

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	Abril	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	6,4%	2,0%	5,4%	20,9%	11,9%	5,0%	6,5%	5,7%	10,4%
Benchmark	6,4%	2,2%	5,2%	20,6%	12,0%	4,3%	5,8%	4,5%	10,2%
Out/Underperformance (bps)	-6	-18	12	37	-16	72	73	120	
Ações	11,5%	3,8%	9,4%	36,0%	18,8%	8,1%	9,5%	5,1%	15,2%
Benchmark	11,6%	3,9%	9,4%	36,0%	19,1%	8,1%	9,5%	4,7%	15,1%
Renda Fixa	1,3%	0,1%	0,8%	6,3%	5,0%	0,6%	2,3%	4,3%	6,5%
Benchmark	1,3%	0,1%	0,8%	6,3%	5,1%	0,3%	1,9%	3,7%	6,5%
Caixa	0,3%	0,9%	1,2%	4,1%	4,8%	3,5%	2,3%	1,7%	0,6%
Ouro	0,1%	-7,4%	5,6%	39,7%	32,5%	21,1%	13,6%	12,1%	16,1%

Resultados em 30 de abril de 2026

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## A trégua<sup>1</sup>

Em maio, o cenário global parece atravessar uma trégua frágil em meio a um ambiente ainda dominado por elevada incerteza geopolítica. O conflito no Oriente Médio não apresentou avanços relevantes rumo a uma resolução definitiva e voltou a pressionar os preços do petróleo, que permanecem acima de US\$ 100 por barril. Esse choque energético reintroduziu com força os riscos de estagflação, combinando pressões inflacionárias persistentes com uma desaceleração gradual do crescimento global. Apesar desse contexto, os mercados financeiros — em particular o mercado acionário norte-americano — continuam operando próximos de máximas históricas, apoiados em sólidos resultados corporativos e em um ambiente de abundante liquidez, o que reforça a necessidade de uma leitura prudente do cenário global.

De uma perspectiva macroeconômica, o ambiente continua apresentando sinais contraditórios. Nos Estados Unidos, a atividade econômica tem se mantido resiliente, sustentada por um elevado crescimento nominal e pelos ganhos de produtividade associados à adoção de novas tecnologias, particularmente a inteligência artificial. No entanto, a inflação subjacente continua acima da meta do Federal Reserve (Fed), o que limita a margem de manobra da política monetária. Nesse contexto, o equilíbrio de riscos deslocou-se para um cenário em que a convergência inflacionária poderia demorar mais do que o previsto, especialmente se persistirem as pressões provenientes do mercado de trabalho e do choque energético.

A inflação voltou a ocupar um papel central na análise. A alta do preço do petróleo introduz um novo choque de custos que poderia atrasar a normalização inflacionária, em um contexto em que os salários começam a mostrar sinais de maior rigidez. Embora alguns componentes, como o aluguel residencial nos Estados Unidos, tenham contribuído para

## Índice

A Trégua.....	1
Alocação de ativos   Maio 2026.....	4
Resultados do TAACo Global em abril 2026.....	24
Desempenho Histórico.....	25

Conflito no Oriente Médio passa por trégua frágil

Economia dos EUA com sinais contraditórios: resiliência econômica, mas com pressões inflacionárias

<sup>1</sup> Livro do escritor uruguaio Mario Benedetti

moderar o índice geral, os riscos concentram-se na inflação dos serviços e em um eventual ressurgimento da inflação dos bens diante de maiores custos energéticos e logísticos. Esse cenário mantém os bancos centrais em uma posição complexa, obrigados a equilibrar o controle da inflação com a preservação do crescimento econômico.

A inflação volta a ocupar um papel central na análise

Nesse contexto, a política monetária enfrenta restrições crescentes. O Fed adotou um tom mais restritivo, enfatizando a necessidade de garantir uma convergência sustentada da inflação antes de considerar cortes nas taxas. Embora o mercado continue descontando um cenário relativamente benigno, no qual a economia consegue sustentar o crescimento sem um aumento significativo da inflação, consideramos que esse equilíbrio é frágil e altamente dependente de que as pressões salariais e energéticas não se intensifiquem nos próximos meses.

Política monetária com restrições crescentes

Em nível regional, o impacto do contexto global continua sendo heterogêneo. A Europa continua se destacando como uma das principais perdedoras relativas, dada sua elevada dependência energética e a necessidade de aumentar os gastos fiscais com defesa, o que adiciona pressão a economias já estagnadas e com margens fiscais limitadas. A deterioração das contas fiscais e a menor capacidade de reação da política monetária reforçam uma visão cautelosa sobre a região em um cenário de tensões geopolíticas prolongadas.

A Europa continua sendo uma das principais perdedoras relativas

Em contrapartida, algumas economias emergentes exportadoras de matérias-primas encontram-se relativamente melhor posicionadas diante de um cenário de preços elevados das *commodities*. A América Latina, em particular, beneficia-se de sua condição de região exportadora líquida de matérias-primas e de sua menor exposição direta ao conflito. A distância geográfica em relação aos focos de tensão reduz a vulnerabilidade a perturbações logísticas e energéticas, enquanto, no caso do Brasil, os termos de troca mais favoráveis atuam como um amortecedor diante de um cenário global mais desafiador.

América Latina com menor exposição direta ao conflito

Este último país da região apresenta uma dinâmica particular. Após vários meses de fortes fluxos para o mercado de ações, o mercado ficou para trás em abril. No entanto, a inflação continua demonstrando elevada resiliência, impulsionada por uma política fiscal e monetária expansionista em um ano eleitoral. A recente intervenção do Banco Central brasileiro no mercado cambial, comprando dólares pela primeira vez em mais de uma década, constitui um sinal relevante de preocupação com uma valorização excessiva do real. Apesar disso, a baixa volatilidade implícita sugere que o mercado precifica um cenário político relativamente equilibrado no curto prazo.

Brasil com baixa volatilidade relativa

No mercado de renda fixa, o ambiente continua desafiador. O tom mais restritivo do Fed, juntamente com a persistência das pressões inflacionárias, reforça a conveniência de manter uma postura cautelosa em relação à duração, particularmente nos trechos longos

Fed adota tom mais restritivo

da curva. A elevada sensibilidade desses segmentos a mudanças nas expectativas inflacionárias e de taxas justifica uma abordagem defensiva, priorizando a gestão ativa do risco. Nesse contexto, os instrumentos indexados à inflação continuam desempenhando um papel relevante como cobertura contra cenários em que a inflação se mostre mais persistente do que o mercado atualmente precifica.

Paralelamente, a inovação tecnológica continua atuando como um contrapeso estrutural à incerteza cíclica. A inteligência artificial está impulsionando um forte ciclo de investimentos, especialmente em infraestrutura tecnológica e centros de dados, e gerando ganhos significativos de produtividade, particularmente nos Estados Unidos. Embora essas tendências tenham um caráter desinflacionário no longo prazo, no curto e médio prazo também implicam uma elevada demanda por capital, energia e matérias-primas, o que pode ampliar as pressões inflacionárias transitórias. Distinguir entre esses efeitos temporários e estruturais é fundamental para uma interpretação correta do cenário macroeconômico.

O ouro mantém sua relevância como ativo estratégico neste contexto. Apesar de seu fraco desempenho recente e de ter cedido parte de seu papel de refúgio diante do fortalecimento do dólar, seus fundamentos estruturais permanecem sólidos. A demanda sustentada dos bancos centrais, o interesse dos investidores institucionais e o contexto de elevados déficits fiscais reforçam sua atratividade como cobertura diante de cenários de inflação persistente, tensões geopolíticas ou episódios de estagflação.

Nesse cenário, a alocação de ativos reflete uma implementação coerente e disciplinada da visão estratégica, priorizando uma gestão ativa do risco em um ambiente que continua desafiador. O posicionamento atual busca equilibrar a exposição a fontes estruturais de retorno com a necessidade de proteger a carteira contra cenários adversos, mantendo flexibilidade para adaptar as decisões táticas à medida que as condições macroeconômicas e financeiras evoluem.

IA como contrapeso à incerteza

Ouro como ativo estratégico

Prioriza-se a gestão ativa de risco

\*Em maio, foi realizada a atualização de nossa alocação estratégica de ativos (*benchmark* com o qual a carteira é comparada).

