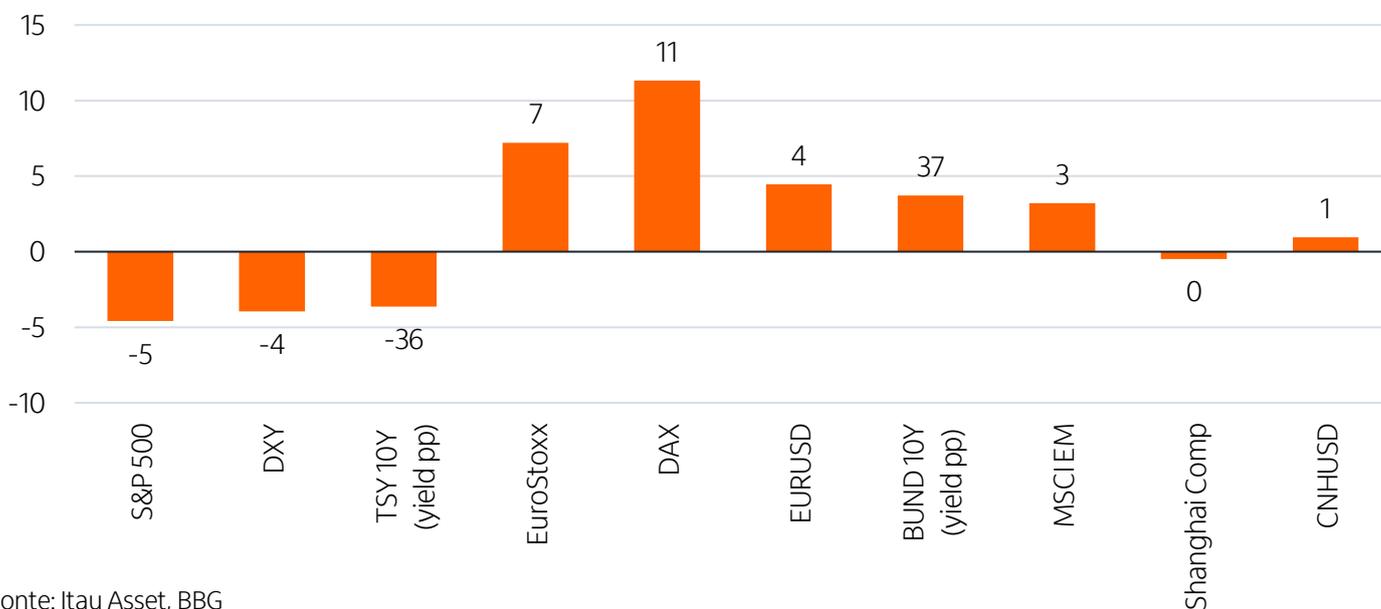
Março 2025

## Cenário Internacional – Consequências do Choque Tarifário

**Iniciamos 2025 com a visão de que os Estados Unidos continuariam liderando o crescimento global, com outperformance da bolsa americana e dólar forte.** O dinamismo do setor privado seria o principal driver dessa liderança. O governo Trump poderia acentuar essa tendência de crescimento maior nos EUA do que no resto do mundo e um dólar forte. Mas também havia motivo de cautela, caso a agenda fosse implementada de forma menos organizada e agressiva — o que acabou ocorrendo.

**Esse cenário não se concretizou porque a agenda Trump, menos organizada e agressiva, reduzirá o crescimento nos EUA, e a mudança fiscal na Alemanha melhora a perspectiva para a Europa.** De fato, cerca de dois meses após o *Inauguration Day* do governo, vimos uma reversão no movimento de valorização do dólar ocorrido a partir da eleição americana, acompanhado de um dos três piores começos de ano desde o pós-crise de 2008 para a bolsa americana (o S&P 500 caiu 5% no 1T25). Enquanto isso, os índices de ações na Europa e em países emergentes subiram, respectivamente, +7% e +3% (figura 1).

Figura 1 (performance ativos no 1T25): EUA ruim, Europa muito bem, EM bem, China neutra



Fonte: Itaú Asset, BBG

**A economia global irá desacelerar.** A tarifa efetiva nos EUA deve subir cerca de 20 pontos e gerar um choque inflacionário, com o Core PCE entre 3,5% e 4,0% este ano. Para a atividade, o resultado será negativo. A renda real das famílias deve desacelerar para 0%, contribuindo para um consumo fraco. A incerteza também deve restringir o investimento. Esperamos um PIB dos EUA próximo de 0% este ano, após um ritmo de crescimento próximo de 3,0% nos três anos anteriores. O resto do mundo deve desacelerar com a queda nas exportações para os EUA. Estimamos o PIB da zona do euro em 0,5% (2024: 0,9%) e o da China entre 3,5% e 4,0% (2024: 5,0%).

**Esperamos quedas adicionais de juros em diversos países.** A imposição de tarifas por parte dos EUA contra seus parceiros comerciais tinha dois efeitos esperados: (i) um impulso negativo de crescimento para o mundo, especialmente para as economias mais abertas e com maior exportação para os EUA; e (ii) um choque inflacionário. Este último seria concentrado nos EUA, mas esperava-se que o dólar se valorizasse, minimizando essa elevação na inflação americana, enquanto atuaria como vetor altista no restante do mundo, principalmente em economias emergentes. Mas a perspectiva de dólar forte está menos clara, porque os EUA devem desacelerar significativamente, inclusive devido à elevação da incerteza causada pelas decisões do governo. Assim, segue valendo a desaceleração do crescimento, e o ambiente para continuidade ou aceleração nos cortes de juros em outras economias ganha destaque. Neste momento, a assimetria de riscos parece estar voltada para que essa desaceleração se transforme em uma recessão, cenário em que posições aplicadas também seriam favoráveis.

**Nos EUA, o Fed ficará parado no curto prazo, mas ainda deve cortar os juros este ano, diante da atividade fraca e do discurso de que o impacto inflacionário das tarifas é transitório.** No 2T25, o FOMC deve manter os juros estáveis, atento aos efeitos secundários das tarifas. Se as expectativas de inflação de longo prazo permanecerem ancoradas e, passado o efeito inicial sobre a inflação de bens, a desaceleração do PIB para 0% ou menos, com o desemprego superando 4,5%, deve levar o Fed a cortar os juros entre três e quatro vezes (a passos de 0,25%),

provavelmente no 2S25. Se estivermos corretos, essa postura pró-crescimento do Fed, mesmo com o núcleo da inflação voltando a ultrapassar 3,5%, deverá derrubar os juros reais nos EUA e atuar como vetor negativo para o dólar.

**Diversos países devem responder com política fiscal, que pode ser mais intensa no resto do mundo do que nos EUA.** A mudança fiscal na União Europeia, liderada pela Alemanha, é estrutural e advém da nova configuração geopolítica, a partir do desengajamento dos EUA na defesa de seus aliados históricos. Assim como a Europa, outras regiões terão de fazer o mesmo. Diversos países desenvolvidos e asiáticos, que estavam sob o guarda-chuva da segurança americana ou exportam significativamente para os EUA, também devem adotar medidas fiscais para suavizar o impacto da redução da atividade causada pelas tarifas. Enquanto isso, os próprios EUA seguem discutindo uma agenda de cortes de gastos.

**O principal risco é uma recessão global.** Uma recessão nos EUA, que derrube o crescimento em outras economias desenvolvidas, seria obviamente negativa, gerando um sell-off de ativos de risco e potencialmente fortalecendo o dólar, especialmente frente a moedas emergentes. Consideramos que o maior risco para uma recessão advém da continuidade da guerra tarifária, com retaliações mútuas entre os EUA e seus principais parceiros comerciais. Seguiremos atentos à evolução desse risco ao longo das próximas semanas e meses.

## Destaque Especial Para o Mercado de Ações

**O índice Nasdaq registrou seu pior trimestre desde 2022, com uma queda superior a 10%.**

Diversos fatores contribuíram para esse desempenho negativo:

- Posicionamento elevado no mercado americano e em ações de tecnologia, em particular;
- Narrativa de que a China estaria disputando a liderança na corrida pela inteligência artificial (IA);
- Fluxo para as bolsas europeias, devido às negociações de paz entre Ucrânia e Rússia, além do pacote fiscal alemão;
- Forte aumento da incerteza, devido à política tarifária errática e agressiva do governo Trump.

**Esses fatores combinados resultaram numa realocação global dos fluxos de ações, com saída dos Estados Unidos e entrada na Europa e em mercados emergentes.** Indicadores de sentimento apontam um aumento histórico da incerteza, maior inclusive do que o observado durante a pandemia de Covid-19. O índice de volatilidade do S&P (VIX) subiu de cerca de 15% para acima de 25%, nível típico de momentos turbulentos, o que levou os investidores mais alavancados a uma necessária redução do risco alocado em ações americanas.