### Alocação de Ativos | Maio de 2026

TAACo Global	Bench.	Abril	Maio	OW / UW	Variação	
Ações	50%	50%	50%	N		Neutro em ações, UW em títulos
Renda Fixa	50%	46%	46%	UW	-4%	Posição positiva em caixa e ouro
Caixa		2%	2%	OW	2%	
Ouro		2%	2%	OW	2%	
<b>Total Carteira</b>						
Europa, ex Reino Unido	13,2%	12,7%	12,7%	UW	-0,5%	EUA: OW em Value e Growth, além de Small Cap
Europe Small Cap ex Reino Unido	1,9%	1,4%	1,4%	UW	-0,5%	UW Europa, Reino Unido e Japão
REINO UNIDO	2,8%	1,8%	1,8%	UW	-1,0%	
US Large Caps Growth	16,6%	17,1%	17,1%	OW	0,5%	
US Large Caps Value	15,1%	15,6%	15,6%	OW	0,5%	
US Small Caps	3,7%	4,2%	4,2%	OW	0,5%	
Japão	4,7%	4,2%	4,2%	UW	-0,5%	OW América Latina
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>58,0%</b>	<b>57,0%</b>	<b>57,0%</b>	<b>UW</b>	<b>-1,0%</b>	Neutro China e Ásia EM, exceto China
LatAm	5,0%	6,0%	6,0%	OW	1,0%	
China	11,5%	11,5%	11,5%	N		
EM Asia ex China	25,5%	25,5%	25,5%	N		
<b>Mercados emergentes</b>	<b>42,0%</b>	<b>43,0%</b>	<b>43,0%</b>	<b>OW</b>	<b>1,0%</b>	Em renda fixa:
<b>Total de Ações</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>			Títulos do Tesouro dos EUA: neutraliza-se a OW 2Y, mantém-se a UW 10Y e 30Y
Treasuries 2Y	8,7%	9,2%	8,7%	N	-0,5%	
Treasuries 10Y	10,5%	10,0%	10,0%	UW	-0,5%	
Treasuries 30Y	6,1%	5,6%	5,6%	UW	-0,5%	
US Tips	2,5%	3,0%	3,5%	OW	1,0%	0,5%
Global Corporate IG	26,2%	25,2%	25,2%	UW	-1,0%	Aumenta-se OW Tips
Global Corporate HY	4,1%	3,1%	3,1%	UW	-1,0%	Underweight (UW) Global IG e HY
<b>Divida desenvolvidos</b>	<b>58,1%</b>	<b>56,1%</b>	<b>56,1%</b>	<b>UW</b>	<b>-2,0%</b>	Posição positiva (OW) em mercados emergentes em relação aos desenvolvidos
EMBI	8,4%	8,9%	8,9%	OW	0,5%	
EM Corporate IG	2,4%	2,4%	2,4%	N		
EM Corporate HY	3,6%	4,1%	4,1%	OW	0,5%	
EM Local Markets	27,5%	28,5%	28,5%	OW	1,0%	Renda fixa emergente: OW Mercados Locais, EMBI e CEMBI HY. Neutro CEMBI IG
<b>Divida Emergentes</b>	<b>41,9%</b>	<b>43,9%</b>	<b>43,9%</b>	<b>OW</b>	<b>2,0%</b>	
<b>Total Renda Fixa</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>			

## AÇÕES

### EUROPA EX-REINO UNIDO: mantém-se a posição de underweight Large e Small Cap

Um dos grandes perdedores da guerra no Oriente Médio é o Velho Continente, onde o risco de estagflação aumenta consideravelmente e a margem de manobra do Banco Central Europeu (BCE) é ajustada. O crescimento do primeiro trimestre do ano estagnou (+0,1% trimestral) e, para 2026, a expectativa de crescimento econômico é reduzida para 0,8%, ante 1,2% antes do início da guerra, enquanto para 2027 a estimativa é revisada para 1,3%. Além dos fatores cíclicos, a região enfrenta problemas estruturais difíceis de reverter, como o envelhecimento da população, a baixa

produtividade, a pressão sobre as finanças públicas e o endividamento excessivo de algumas economias, como a França.

O menor otimismo se reflete em indicadores como a surpresa econômica, que se aprofundou em território negativo em abril, enquanto o indicador antecedente PMI composto recuou em abril para 48,6 pontos, seu nível mais baixo em 17 meses (50 pontos é o limiar de expansão/contração do setor nos próximos 6 a 12 meses).

À fraca expectativa de crescimento soma-se uma inflação em aceleração. Em abril, ela ficou em 3,0% em relação ao ano anterior, enquanto a inflação subjacente moderou-se para 2,2%. O aumento deveu-se principalmente ao componente energético, que subiu quase 11% em relação ao ano anterior devido ao encarecimento do petróleo e do gás natural pela escalada do conflito bélico no Irã. Assim, o BCE, em sua reunião de abril, manteve o sistema de taxas de juros inalterado (taxas de depósito de 2,00%), alertando para os riscos de alta da inflação, que se intensificaram com a alta do petróleo. Embora a autoridade monetária tenha mantido a calma (não antecipou aumentos imediatos), reiterou estar pronta para agir e ajustar a política “reunião a reunião”, de acordo com a evolução dos dados.

O mercado continua, assim, a internalizar três aumentos de taxas para o segundo semestre do ano, quando, no final de fevereiro, esperava-se uma taxa estável ao longo do ano. Consequentemente, no último mês, a curva de juros continuou se achatando, com o bund alemão de 2 anos subindo para 2,61%, enquanto o de 10 anos atingiu 3,04% em 11 de maio, nível não alcançado desde 2014.

As ações europeias se recuperaram em abril, acompanhando a tendência global, embora tenham ficado atrás das suas contrapartes americanas devido à menor exposição ao setor de tecnologia. As ações do Stoxx 50 subiram 7,3% e as valorizações aumentaram, deixando de ser negociadas em níveis justos. O índice Preço/Lucro em doze meses (P/L *fwd.*) está sendo negociado acima da média de 5 anos. Por sua vez, as valorizações das ações de *small caps* da região também sofreram uma correção de alta, sendo negociadas acima da média de 5 anos.

A incerteza interrompeu a entrada de fluxos nas ações europeias. Nas últimas 4 semanas (segundo a EPFR), observaram-se saídas de fluxos, enquanto até o momento 80% das ações do EuroStoxx 50 apresentaram um crescimento médio dos lucros de apenas 4% em relação ao ano anterior, liderado pelos setores de energia e tecnologia. Estima-se que os lucros das empresas do índice MSCI Europa ex UK cresçam este ano cerca de 13%, dado que sofreu uma ligeira correção para cima no último mês, mas que está abaixo dos pares desenvolvidos (19%, estimativas da Factset).

Dada a deterioração das perspectivas econômicas e os desafios estruturais que a região enfrenta, juntamente com o aumento da incerteza global e a falta de catalisadores no curto prazo, **decide-se manter a posição vendida em ações de Large e Small caps.**

### **REINO UNIDO: Mantém-se UW**

Outro perdedor do conflito no Oriente Médio é o Reino Unido. Para este ano, a previsão de crescimento econômico foi revisada para baixo, passando de 1,2% — antes do início da guerra — para 0,8%, enquanto a previsão para o próximo ano foi reduzida de 1,4% para 1,2%. A economia mostra pouco dinamismo; o PIB do 4º trimestre de 2025 cresceu apenas 0,1% em relação ao trimestre anterior, impulsionado pelos gastos do governo, principalmente em defesa e infraestrutura. Para os primeiros três meses do ano, espera-se um crescimento em torno de 0,4% em relação ao trimestre anterior. A

economia enfrenta uma estagnação, à qual se soma o arrefecimento do mercado de trabalho. Embora a taxa de desemprego de fevereiro tenha caído surpreendentemente para 4,9%, os salários continuam a aumentar acima da inflação (3,8% ao ano em fevereiro).

No plano político, os britânicos demonstram seu descontentamento com a situação econômica por meio de uma perda de apoio ao Partido Trabalhista, que governa uma economia estagnada, com altos índices de desemprego e pressões fiscais. Nas recentes eleições municipais, os tradicionais partidos Trabalhista e Conservador perderam cadeiras em detrimento do *Reform UK*, a extrema direita de Nigel Farage. O resultado das eleições intensifica a pressão sobre o primeiro-ministro Keir Starmer e aumenta a incerteza política interna, elevando ainda mais as taxas de juros e os prêmios de risco-país.

Por sua vez, a inflação em março acelerou para 3,3% em termos anuais, enquanto a inflação subjacente diminuiu para 3,2% e os serviços registraram alta de 4,5% em relação ao mesmo período do ano anterior. Diante de uma inflação que vinha diminuindo e de um mercado de trabalho frágil, o Banco da Inglaterra (BoE) reduziu a taxa de referência em dezembro em 25 pontos-base, para 3,75%, com o mercado esperando, até antes da escalada do conflito no Oriente Médio, dois cortes adicionais para este ano. No entanto, o choque energético elevou as perspectivas de inflação, adiando a convergência para 2% até o final de 2027. O BoE alertou que o choque energético exige prudência e sinalizou a disposição de endurecer a política monetária caso a inflação persista. Assim, o mercado agora estima entre dois e três aumentos de taxas durante o segundo semestre do ano. No último mês, diante da persistência da crise energética, juntamente com a incerteza política interna e as pressões para que Starmer renuncie, a curva de taxas dos títulos soberanos continuou se achatando, com a taxa de 2 anos subindo quase 20 pb até 4,46%, enquanto a taxa de 10 anos subiu 15 pontos-base, para 5,0% em 11 de maio – seu maior nível desde 2008.

No mercado, em abril, as ações britânicas subiram 4,8%, ficando atrás de seus pares dos mercados desenvolvidos. Apesar disso, as valorizações continuaram diminuindo; mas o índice P/L futuro ainda se negocia acima da média de cinco anos em termos absolutos. Em relação ao resto da Europa, as ações britânicas são negociadas com um desconto de 15%, próximo da média histórica. Por outro lado, até o momento, cerca de 40% das empresas do MSCI Reino Unido divulgaram seus resultados do primeiro trimestre do ano, com um crescimento dos lucros em torno de 19% e surpresas positivas concentradas no setor de energia. Para este ano, espera-se um crescimento dos lucros próximo a 19%, que foi revisado para cima no último mês e está em linha com os mercados desenvolvidos. O MSCI Reino Unido representa 3% das ações globais e possui 11% de exposição ao setor de energia, o que é alto em comparação com outros mercados desenvolvidos, e é o que tem impulsionado principalmente a expectativa de crescimento dos lucros do índice, juntamente com o setor de materiais.

Embora o país não dependa energeticamente do Oriente Médio, o aumento dos preços internacionais do petróleo e do gás natural eleva o risco de estagflação e complica a margem de manobra do BoE para manter uma política monetária expansionista. Assim, no contexto de baixo dinamismo econômico, incerteza sobre a liderança política interna, uma política monetária mais restritiva, juntamente com saídas persistentes de fluxos, decide-se **manter a posição *underweight* em ações britânicas.**

**ESTADOS UNIDOS: mantém-se a posição *overweight* em ações *Large Cap Value e Growth*, além de *Small Cap***

Apesar de os Estados Unidos serem praticamente autossuficientes em termos energéticos e não dependerem do petróleo extraído no Oriente Médio, o choque de oferta e o aumento global no preço dos combustíveis alteram o cenário previsto no final de fevereiro, aumentando o risco de estagflação. Desde o início da guerra com o Irã, a perspectiva de crescimento para este ano foi reduzida de 2,5% para 2,1%, enquanto a de 2027 permanece em 2,0%.

No entanto, por enquanto, a economia americana continua demonstrando resiliência. Durante o primeiro trimestre do ano, o crescimento econômico acelerou para 2,0% anualizado, recuperando-se dos 0,5% registrados nos últimos três meses de 2025, afetados pela *paralisação*. Enquanto isso, a surpresa econômica recupera dinamismo e tem se mantido em alta nas últimas quatro semanas, ao mesmo tempo em que os indicadores antecedentes PMI, tanto de serviços quanto de manufatura, melhoraram em abril.

Em relação ao mercado de trabalho, os dados voltaram a surpreender positivamente. Em abril, foram criados 115 mil novos empregos e o dado de março foi revisado para cima, ao mesmo tempo em que a taxa de desemprego se manteve em 4,3%. A evolução do emprego será fundamental nas decisões de política monetária do Fed, em um contexto de pressões inflacionárias.

A inflação de abril voltou a acelerar e surpreendeu positivamente ao atingir 3,8% ao ano, refletindo o aumento nos custos da energia; o índice subjacente também acelerou, chegando a 2,8%. Assim, enquanto o mercado esperava, até o final de fevereiro, dois cortes de taxa de 25 pontos-base para este ano, agora espera-se que a taxa se mantenha estável ao longo do ano. Em sua reunião de abril, o Comitê do Fed manteve a taxa de referência na faixa de 3,50% a 3,75% pela terceira reunião consecutiva e confirmou que a política monetária será orientada com base na publicação de dados, na evolução das perspectivas e no equilíbrio de riscos. Resta ver como a mudança na liderança afetará as decisões do Fed, na medida em que Kevin Warsh assumir como presidente do

Durante o mês de abril, a curva de taxas continuou apresentando um *“bear flattening”*, ou seja, um aumento acompanhado de achatamento, devido à alta mais acentuada na parte mais curta da curva. A taxa do título do Tesouro de 2 anos subiu no último mês quase 20 pontos-base, para 3,99%, enquanto a de 10 anos saltou 10 pontos-base, para 4,45%. À medida que o conflito cessar, haverá espaço para que a curva volte a se inclinar, principalmente devido à preocupação com o financiamento fiscal.

No plano político, o governo de Trump perde popularidade à medida que a guerra com o Irã se prolonga e a trégua se torna instável. A comunicação errática do presidente aumenta a incerteza sobre o fim da guerra, afetando não apenas os mercados financeiros, mas também as pesquisas sobre as *eleições de meio de mandato*, nas quais os democratas poderiam assumir o controle tanto da Câmara dos Representantes quanto do Senado. Daqui para frente, Trump deveria moderar-se e reorientar sua agenda para o âmbito doméstico. Essas eleições serão especialmente relevantes para avaliar a capacidade de avançar em reformas estruturais e o nível de apoio político que o governo terá durante a segunda metade do mandato.

Durante abril, o S&P 500 se recuperou das perdas de março, impulsionado principalmente pelo setor de tecnologia: o S&P 500 subiu 10,4% e o Nasdaq 100, 15,6%, atingindo ambos novos máximos históricos. Apesar da deterioração das perspectivas econômicas, o setor corporativo permanece sólido, ao mesmo tempo em que se deve começar a capitalizar os ganhos de produtividade da inteligência artificial. Para 2026, espera-se que o crescimento dos lucros acelere para 22%, ante 16% em 2025, dado que foi revisado para cima no último mês. O crescimento dos lucros será impulsionado

pelos setores de tecnologia, materiais e energia. Até o momento, 90% das empresas do S&P 500 divulgaram seus resultados do primeiro trimestre, com um crescimento dos lucros em torno de 25% em relação ao ano anterior, o maior registro desde o final de 2021 e o sexto trimestre consecutivo com crescimento de dois dígitos.

Com os ganhos de abril – que se mantiveram em maio – as valorizações estão ficando mais caras. O índice P/L futuro do S&P 500 deixou de ser negociado com desconto para passar a ser negociado em linha com a média de 5 anos de 22 vezes. As valorizações também estão subindo tanto no estilo *value* quanto *no growth*, sendo que estas últimas estão sendo negociadas em níveis justos, enquanto as de *small caps* também se situam em torno da média.

No que diz respeito aos fluxos, segundo a EPFR, as ações norte-americanas lideraram as entradas acumuladas em 2025, com fluxos que continuaram chegando apesar da guerra no Oriente Médio. Nas últimas seis semanas, observou-se uma entrada de fluxos líquidos.

**Em linha com o fato de ser um mercado autossuficiente em termos energéticos e dada a solidez econômica e corporativa, as valorizações que se mantêm justas e a entrada sustentada de fluxos, mantém-se a posição de compra em *large cap value, growth e small caps*.**

### **JAPÃO: Decide-se manter a posição *underweight***

Em abril, o mercado acionário japonês (MSCI Japão) registrou retorno de 9,1%, enquanto o Nikkei — com maior exposição ao setor de tecnologia — avançou 17,9%. Isso foi impulsionado por uma melhora no apetite global pelo risco e um desempenho sólido do setor de tecnologia. Em linha com o exposto acima, e com o desempenho positivo de abril, as valorizações P/L *futuras* estão sendo negociadas acima de sua média histórica de 5 e 10 anos.

Durante abril, observaram-se entradas em ETFs de ações japonesas, juntamente com uma demanda significativa por parte de investidores estrangeiros. De fato, os fluxos para o mercado de ações atingiram US\$ 26,1 bilhões no mês (segundo a Bolsa de Valores de Tóquio, TSE), refletindo um apetite renovado e proporcionando suporte adicional ao desempenho das ações.

De uma perspectiva macroeconômica, a atividade mostrou sinais de maior dinamismo, com a produção industrial acelerando 2,3% ao ano em março (0,4% no mês anterior), em parte impulsionada por um aumento preventivo na produção diante da incerteza nas cadeias de abastecimento globais. Na mesma linha, o PMI manufatureiro registrou 54,9 pontos, um aumento em relação ao mês anterior consistente com esse comportamento.

O consumo mostrou sinais de recuperação em março, com as vendas no varejo acelerando e registrando uma variação anual de 1,7%, explicada principalmente por uma maior demanda por automóveis e medicamentos. No entanto, o componente de combustíveis apresentou uma queda em relação ao mês anterior, apesar dos subsídios concedidos pelo governo.

No setor externo, as exportações em março registraram um crescimento de 11,7% em relação ao ano anterior (4,0% em fevereiro), superando as expectativas do mercado, impulsionadas por uma maior demanda proveniente da China, em função da normalização após o período de festas. No mesmo mês, as importações cresceram 10,9% em relação ao ano anterior (10,3% em fevereiro) devido a maiores compras de bens tecnológicos e industriais, embora com uma queda nas

importações de energia. Isso contribuiu parcialmente para amenizar as pressões sobre a balança comercial, em um contexto em que o Japão continua altamente dependente da energia importada.