**Apesar de já ter havido uma correção, o posicionamento no mercado americano continua elevado, mas acreditamos que, com a redução das incertezas, o mercado voltará a focar nos fundamentos das empresas americanas.**

Nos preços atuais, projetamos uma taxa interna de retorno superior a 20% naquelas empresas que consideramos mais atrativas, tanto no mercado americano quanto no asiático. Aproveitamos a realização de fevereiro/março para adicionar à nossa carteira empresas como Meta, Amazon, Nvidia, Google, KKR e Interactive Brokers. Nossa maior alocação está na TSMC, e aproveitamos as quedas recentes da ação para aumentar nossa exposição a essa empresa monopolista, que apresenta ótimas perspectivas de crescimento e está negociando a 13 vezes o lucro projetado para 2026. Na direção oposta, iniciamos uma posição vendida em índices europeus, pois acreditamos que, ao contrário dos ativos de renda fixa, os mercados de ações da região já precificaram, de forma acelerada, a expansão fiscal e a aceleração do crescimento ainda por acontecer. Adicionalmente, nos parece uma ótima proteção para o caso de uma agenda de tarifas ainda mais agressiva.

**Outro tema importante ao longo deste primeiro trimestre foi o surgimento da DeepSeek como uma força significativa na inteligência artificial chinesa, redesenhando a competição tecnológica global entre China e Estados Unidos.** Seus modelos avançados (DeepSeek R1), demonstraram capacidades competitivas em relação aos líderes ocidentais (eg OpenAI e Google) em áreas como raciocínio e lógica.

Embora a equipe chinesa tenha alcançado avanços legítimos, é importante contextualizar que os custos de inferência caíram mais de 1.000 vezes nos últimos três anos devido aos avanços em hardware e tecnologia. Esses avanços em eficiência são críticos para a difusão em larga escala de novas tecnologias, permitindo que novos clientes adotem a IA e acelerem sua aplicação.

A trajetória da DeepSeek intensifica a competição EUA-China em uma nova esfera, mostrando que a China é uma inovadora capaz de gerar avanços tecnológicos significativos. No entanto, a política de restrição à exportação de semicondutores de última geração para a China, implementada pelos EUA, continua sendo uma barreira relevante para o avanço e a implementação em larga escala das IAs chinesas. Devido ao acesso privilegiado a chips avançados, em volumes cada vez maiores, as empresas ocidentais têm uma vantagem significativa na difusão em larga escala dessa nova tecnologia promissora.

Cabe ressaltar que a China já tem a liderança mundial em várias tecnologias (robótica, veículos elétricos, placas solares, entre outras), mas isso não atrapalhou o crescimento de lucro e rentabilidade do mercado de ações americano — menos ainda das “7 magníficas” (Apple, Microsoft, Amazon, Google, Meta, Nvidia e Tesla).

**Estamos sem exposição relevante ao mercado de ações brasileiro.** A bolsa recebeu sua parte no fluxo estrangeiro oriundo da realocação global de portfólios e, de certa forma, tenta antecipar as eleições de 2026. Algumas teses apresentaram boa performance, vindas de um patamar bastante depreciado, mas, ao olhar o diferencial do retorno esperado nas ações locais versus a remuneração das NTN-Bs, podemos observar que o prêmio de risco das ações se reduziu significativamente e, para a bolsa continuar tendo um bom desempenho, outros ativos de risco também precisam apresentar bons resultados.

O Brasil ainda tem potencial para uma alta expressiva do Ibovespa, no caso de uma mudança no alto patamar dos juros longos se concretizar e uma agenda político-econômica mais positiva for implementada.

## Brasil – Selic Muito Próxima do Fim do Ciclo de Alta

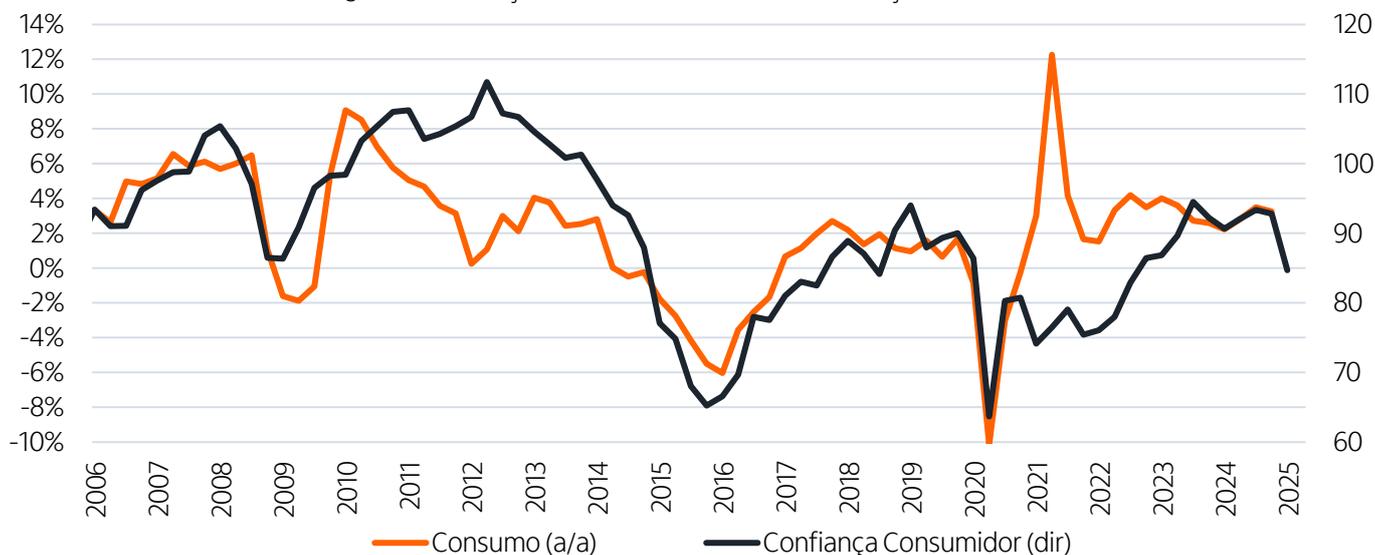
**Após o stress no 4T24, o risco para a inflação diminuiu ao longo do 1T25.** Em dezembro, passávamos por um choque de credibilidade da política fiscal, com o câmbio atingindo o patamar de 6,30. Destacamos na nossa carta de dezembro que, apesar desse choque, não enxergávamos os mesmos vetores que levaram, por exemplo, a inflação aos níveis de 2015 (último choque inflacionário fora a Covid). Passado um trimestre, o real está abaixo de 5,70, e os preços das commodities que impactam diretamente a cesta de consumo, como petróleo e grãos, recuaram. O preço do boi gordo se acomodou e houve a confirmação de uma safra espetacular. Um IPCA próximo de 5,0% neste ano ganhou probabilidade. A divulgação do IPCA-15 de março foi uma indicação nessa direção.

**Para a atividade, o cenário de desaceleração segue *bumpy*, como esperado.** Depois das surpresas com atividade mais fraca no 4T24, o primeiro trimestre apresenta alguma estabilidade. Mas seguimos avaliando que a tendência de desaceleração continuará. Dados menos sujeitos a distorções sazonais, como os índices de confiança, apontam para uma redução no ritmo do consumo de 4% para 1,5% (ver figura 2). Essa desaceleração reflete a redução do impulso fiscal na virada do primeiro para o segundo semestre de 2024, com o pagamento extraordinário dos precatórios e o suporte ao Estado do RS ficando para trás, além de alguma desaceleração na concessão de novos benefícios pelo governo federal.

O impacto do forte aperto da política monetária, principalmente da decisão do Copom de dezembro, começará a afetar a economia por volta do 3T25. Os dados melhores neste primeiro bimestre devem voltar a desacelerar. Por exemplo, o Caged forte em fevereiro, que chamou a atenção dos investidores, parece ter ocorrido devido ao feriado de Carnaval, que este ano caiu em março. Esperamos devolução em março, e a criação de emprego no 1T25 deve ser quase 10% abaixo do 1T24. Além dessas questões sazonais, há um vazamento do crescimento da renda do setor agropecuário, devido à safra forte. Mas avaliamos que esse crescimento do agro é favorável à descompressão da inflação, pois prevalece mais oferta do que demanda.