Apesar disso, as perspectivas de crescimento econômico foram revisadas marginalmente para baixo para 2026, de 0,8% para 0,7%, o que se traduz em uma desaceleração da economia em relação ao crescimento de 1,1% em 2025. Esse ajuste reflete um cenário externo mais desafiador, em linha com a incerteza geopolítica e o impacto dos maiores custos energéticos.

Em março, a inflação anual ficou em 1,5%, ligeiramente acima da expectativa do mercado (1,4%). Embora permaneça dentro da meta do Banco do Japão (BoJ), observa-se uma aceleração incipiente, explicada principalmente pelo componente de alimentos e, em menor grau, pelos preços da energia, parcialmente contidos por subsídios governamentais. Nesse contexto, e em linha com uma postura mais cautelosa, o BoJ decidiu manter a taxa de política monetária em 0,75% em sua reunião de maio, ao mesmo tempo em que elevou sua projeção de inflação subjacente para o ano fiscal para 2,8% (de 1,9%). No entanto, o aumento das pressões inflacionárias importadas coloca desafios para a sustentabilidade da política fiscal expansionista impulsionada por Takaichi. Apesar disso, o mercado continua antecipando dois aumentos adicionais das taxas até 2026.

A persistente fraqueza do iene, que se desvalorizou 7,4% em relação ao dólar no último ano, levou as autoridades a intervir no mercado cambial no início de maio com o objetivo de conter movimentos desordenados da moeda. Embora essa intervenção tenha atuado como um fator de estabilização transitória — com uma valorização de 1,5% nos dias seguintes —, o iene retomou posteriormente sua tendência de desvalorização, acumulando uma queda de 0,1% até 11 de maio. Esse comportamento ocorre em um contexto em que os fundamentos subjacentes permanecem fracos, em função do diferencial de taxas com os Estados Unidos e do persistente choque energético associado ao aumento do preço do petróleo.

Apesar do desempenho positivo do mercado acionário, com o Japão continuando a apresentar um cenário atraente, apoiado na estabilidade política e nas reformas estruturais, além de contar com o interesse dos investidores globais, ligado ao dinamismo do setor tecnológico, há fatores que levam a adotar uma postura cautelosa. Juntamente com a desaceleração nas perspectivas de crescimento, os riscos associados ao preço do petróleo, a sustentabilidade fiscal e a persistente incerteza geopolítica, **opta-se por manter uma posição *underweight* em ações japonesas**, reconhecendo um equilíbrio risco-retorno mais favorável do que em outros mercados, mas com alta sensibilidade ao conflito no Oriente Médio.

### **MANTÉM-SE OW EM AÇÕES DE MERCADOS EMERGENTES: OW na América Latina, neutro na China e na Ásia EM (ex-China)**

Os mercados emergentes retomaram seu *desempenho superior* em relação aos desenvolvidos em abril, mas concentrado principalmente nas economias asiáticas, impulsionado pelo *clima de risco positivo* generalizado a nível global, que se concentrou em ações do setor de tecnologia. Durante o mês e no início de maio, o conflito no Oriente Médio parece perder intensidade, permitindo que os mercados retomem suas tendências de alta. Os elevados níveis de liquidez são particularmente benéficos para economias que se encontram *underweight* em carteiras globais, como é o caso dos mercados emergentes, e que, além disso, oferecem descontos em termos de valorizações em relação às economias avançadas.

### AMÉRICA LATINA: MANTEVE-SE OW

Na América Latina, a distância geográfica em relação ao conflito no Oriente Médio ainda a posiciona como uma região sujeita a menor impacto caso haja uma escalada do mesmo. Por sua vez, a menor ponderação do setor tecnológico no índice de ações a posiciona como uma região que continuará sendo favorecida por uma rotação e desconcentração dos investimentos, ao mesmo tempo em que é produtora de *commodities*, cujas perspectivas permanecem positivas. Em particular, o investimento em infraestrutura de Inteligência Artificial resultará em maior demanda energética, o que exigirá metais industriais exportados pela América Latina.

No **Brasil**, o mercado ficou para trás em abril, e o Bovespa subiu 4,3% em dólares, impulsionado por um real que se valorizou 4,5% no mês. Tanto as ações quanto a moeda do país se mostraram ativos bastante resilientes durante a correção em março e, por isso, em meio a esse maior apetite pelo risco, ficaram um pouco para trás. Após a valorização do real, o Banco Central pareceu incomodado e comprou dólares no mercado de futuros pela primeira vez em mais de uma década, sugerindo que a autoridade se sente confortável com uma taxa de câmbio de ~R\$ 4,9 por dólar. Em um contexto de maiores pressões inflacionárias em nível global, o Banco Central se viu obrigado a adotar uma postura mais cautelosa e, em sua reunião de abril, voltou a reduzir a taxa Selic em 25 pb, dando a entender que, se a incerteza global não se dissipar, esse será o ritmo de reduções que marcará o ciclo. No que diz respeito à inflação, em abril ela acelerou para 4,4% ao ano, mas em linha com o esperado, e a projeção é de que se situe em 4,9% no final do ano. De qualquer forma, para 2028, as expectativas apontam para 3,6%, de acordo com a pesquisa Focus. A atividade continua dando sinais de desaceleração, com um mercado de trabalho mais folgado, enquanto a taxa de desemprego subiu em março para 6,1%. As perspectivas de crescimento apontam para uma expansão de 1,9% do PIB este ano, que será sustentada por um superávit comercial significativo, com números do comércio exterior que atingiram um recorde em abril (para esse mês do ano), impulsionados pela alta no preço do petróleo. Passando para a política, as pesquisas continuam indicando um empate técnico entre Lula e Flávio Bolsonaro em um eventual segundo turno, enquanto o Partido dos Trabalhadores poderia estar considerando alternativas para substituir o presidente na disputa. Por outro lado, o presidente se reuniu com seu homólogo norte-americano no início de maio, o que reforça o renovado interesse dos EUA pelas economias da região. Assim, essas conversas visavam resolver algumas questões comerciais, bem como discutir um eventual investimento norte-americano em minerais críticos e data centers. Por outro lado, recentemente observamos dois sinais de maior rejeição do Congresso ao Executivo, uma vez que foi anulado o veto presidencial que impedia a redução da pena de Bolsonaro, ao mesmo tempo em que foi rejeitada a indicação de um novo membro para a Suprema Corte apresentada por Lula, fato que não ocorria há mais de 100 anos. Passando para o mercado, continuam a ser observadas entradas de fluxos no conjunto de fundos e ETFs, já que, segundo a EPFR, essas classes de ativos receberam US\$ 5,168 bilhões no que vai do ano (até 6 de maio). Com o bom desempenho do mercado, as valorizações se ajustaram, mas continuam sendo negociadas 0,5 desvios padrão abaixo da média de 10 anos no índice P/L *futuro*. No que diz respeito aos relatórios corporativos do primeiro trimestre, mais de 70% das empresas do Bovespa já divulgaram seus resultados, apresentando surpresas positivas tanto nas vendas quanto nos lucros, além de crescimento de dois dígitos em ambas as linhas. Dessa forma, os ativos brasileiros têm apresentado um *desempenho superior* em relação ao resto do mundo no acumulado do ano e, embora o cenário pareça equilibrado e a volatilidade esteja relativamente baixa, historicamente, em período eleitoral, a situação pressiona os preços das ações. Nesse sentido, **decide-se reduzir marginalmente o overweight em ações do Brasil.**

**No México**, o IPC Mexbol apresentou uma recuperação parcial em abril, com alta de cerca de ~1,5% em dólares, embora tenha ficado novamente atrás de seus pares emergentes e desenvolvidos. No plano macroeconômico, os últimos dados continuam refletindo um panorama desafiador para a economia; por um lado, o PIB do primeiro trimestre desacelerou para apenas 0,1% ao ano (1,6% no trimestre anterior), refletindo uma economia praticamente estagnada. Nesse cenário, os principais motores do crescimento começaram o ano com fraqueza, com o consumo privado registrando dois meses consecutivos de queda em fevereiro, enquanto o investimento fixo acumulou 18 meses em território negativo. Isso reforçou a percepção de uma economia entrando em uma zona de estagflação, onde o crescimento continua abaixo do potencial, enquanto a inflação permanece acima da meta e ainda pressionada por alimentos e combustíveis. Em linha com isso, a última pesquisa do Citi revisou para baixo as expectativas de crescimento para 2026 para ~1,2% (1,4% na pesquisa anterior), enquanto as projeções de inflação para o final deste ano e 2027 continuaram sendo revisadas para cima, para 4,4% e 3,8%, respectivamente, adiando novamente a convergência para a meta de 3% do Banxico. Apesar desse panorama, o banco manteve seu ciclo expansionista ao reduzir a taxa de juros em 25 pontos-base, para 6,50%, nível que se espera que se mantenha pelo restante de 2026, encerrando assim o ciclo de cortes iniciado em 2024. No âmbito político, persistem as tensões com os EUA em meio ao processo de revisão do T-MEC previsto para julho, após o Ministério Público de Nova York ter solicitado a extradição de Rubén Rocha Moya, governador do partido no poder em Sinaloa, por supostas ligações com o narcotráfico, aumentando a incerteza em torno das decisões de investimento e da concretização do *nearshoring*. Internamente, a deterioração econômica também começou a impactar a frente política, com um aumento na rejeição à presidente Sheinbaum diante de maiores preocupações com corrupção, segurança e inflação. No mercado, as valorizações continuam ajustadas em torno de sua média de 5 anos, enquanto, em termos de fluxos, observaram-se saídas de ~2,1% do AUM do principal ETF do país. No entanto, a temporada de relatórios corporativos mostrou perspectivas empresariais ainda resilientes, e observou-se um crescimento tanto nas vendas quanto nos lucros das empresas do Mexbol, bem como surpresas positivas. Assim, embora uma eventual trégua no Oriente Médio possa favorecer o apetite pelo risco, juntamente com perspectivas corporativas ainda favoráveis, a deterioração macroeconômica na véspera da revisão do T-MEC sugere manter uma postura cautelosa, **pelo que se decide manter a posição neutra em ações mexicanas.**