Figura 2: Confiança do consumidor indica desaceleração do consumo



Fonte: Itau Asset

**O principal risco está na agenda política do governo, mas o temor de estímulo para a demanda agregada nos parece exagerado.**

Nos últimos meses, a liberação de R\$ 12 bilhões do FGTS, o início do consignado privado e o envio dos projetos da reforma do imposto de renda elevaram o receio de que a economia não desacelere. Entretanto, não nos parece que essas iniciativas reverterão o peso da demanda agregada diante de juros reais de 10% e da desaceleração do gasto primário real de +8% em 2024 para -1% este ano. Em resumo, enquanto os investidores seguem focados nos riscos inflacionários, achamos que a preocupação deve ser com os riscos crescentes de uma recessão a partir do segundo semestre.

**Para a política monetária, esperamos que o BC encerre o ciclo de alta com a Selic em 15%, com viés de baixa.**

Na ausência de novos choques, não vemos necessidade de o Banco Central (BC) ir além dos 15%. Esperamos que o real continue comportado, a atividade desacelere e a inflação corrente fique próxima das projeções atuais do BC. Assim, na reunião de junho, o BC deve apresentar, com Selic em 15%, uma projeção de inflação abaixo de 3,5% para o

4T26 e de 3,2% para o 1T27 (horizonte relevante da reunião seguinte). Este cenário é compatível com o fim do ciclo em 15%, ou mesmo 14,75%, caso o balanço de riscos para a inflação melhore, por exemplo, com um cenário externo mais benigno. Esse ambiente seria favorável à apreciação do real, considerando que o diferencial de juros está mais elevado do que em 60% do tempo nos últimos 15 anos. Com moeda comportada, a discussão passará a ser sobre a possibilidade de um ciclo de corte de juros ocorrer mais cedo. Já no início do 4T25, o BC poderá projetar inflação na meta ou abaixo dela. Esse cenário ganha força conforme o PIB cresça igual ou menos que a projeção do BC (1,9%) e as expectativas de inflação para este ano sejam reduzidas para abaixo de 5,5%.

**Um risco que não se deve ignorar é o mercado atribuir chance razoavelmente elevada de uma transição política em 2026.**

Nesse caso, o real seria mais favorecido do que em nosso cenário base, e as expectativas de inflação, para horizontes mais longos, tenderiam a se reduzir, abrindo um espaço importante para cortes de juros já no primeiro semestre de 2026.

## Principais Alocações em Renda Fixa no Final do Primeiro Trimestre

**Dentre nossas posições em países desenvolvidos, destacam-se as posições aplicadas no Reino Unido.** Passado o aumento de preços administrados em abril, ainda acreditamos que o BoE dará mais peso à perda de dinamismo da atividade econômica, avançando para um ritmo sequencial de cortes de juros a partir do segundo semestre.

**Em mercados emergentes, posições aplicadas no México são nossa principal exposição.** Os dados de atividade têm vindo consistentemente mais fracos, ao mesmo tempo em que a inflação tem se comportado em linha com as expectativas do mercado e do próprio BC. Com isso, a autoridade monetária foi capaz de entregar dois cortes de 0,50% neste primeiro trimestre, e acreditamos haver espaço para que siga com cortes de mesma magnitude nas próximas duas reuniões, avançando o ciclo de juros para patamares de neutralidade da política monetária.

**Além do Reino Unido e do México, temos posições aplicadas menores e mais táticas em outros países desenvolvidos e emergentes,** enquanto temos operado a curva de juros americana com viés mais tomador, concentrado na parte curta da curva.

**Nas moedas, estamos vendidos em dólares, principalmente contra o euro, o dólar canadense e o dólar australiano.**

**O Brasil tende a se beneficiar desse ambiente externo de menor excepcionalismo americano e de dólar mais fraco.** Nesse contexto, voltamos a estar vendidos no dólar contra o real. Em juros locais, seguimos carregando posições aplicadas desde a virada do ano, agora concentradas em juros nominais. Como proteção, seguimos com posição comprada em credit-default swap (CDS) de Brasil, versus uma cesta vendida em CDS de outros países emergentes.



## Objetivos do Fundo

Fundo Multimercado Macro que atua no mercado brasileiro e internacional, buscando entregar retorno absoluto ao investidor em qualquer cenário econômico. O time de gestão, com sólida formação macroeconômica, se dedica a identificar relevantes temas de investimentos ainda no seu início de ciclo, combinando análise macroeconômica com acompanhamento de indicadores técnicos de mercado. A dedicação a uma análise detalhada sobre a origem dos resultados obtidos (estratégia e implementação), assegura uma profunda compreensão da forma como o alpha é gerado e é essencial para alcançar retornos consistentes no longo prazo.