A **bolsa chilena** voltou a brilhar em abril, após alguns meses de desempenho negativo, e o IPSA subiu 5,1% em dólares, apresentando um desempenho mais positivo do que os índices da região. Devido ao retorno do apetite pelo risco, durante abril reverteu-se a deterioração dos termos de troca que se refletia no peso chileno, resultado do aumento do preço do petróleo e da queda do cobre. No lado econômico, o IMACEC de março voltou a contrair-se e nos dá uma estimativa de um primeiro trimestre em que a economia teria contraído 0,3% ao ano, afetada negativamente pela indústria e pela mineração, enquanto o comércio e os serviços cresceram nos últimos doze meses; trimestralmente (dessazonalizado), apenas o setor de serviços teria registrado desempenho positivo. Isso levou o mercado a revisar para baixo as expectativas de crescimento, prevendo uma expansão de 2,0% para este ano. Apesar dessa desaceleração, não se trata de uma queda abrupta, mas fez com que a inflação de abril ficasse abaixo do esperado, registrando 4,0% em termos anuais, e a inflação sem itens voláteis em 3,4% nos últimos doze meses. A maior parte do aumento no preço da gasolina já estaria internalizada; no entanto, os efeitos de segunda ordem farão com que a inflação se situe acima de 4,0% no restante do ano e volte a se encaminhar para a meta de 3,0% em 2027. No que diz respeito ao mercado, os fluxos permaneceram marginalmente negativos durante abril, e observou-se uma saída líquida de US\$ 2 milhões do conjunto de ETFs. As valorizações continuam sendo negociadas em níveis justos e, até o momento da temporada de divulgação de resultados corporativos, mais de 70% das empresas publicaram seus resultados do primeiro trimestre, registrando tanto crescimento quanto surpresas positivas nas vendas e nos lucros. Passando para a política, após uma queda na

popularidade do atual governo, na última semana observou-se um aumento marginal na aprovação presidencial, chegando a 42%. Durante abril, o Executivo apresentou um projeto de reconstrução nacional que implica uma série de mudanças tributárias, além de outras medidas para acelerar o crescimento econômico e o investimento. Após a aprovação da proposta de legislação, foram apresentadas mais de mil emendas, o que sugere que a tramitação não será rápida. Embora o projeto tenha suscitado certos alertas fiscais, estes não são alarmantes e o mercado não reagiu de forma negativa. Dessa forma, após o bom desempenho da bolsa chilena, o cenário torna-se mais desafiador daqui para frente e, considerando a falta de fluxos e as valorizações ajustadas, **decide-se manter em neutro a exposição às ações chilenas.**

Na **Colômbia**, o Colcap recuou 4,4% em abril, sendo um dos poucos mercados acionários a nível global a encerrar o mês em território negativo. No lado macroeconômico, o Banco da República (BanRep) revisou para baixo a previsão de crescimento para 2026, de 2,6% para 2,4%, refletindo uma economia que mantém certa resiliência no consumo privado — apoiada pelo aumento do salário mínimo e por um mercado de trabalho ainda sólido —, embora com fraqueza persistente nos setores de investimento e produtivos. Em termos de preços, a inflação em abril acelerou para 5,6% ao ano, atingindo seu maior nível desde setembro de 2024 e reafirmando que o balanço de riscos continua claramente inclinado para o lado de alta. Nesse contexto, o BanRep projeta uma inflação no final do ano de 6,4% (subjacente 6,3%), ainda muito acima da meta, em um cenário marcado pela persistência da inflação nos serviços, repasse salarial e riscos associados a preços mais altos de alimentos e energia, incluindo um possível evento do fenômeno El Niño durante o segundo semestre. Da mesma forma, as preocupações fiscais e externas continuam elevadas, com um forte dinamismo das importações de bens de consumo que reflete um excesso de demanda interna, enquanto o déficit comercial permanece elevado e as remessas mostram sinais de desaceleração. Nesse contexto, embora em abril o Banco da República tenha surpreendido ao manter a taxa de referência em 11,25%, apesar de o mercado esperar um aumento, as atas revelaram uma forte divisão interna e dúvidas crescentes sobre a institucionalidade do processo decisório, enquanto o mercado continua antecipando novos aumentos das taxas durante o resto do ano, que poderiam levá-la a níveis próximos de 12,00% no final de 2026. No plano político, as eleições presidenciais de 31 de maio continuam aumentando a incerteza do mercado. Iván Cepeda tem continuado a ganhar popularidade e hoje se destaca como o principal candidato à presidência, liderando as pesquisas com cerca de 38,5% de intenção de voto no primeiro turno. Em contrapartida, Paloma Valencia perdeu força, enquanto Abelardo de la Espriella ganhou terreno e teria maiores chances de avançar para um eventual segundo turno. No entanto, um cenário de segundo turno entre Cepeda e de la Espriella parece mais favorável para o governo do que um contra Valencia, aumentando a cautela do mercado. Do lado do mercado, as valorizações continuam ajustadas, cotando-se acima de sua média de 5 anos no índice P/E  *fwd.*, enquanto, em termos de fluxos, registraram-se *entradas* líquidas equivalentes a 1,9% do AUM do conjunto de ETFs do país no último mês. Assim, considerando a deterioração do equilíbrio macroeconômico, o aumento da incerteza política e institucional e uma crescente probabilidade de continuidade do governo atual diante das eleições de 31 de maio, **decide-se passar de uma posição neutra para uma posição de *underweight* em ações colombianas.**

O MSCI NUAM **Peru** recuou 3,0% em abril, registrando assim seu segundo mês consecutivo de quedas diante de uma crescente incerteza política. No lado macroeconômico, a atividade continua mostrando resiliência, com o Ministério da Economia e Finanças (MEF) elevando sua projeção de crescimento para 2026 para 3,2%, apoiada por uma recuperação do investimento privado e um maior dinamismo no setor de construção. No entanto, o panorama inflacionário se deteriorou: a inflação em Lima acelerou para 4,0% ao ano em abril — seu maior nível desde outubro de 2023 —, enquanto a inflação subjacente atingiu 4,5% ao ano, refletindo pressões persistentes nos setores de serviços e transporte em um

contexto de demanda interna ainda sólida, riscos associados ao El Niño e preços mais altos da energia. Nesse contexto, o MEF revisou para cima sua projeção de inflação para o final de 2026, para mais de 3,0%, enquanto o mercado começou a moderar as expectativas de cortes nas taxas e nem mesmo descarta uma postura mais restritiva por parte do Banco da Reserva (BCRP), embora a taxa de referência deva permanecer em 4,25% nos próximos meses. Da mesma forma, embora o déficit fiscal projetado para 2026 permaneça relativamente contido em torno de 1,8% do PIB, persistem dúvidas quanto ao cumprimento das regras fiscais diante de maiores pressões de gastos e novos projetos legislativos, incluindo possíveis saques adicionais de fundos de previdência. No plano político, Roberto Sánchez e Keiko Fujimori avançam oficialmente para o segundo turno presidencial em 7 de junho, após uma apuração eleitoral que se estendeu por cerca de um mês e uma disputa extremamente acirrada contra Rafael López Aliaga, que denunciou fraude eleitoral e pediu o reconhecimento parcial dos resultados, elevando ainda mais a incerteza política e institucional. As pesquisas para o segundo turno mostram, além disso, uma disputa altamente polarizada e praticamente empatada entre Sánchez e Fujimori, embora o mercado continue percebendo maiores riscos para os ativos peruanos diante de uma eventual vitória de Sánchez, considerando suas propostas de reforma constitucional, maior intervenção estatal e mudanças no setor de mineração. No entanto, o retorno ao sistema bicameral — no qual a direita parece estar em melhor posição — poderia atuar como um contrapeso institucional relevante, reduzindo parcialmente o risco de medidas mais extremas, como as observadas durante o ciclo político de 2021. Do lado do mercado, as valorizações continuam ajustadas, cotando-se acima de sua média de 5 anos no índice P/E  *fwd.*, enquanto, em termos de fluxos, observaram-se entradas marginais no principal ETF do país durante o último mês. Assim, apesar da resiliência da atividade econômica em um ambiente global turbulento, a deterioração dos preços, aliada a um segundo turno presidencial incerto, nos leva a **manter a posição neutra em ações peruanas.**

Na **Argentina**, o Merval recuou 5,6% em abril, desacoplando-se tanto dos mercados desenvolvidos quanto dos emergentes. No plano macroeconômico, os sinais continuam mistos no contexto do “dilema” que o governo de Javier Milei enfrenta. Por um lado, o Banco Central (BCRA) manteve um ritmo sólido de acumulação de reservas, com compras de mais de US\$ 7 bilhões no que vai do ano, enquanto o recente contexto global de *risk-on* — após as emissões soberanas da Bolívia e do Equador — reabriu uma potencial janela de mercado para a Argentina, especialmente diante de uma compressão do risco-país EMBI para níveis próximos a 500 pb. (496 pb em 11/05). Da mesma forma, a atividade apresentou certa melhora em março após um início de ano fraco, com sinais de recuperação na indústria e na construção, embora o cenário base, de acordo com a última Pesquisa de Expectativas de Mercado (REM) do BCRA, continue apontando para um crescimento moderado próximo a 3,0% para 2026. No entanto, a recuperação continua heterogênea, impulsionada principalmente por setores exportadores como o agrícola, o energético e o de mineração, enquanto o consumo permanece fraco e os salários reais continuam se deteriorando, particularmente no setor público. No que diz respeito à inflação, o processo de desinflação continua gradualmente, com indicadores antecipados sugerindo uma inflação mensal próxima a 2,5% em abril (3,4% no mês anterior) e expectativas de inflação em torno de 30,5% ao ano para o final de 2026, embora a nominalidade continue elevada e limite a margem para uma flexibilização monetária mais agressiva. Por outro lado, no plano político, começam a se consolidar sinais de desgaste do governo. O Índice de Confiança no Governo (ICG) caiu 12,1% mensalmente em abril, marcando seu quarto recuo consecutivo, enquanto a desaprovação de Javier Milei ultrapassou 54% e aumentam as preocupações com a inflação, a corrupção e o emprego em um contexto de recuperação econômica percebida como desigual. Esse cenário, juntamente com o crescente ruído político associado ao caso Adorni e ao *criptogate* \$LIBRA, começa a corroer gradualmente o capital político do governo e a direcionar precocemente o foco para as eleições presidenciais de 2027. Do lado do mercado, em abril foram registradas saídas líquidas de 11,0% do AUM do principal ETF do país, refletindo uma realização de lucros e

maior cautela por parte dos investidores estrangeiros. Assim, embora a melhora nas reservas, a estabilidade fiscal e uma potencial reabertura do acesso aos mercados internacionais continuem sendo fatores de apoio relevantes para os ativos argentinos, estes coexistem com uma recuperação econômica ainda incompleta, pressões sociais crescentes e uma deterioração gradual do cenário político, **pelo que se decide manter a posição neutra em ações argentinas.**

## **CHINA: Decide-se manter posição neutra**

O **mercado chinês** registrou um *desempenho inferior* em abril em relação aos pares asiáticos, avançando 3,6% (índice MSCI), em um contexto de fluxos persistentemente desfavoráveis para o mercado acionário. O conjunto de ETFs vinculados a ações chinesas registrou saídas líquidas equivalentes a 38,2% do AUM durante o mês e, entre os investidores internacionais, a China continua sendo uma posição underweight nas carteiras globais. Em termos de valorizações, as ações chinesas estão sendo negociadas abaixo de suas médias de 5 e 10 anos (P/L *futuro*), apresentando atratividade em termos históricos.

88,7% das empresas já divulgaram seus resultados corporativos do primeiro trimestre; no entanto, os resultados ficaram abaixo das expectativas do mercado, com uma surpresa negativa nos lucros. Apesar disso, o crescimento tanto nas vendas quanto nos lucros é positivo, de 5,2% e 7,3%, respectivamente. Dessa forma, as expectativas de crescimento dos lucros foram revisadas para cima no último mês e espera-se um crescimento de 12,9% em 2026, abaixo de outros países emergentes asiáticos, para os quais, em conjunto, espera-se um crescimento de 64,1%.

Durante a segunda semana de maio, os presidentes Xi Jinping e Donald Trump se reunirão em território chinês. Espera-se que as conversas incluam a manutenção de uma “trégua” temporária tanto na guerra comercial quanto na tecnológica, o que reduziria o risco de novos aumentos de tarifas ou restrições à exportação e ao uso de tecnologia. A estabilidade nas relações bilaterais beneficia ambos os países, já que cada um enfrenta importantes pressões internas. Nesse contexto, prevê-se uma reunião mais focada em preservar o equilíbrio atual do que em alcançar avanços substanciais nas questões mais conflitantes.

O crescimento econômico da China durante o primeiro trimestre do ano apresentou um desempenho positivo, superando as expectativas do mercado. O PIB cresceu 5,0% ao ano, acima dos 4,8% esperados, impulsionado principalmente por um melhor desempenho da atividade industrial, enquanto o consumo interno continua fraco. Nesse contexto, as vendas no varejo desaceleraram em março para 1,4% ao ano, abaixo do previsto, em linha com a redução da magnitude dos subsídios governamentais. Embora o consumo tenha apresentado certa recuperação após as festas, isso respondeu principalmente a estímulos transitórios e não a uma melhora estrutural da demanda interna.

Do lado da oferta, a produção industrial acelerou para 5,7% ao ano em março, superando as expectativas do mercado. Da mesma forma, os PMIs da RatingDog mostraram uma melhora em abril em relação a março, com o PMI manufatureiro subindo para 52,2 pontos (vs. 50,8 em março) e o de serviços para 52,6 pontos (vs. 52,1), refletindo um maior dinamismo associado a novos pedidos de exportação, aumento do total de pedidos e abertura de novos negócios.

No setor externo, as exportações aceleraram em abril e cresceram 14,1% ao ano (contra 2,5% em março), superando as expectativas, apesar das interrupções no transporte decorrentes do conflito geopolítico. Esse desempenho foi impulsionado pelas exportações de tecnologia, particularmente ligadas à inteligência artificial, e por um antecipamento de remessas (“*front loading*”) diante dos riscos de maiores interrupções nas cadeias de abastecimento. Por sua vez, as

importações desaceleraram menos do que o esperado, apoiadas por uma sólida demanda por chips e componentes tecnológicos avançados. Quanto às importações de petróleo, estas aumentaram em valor em relação ao mesmo mês do ano anterior, o que se explica principalmente pelo efeito preço, já que o volume importado caiu cerca de 20%.

Com o aumento dos preços do petróleo, a China começou a sair do cenário deflacionário que caracterizou sua economia nos últimos meses. Durante abril, a inflação acelerou para 1,2% ao ano, superando as expectativas do mercado, impulsionada principalmente pelos preços mais altos dos combustíveis. No entanto, em um contexto de demanda tanto interna quanto externa ainda enfraquecida, esse repunte inflacionário — originado por fatores de custo — poderia se traduzir em maiores pressões sobre os custos industriais, afetando negativamente as margens corporativas, o investimento e, em última instância, as perspectivas de crescimento econômico.

Embora o panorama relacionado à produção melhore, as perspectivas macroeconômicas futuras continuam fracas e o consumo interno não decola. Em um contexto de alta incerteza, onde não se espera um grande avanço após a reunião entre Trump e Xi Jinping, e, por fim, pela falta de catalisadores no mercado, **decide-se manter a posição neutra em ações chinesas.**

## **ÁSIA EMERGENTE EX-CHINA: Mantém-se a posição neutra**

Os mercados da Ásia Emergente, excluindo a China, apresentaram um desempenho heterogêneo num contexto marcado pelo cessar-fogo entre o Irã e os EUA, embora com riscos latentes que incluem choques nos preços do petróleo, interrupções nas cadeias de abastecimento, maiores pressões inflacionárias e efeitos negativos sobre o crescimento econômico. Ao mesmo tempo, os mercados financeiros continuam operando próximos a máximas históricas, enquanto a inovação tecnológica continua atuando como um contrapeso relevante à incerteza. Nesse ambiente, as economias com maior exposição ao ciclo tecnológico, como Coreia do Sul e Taiwan, continuaram apresentando forte dinamismo, impulsionado pela demanda estrutural associada à inteligência artificial, com melhorias nas expectativas de lucros e entradas de fluxos. Parte dessa recuperação também se deve à correção observada em março, que permitiu um alívio nas valorizações e gerou um ponto de entrada mais atraente para o setor tecnológico em ambas as economias. Por outro lado, a combinação de perturbações energéticas e fenômenos climáticos — como o El Niño — intensificou as pressões inflacionárias e moderou a atividade em várias economias, particularmente no Sudeste Asiático. Embora o *momentum* associado à tecnologia e à inteligência artificial se mantenha com fundamentos intactos e continue a apoiar economias como a sul-coreana e a taiwanesa, **opta-se por manter uma posição neutra no segmento da Ásia Emergente, excluindo a China.** Essa postura mais cautelosa responde a perspectivas de crescimento mais modestas, maiores pressões inflacionárias e um cenário de taxas de juros que podem permanecer elevadas por mais tempo.