**105,19% do CDI**

Rentabilidade no ano

**120,58% do CDI**

Rentabilidade dos últimos 12 meses

**118,48% do CDI**

Rentabilidade desde o início do fundo

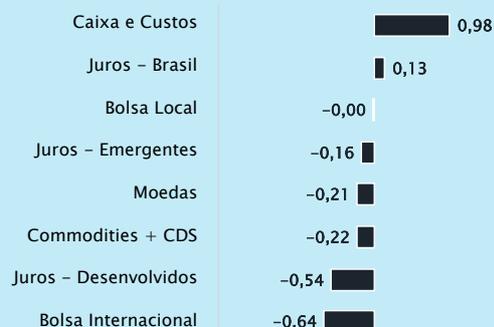
## Análise de Retorno

Termômetro de Risco



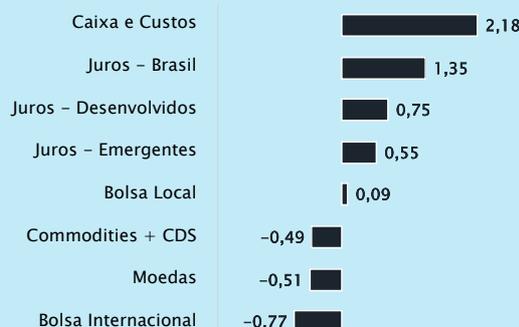
### Contribuição no retorno no mês

Nominal em %



### Contribuição no retorno no ano

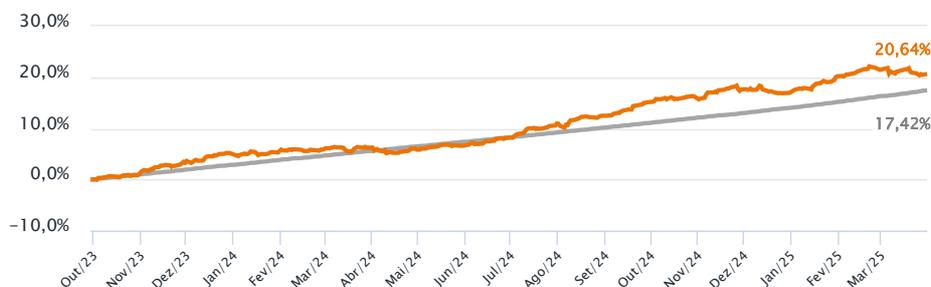
Nominal em %



## Retorno Acumulado

Data de início do fundo  
29/09/2023

Itaú Janeiro MM ●  
CDI ●



## Retorno Mensal

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
Fundo	2,75%	1,05%	-0,66%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,14%
2025 CDI	1,01%	0,99%	0,96%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,98%
%CDI	272,28%	106,22%	-68,67%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	105,19%
Fundo	0,36%	0,31%	0,30%	-0,35%	0,74%	1,40%	2,63%	1,35%	2,40%	0,60%	1,52%	-0,55%	11,19%
2024 CDI	0,97%	0,80%	0,83%	0,89%	0,83%	0,79%	0,91%	0,87%	0,83%	0,93%	0,79%	0,93%	10,87%
%CDI	37,17%	38,18%	35,63%	-39,97%	89,16%	178,03%	289,46%	156,17%	287,97%	64,82%	191,99%	-59,63%	102,87%
Fundo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,03%	2,21%	1,87%	5,20%
2023 CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,00%	0,92%	0,90%	2,84%
%CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	103,54%	241,25%	208,87%	183,34%

## Comentários da Gestão



18 Meses desde o início do fundo



Meses em que esteve acima do benchmark



Meses de retorno positivo do fundo

3,00% Volatilidade 12 meses

## Características

**Volume Global Mínimo\***  
R\$ 1,00

**Classificação Tributária**  
Longo Prazo Sem Compromisso

**Patrimônio Líquido Médio**  
Últimos 12 meses  
R\$ 157.392.659,55

**Taxa Total Máxima**  
2,00%

**Taxa de Performance**  
20% sobre o que exceder 100% do CDI

**Público Alvo**  
Público Em Geral

**Horário para Movimentação**  
Até às 15:00

**Aplicação e Resgate**  
Cota de aplicação (dias úteis): D+0  
Cota de resgate (dias úteis): D+21  
Crédito do resgate (dias úteis após cotização): D+1