O **mercado acionário indiano** apresentou um *desempenho* inferior ao de seus pares emergentes em abril (cerca de 8,6% no MSCI), em linha com a recuperação de outros mercados após o cessar-fogo entre o Irã e os Estados Unidos; a Índia continua demonstrando vulnerabilidade a choques externos. Embora nos últimos anos tenha reduzido sua exposição energética ao Oriente Médio e implementado iniciativas como o Atmanirbhar 2.0 — voltadas para fortalecer a capacidade energética doméstica —, a estreita relação comercial com a região, tanto no que diz respeito às importações quanto às exportações, mantém uma elevada sensibilidade a eventos geopolíticos. A isso se soma uma alta exposição ao fenômeno El Niño, que gera condições climáticas adversas e afeta a produção agrícola, com implicações sobre o mercado de trabalho, a inflação e o crescimento. Nesse contexto, observou-se em março uma contração interanual do comércio exterior, com quedas de 6,5% nas importações e 7,4% nas exportações, enquanto a combinação de

perturbações energéticas e riscos climáticos configura um panorama econômico mais desafiador, caracterizado por pressões inflacionárias e uma moderação do crescimento. Do ponto de vista macroeconômico, as projeções de crescimento econômico foram ligeiramente revisadas para baixo após o início do conflito, e espera-se um crescimento de 7,5% neste ano, com previsão de desaceleração para 6,7% em 2027. A inflação em março acelerou para 3,4% ao ano, conforme esperado pelo mercado devido aos aumentos nos preços dos combustíveis, e encontra-se dentro da meta do Banco Central. No que diz respeito à oferta, a produção industrial de março desacelerou menos do que o esperado pelo mercado (4,1% a/a contra 2,7% a/a esperado), prejudicada pelo aumento nos preços da energia e de outras matérias-primas. Ao contrário do anterior, o PMI manufatureiro de abril apresentou um avanço para 55,9 pontos, ante 53,8 em março, devido ao crescimento de novos pedidos e a uma resposta ativa diante da incerteza futura decorrente do conflito. Em termos de valorização, o mercado indiano está sendo negociado com desconto, com um índice P/E *futuro* abaixo de sua média de 5 e 10 anos, e a um desvio padrão no primeiro caso, além de apresentar um desconto relativo em relação a outras economias emergentes. Durante abril, observaram-se saídas de fluxos do principal ETF correspondentes a 18,9% do AUM, e as expectativas de crescimento dos lucros foram marginalmente revisadas para baixo. Até o momento da temporada, 60% das empresas apresentaram seus resultados do primeiro trimestre, revelando surpresas positivas nas vendas, mas não nos lucros. Nesse sentido, observou-se um crescimento de 10,3% nas vendas e de magnitude menor nos lucros. Nesse contexto, apesar do caráter historicamente defensivo do mercado indiano — por não estar diretamente exposto à narrativa global de tecnologia e inteligência artificial —, observou-se uma deterioração do mercado, com saída de fluxos, perda de *momentum* e lucros esperados menores. Por esse motivo, **decide-se manter uma exposição neutra em ações indianas.**

**A Coreia do Sul** registrou um *desempenho* significativamente *superior* em abril (cerca de 29% no MSCI), retomando a trajetória observada no início do ano, acumulando um retorno acumulado no ano de cerca de 82% (índice MSCI), impulsionado pela forte demanda associada à inteligência artificial. Isso se explica pelo alívio parcial das tensões no Oriente Médio, pela desvalorização do dólar e pelo forte impulso global associado à IA. As valorizações estão sendo negociadas com desconto em termos de P/L futuro, situando-se aproximadamente um desvio padrão abaixo de suas médias de 5 e 10 anos. Durante abril, os fluxos de entrada para os ETFs moderaram-se, embora as expectativas de crescimento dos lucros tenham sido revisadas para cima para 2026, com uma projeção de crescimento de 232,7%. No que vai do primeiro trimestre, 73% das empresas do índice divulgaram seus resultados, destacando-se surpresas positivas tanto nas vendas quanto nos lucros. Na mesma linha, embora tenha sido relatado um crescimento nas vendas de 33,4%, o crescimento dos lucros se destaca positivamente, chegando a 212,6%, principalmente ligado ao desempenho das empresas do setor tecnológico, que relatam um crescimento conjunto de 470,8% em seus lucros. No frente macroeconômico, a atividade acelerou para uma variação anual de 3,6% no primeiro trimestre, impulsionada principalmente pelo dinamismo do comércio exterior, favorecido pela demanda por memórias. Em linha com o exposto, durante abril o superávit comercial superou as expectativas do mercado, com as exportações crescendo 48,0% ao ano e as importações 16,7% ao ano. Nesse contexto, o won coreano se valorizou 2,6% no período, superando a média das moedas emergentes, em linha com a ampliação do superávit em conta corrente. Em termos de atividade, a produção industrial acelerou para 3,6% ao ano em março, após uma contração de 2,3% em fevereiro, enquanto o PMI manufatureiro subiu de 52,6 para 53,6 pontos, refletindo a resiliência da economia sul-coreana. Por sua vez, a inflação de abril acelerou para 2,6% ao ano, ante 2,2%, em linha com as expectativas do mercado, e prevê-se uma trajetória ascendente. Neste cenário, caracterizado por incerteza global e riscos tanto inflacionários quanto de crescimento, o Banco Central manteve a taxa de referência em 2,50% em sua reunião de abril, reiterando uma postura prudente para decisões futuras. Consequentemente, não se prevêem alterações na taxa durante o resto do ano. Neste contexto, dado

o *momentum* do mercado acionário, as perspectivas positivas em torno do tema global da inteligência artificial e um panorama macroeconômico favorável, **decide-se manter a posição OW (Overweight) em ações sul-coreanas.**

O **mercado acionário de Taiwan** encerrou o mês de abril com um *desempenho* superior ao da Ásia Emergente e ao conjunto dos mercados emergentes, registrando um retorno de 24,4% (índice MSCI). Assim, após esses desempenhos positivos — atribuídos principalmente à *Taiwan Semiconductor Manufacturing Company* (TSMC) —, as valorizações do mercado acionário de Taiwan estão sendo negociadas com um prêmio no índice P/E *futuro* em relação à sua média de 5 e 10 anos, e em torno de 2 desvios padrão em ambos os casos. A TSMC elevou sua perspectiva de receita para 2026, esperando um crescimento de mais de 30% neste ano, após reportar um aumento de 58% nos lucros impulsionado pela forte demanda relacionada à IA. Em linha com o exposto, durante abril observaram-se entradas de fluxos no principal ETF, atingindo 1,5% do AUM. Da mesma forma, as expectativas de lucros foram revisadas para cima, com uma projeção de crescimento de 38% para 2026. Do ponto de vista macroeconômico, a atividade continua demonstrando resiliência. O crescimento no primeiro trimestre atingiu uma expansão anual de 13,7%, sustentado pela solidez das exportações, dos investimentos e do consumo privado. Em particular, as exportações de março registraram um crescimento anual de 61,8%, as encomendas de exportação de 65,9% e a produção industrial de 28,3%. Isso, juntamente com o PMI do setor manufatureiro, que ficou em 55,3 pontos em abril (ante 53,3 em março), reforça a solidez da atividade econômica. Por sua vez, a inflação de abril ficou em 1,7% em relação ao ano anterior, em linha com as expectativas do mercado e abaixo da meta do Banco Central de Taiwan, o que sugere um espaço limitado para alterações na taxa de juros no curto prazo. Espera-se que o mercado de Taiwan demonstre maior resistência relativa em relação aos seus pares emergentes, beneficiado pela tendência estrutural associada à inteligência artificial e por níveis mais elevados de renda. Nesse contexto, dado o *momentum* do mercado acionário, as perspectivas positivas sobre o tema global da inteligência artificial e um panorama macroeconômico favorável, **decide-se passar a exposição em ações de Taiwan de uma posição neutra para OW.**