## Taxas do Produto

	Administração	Custódia	Distribuição	Gestão
Taxa cobrada ao ano	0,05%	0,05%	0,20%	1,70%
Taxa máxima ao ano	0,05%	0,05%	0,20%	1,70%

O fundo poderá, eventualmente, apresentar indisponibilidade, permanente ou temporária, de acesso por parte de investidores. Em caso de dúvidas, consulte seu gerente de relacionamento

Acesse outros documentos relevantes deste fundo: [www.itaú.com.br/investimentos-previdencia/fundos/informacoes-cotistas/](http://www.itaú.com.br/investimentos-previdencia/fundos/informacoes-cotistas/)

**Glossário:** LF - Letra Financeira. CDB - Certificado de Depósito Bancário. LSF - Letra Financeira Subordinada. LFSN - Letra Financeira Elegível - Nível II. DEB - Debentures. NP - Notas Promissórias. CCB - Cédula de Crédito Bancário. FIDC - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. DPGE - Depósito a Prazo com Garantia Especial. Debentures Conversível. Certificado de Recebíveis Imobiliários. LC - Letra de Câmbio. LCA - Letra de Crédito Agrícola. LCI - Letra de Crédito Imobiliário. DEB COMP - Debenture Compromissada. CDB Vinc - Certificado de Depósito Interbancário Vinculado. CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliário. CDCA - Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio. CPR - Contas a Pagar e Receber. DPGE - Depósito a Prazo com Garantia Especial. COMPR - Operação Compromissada. LH - Letra Hipotecária. TERMO - Contrato a Termo



Signatory of:



### Informações relevantes

ITAÚ JANEIRO MULTIMERCADO FUNDO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO DA CLASSE DE INVESTIMENTO EM COTAS RESPONSABILIDADE LIMITADA CNPJ 52.116.227/0001-09 - 31/03/2025

Este fundo possui lâmina de informações essenciais, podendo esta ser consultada no seguinte endereço eletrônico [www.itaú.com.br](http://www.itaú.com.br). Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Os rendimentos serão tributados semestralmente, no último dia útil dos meses de maio e novembro, à alíquota de 15%. No momento do resgate, será aplicada a alíquota complementar em função do prazo da aplicação: até 180 dias, 22,5%; de 181 a 360 dias, 20%; de 361 a 720 dias, 17,5%; acima de 720 dias, 15%. Haverá cobrança de IOF regressivo no caso de resgates de aplicações com menos de 30 dias. Público alvo: O FUNDO, a critério do ADMINISTRADOR, receberá recursos de fundos de investimento, pessoas físicas e jurídicas, clientes do ADMINISTRADOR, do GESTOR ou de controladas, direta ou indiretamente, pela Itaú Unibanco Holding S.A. Objetivo do fundo: O objetivo do FUNDO é aplicar seus recursos em cotas de fundos de investimento de diversas classes, os quais investem em ativos financeiros de diferentes naturezas, riscos e características, sem o compromisso de concentração em nenhum ativo ou fator de risco em especial, observado que a rentabilidade do FUNDO será impactada em virtude dos custos e despesas do FUNDO, inclusive taxa de administração. Tipo Anbima: MULTIMERCADOS LIVRE - Fundos que são baseados nas estratégias preponderantes adotadas e suportadas pelo processo de investimento adotado pelo gestor como forma de atingir os objetivos e executar a política de investimentos dos Fundos. Fundos que não possuem obrigatoriamente o compromisso de concentração em nenhuma estratégia específica. Início do fundo em: 29/09/2023. Taxa de Administração máx.: 2.00%. Taxa de Performance: 20.0% do que exceder 100.0% do CDI. Fonte de dados do material: Itaú Asset Management. Material de divulgação do fundo - A Itaú Asset Management é a gestora de fundos de investimentos do Itaú Unibanco. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito - FGC. Para obter mais informações, entre em contato pelo telefone 4004-4828. Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, utilize o SAC: 0800 728 0728, todos os dias, 24 horas, ou o canal Fale Conosco ([www.itaú.com.br](http://www.itaú.com.br)). Se necessário contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, todos os dias, 24 horas, 0800 722 1722.