As ações **indonésias** apresentaram um *desempenho inferior* em relação aos pares regionais. Assim, as valorizações situam-se abaixo de suas médias históricas de 5 e 10 anos em termos de P/L *futuro*. Em abril, registraram-se entradas de fluxos para o conjunto de ETFs; no entanto, as projeções de lucros foram revisadas para baixo no último mês e não se observou uma recuperação semelhante à de outros pares emergentes, com uma queda de 5,1% no índice MSCI durante o mês. O desempenho de abril se explica pela posição vulnerável do país, não apenas diante do choque energético, mas também diante do fenômeno climático El Niño. No plano macroeconômico, o crescimento do primeiro trimestre acelerou para 5,6% ao ano, apesar das perturbações energéticas, impulsionado por um aumento recorde de 22% nos gastos públicos. No entanto, prevê-se uma moderação no segundo trimestre, diante de maiores riscos de queda associados ao fenômeno climático e aos efeitos do conflito no Oriente Médio. No setor externo, as exportações de março contraíram-se 3,1% ao ano, enquanto as importações desaceleraram para 1,5% ao ano. Quanto à atividade, o PMI manufatureiro de abril caiu para 49,1 pontos, aprofundando os sinais de desaceleração e aumentando as preocupações econômicas. Por sua vez, a inflação de abril moderou-se para 2,4% ao ano devido ao impacto positivo das medidas implementadas pelo governo, situando-se dentro da meta do Banco da Indonésia (1,5% - 3,5%). No entanto, o principal mandato da autoridade monetária é a estabilidade da rupia, que se desvalorizou 2,0% em relação ao dólar em abril, acumulando uma queda de 3,9% nos últimos seis meses. Nesse contexto, espera-se que o Banco da Indonésia implemente um aumento na taxa de juros em sua reunião de maio. Levando em conta esse cenário e um panorama macroeconômico mais incerto devido às tensões geopolíticas e climáticas, **decide-se manter uma posição *underweight* em ações indonésias.**

O mercado acionário **tailandês** apresentou um *desempenho inferior* em relação aos mercados emergentes. Em abril, registrou alta de 3,5% (índice MSCI), e as ações estão sendo negociadas atualmente abaixo da média histórica do P/E *futuro*. Na mesma linha, em abril observaram-se saídas de fluxos do conjunto de ETFs correspondentes a 4,5% do AUM, enquanto as expectativas de crescimento dos lucros foram revisadas relativamente para cima, e espera-se uma queda de 1,5% para 2026. Do lado macroeconômico, as projeções de crescimento permanecem abaixo de 2% para este ano, sem sinais claros de recuperação. Em março, o déficit comercial se acentuou, explicado por um aumento nas importações de ouro, maquinário e bens de capital. Por outro lado, as exportações aceleraram mais do que o esperado, devido a um aumento para os EUA em função de tarifas mais baixas. A deterioração da balança comercial e a fraqueza do turismo aumentam os riscos de passar de uma conta corrente superavitária para uma deficitária no segundo trimestre. Em termos de preços, a inflação anual acelerou para 2,9% em abril (ante -0,1% anteriormente), refletindo o impacto do conflito no Oriente Médio sobre os preços da energia. Nesse contexto, o governo eliminou o teto de preços do diesel, evidenciando o complexo dilema entre proteger as famílias contra os preços mais altos da energia e preservar a sustentabilidade das finanças públicas. Embora o controle de preços tenha sido uma prioridade política durante anos, o maior custo fiscal aprofundou o déficit do fundo de subsídios. Assim, na ausência de catalisadores macroeconômicos, **decide-se manter a posição de *underweight* em ações tailandesas.**

### EMEA

As ações **sul-africanas** registraram um retorno de 4,2% em abril (índice MSCI). No entanto, o desempenho relativo continuou aquém em relação a outros mercados emergentes, o que se explica principalmente pela fraqueza do ouro durante o mês, dada a alta correlação do mercado acionário com o metal precioso. Em termos de valorização, as ações estão sendo negociadas atualmente abaixo das médias históricas de 5 e 10 anos e a mais de um desvio padrão na relação P/E *futuro*. Na mesma linha, observaram-se saídas de fluxos do principal ETF, equivalentes a 2,8% de seus ativos sob gestão (AUM) durante abril. No plano macroeconômico, espera-se uma aceleração do crescimento econômico para 1,4% em 2026, ante 1,1% no ano anterior, com uma melhora adicional para 1,7% em 2027, apoiada principalmente por um maior dinamismo dos setores de mineração e agricultura. No que diz respeito à atividade, o PMI manufatureiro da África do Sul subiu para 51,6 pontos em abril, refletindo recuperações na produção e em novos pedidos num contexto de maior demanda interna, enquanto as exportações apresentaram fraqueza. A inflação de março situou-se em 3,1% ao ano, embora se espere uma aceleração para 4,3% em abril. Os riscos de inflação importada aumentaram no contexto de tensões geopolíticas e maiores perturbações nas cadeias de abastecimento. Nesse cenário, o Banco da Reserva da África do Sul (SARB) mantém uma postura cautelosa em relação a futuros movimentos nas taxas, destacando não apenas os efeitos dos preços da energia, mas também o aumento nos preços dos fertilizantes, pelo que não se descarta um eventual aumento na reunião de maio. Apesar de se observar valorizações atraentes, o aumento da incerteza global e os riscos macroeconômicos iminentes **levam à decisão de manter as ações sul-africanas em posição neutra.**

As ações **turcas** subiram 12,8% em abril (índice MSCI) em relação aos pares regionais, embora ainda estejam atrás do desempenho agregado dos mercados emergentes. Paralelamente, a lira turca continuou se desvalorizando em relação ao dólar, com uma queda de 1,6% ao longo do mês e acumulando uma perda de 5,0% no acumulado do ano. O Banco Central da Turquia reverteu parcialmente a estratégia observada em março e começou a recompor suas reservas de ouro, após as vendas realizadas anteriormente para sustentar a moeda. Isso, juntamente com a entrada de fluxos no principal ETF — equivalentes a 25,4% de seus ativos sob gestão (AUM) — sugere uma certa estabilização das condições financeiras. No entanto, observa-se uma perda de dinamismo econômico, com o conflito geopolítico introduzindo riscos

adicionais para a economia. Em primeiro lugar, observa-se uma revisão para baixo nas projeções de crescimento econômico para 2026, de 3,5% para 3,2%. Em segundo lugar, as pressões inflacionárias se intensificaram, com a inflação atingindo 32,4% em relação ao ano anterior em abril, ante 30,9% em março. Esse aumento foi impulsionado principalmente por altas nos preços dos transportes — associados à energia — e da habitação. A persistência da inflação, juntamente com as pressões adicionais decorrentes do conflito no Oriente Médio, apresenta desafios para o roteiro do Banco Central da Turquia, que originalmente previa cortes de 150 pontos-base durante o restante do ano. Nesse sentido, a S&P Global elevou sua projeção para o déficit em conta corrente em 2026 para 3,1% do PIB, ante 1,6% anteriormente. Do lado do mercado, as valorizações situam-se acima das médias históricas de 5 e 10 anos em termos de P/L *futuro*. Além disso, as expectativas de lucros foram revisadas para baixo no último mês, e espera-se um crescimento de 36,4% para 2026. Nesse contexto, e considerando um equilíbrio entre riscos e fatores de suporte macroeconômico, **decide-se manter neutra a exposição às ações turcas.**

O mercado acionário da **Arábia Saudita** registrou uma queda de 0,1% em abril (índice MSCI). Embora os altos preços do petróleo tenham dado suporte ao mercado, após o cessar-fogo acordado entre os EUA e o Irã em abril, o preço do Brent caiu 4,1% ao longo do mês, aumentando os riscos tanto para o mercado quanto para a economia. Ao contrário de outros países da região, a Arábia Saudita conta com maior flexibilidade logística graças ao uso de rotas alternativas, como o Mar Vermelho, o que mitiga parcialmente os riscos associados a interrupções no Estreito de Ormuz. Nesse sentido, o país impulsionou novas iniciativas de investimento em transporte e logística, incluindo a expansão da capacidade portuária no Mar Vermelho, com o objetivo de fortalecer as cadeias de abastecimento. No entanto, o saldo fiscal deteriorou-se significativamente, devido a um aumento de 20% em relação ao ano anterior nos gastos públicos, o que levou a uma revisão para cima do déficit projetado para 2026, para 4,9% do PIB. Nesse contexto, os “*déficits gêmeos*” continuam representando uma vulnerabilidade relevante, especialmente em um cenário de maiores tensões geopolíticas e aumento dos gastos com defesa e subsídios. Apesar dos riscos associados ao conflito, o PIB do primeiro trimestre desacelerou menos do que o esperado, registrando um crescimento anual de 2,8%, explicado por uma maior resiliência tanto do setor energético quanto do não energético. Em termos de valorizações, as ações sauditas são negociadas com desconto em relação às suas médias históricas de 5 e 10 anos no índice P/E *fwd.*, enquanto as expectativas de lucros foram revisadas para cima, projetando-se um crescimento de 24,6% para 2026. Dessa forma, embora o atual cenário geopolítico aumente a incerteza na região, as valorizações atraentes e o suporte representado pelos preços mais elevados do petróleo — mesmo considerando as perturbações no comércio — e um panorama macroeconômico fraco levam a **manter uma posição neutra em relação às ações sauditas.**

## RENDA FIXA

**TÍTULOS DO TESOURO DOS EUA: a posição em títulos do Tesouro de 2 anos passa de *overweight* para *neutral*; mantém-se a *underweight* em títulos de 10 e 30 anos; e aumenta-se a *overweight* em TIPS**

Durante o mês de abril, as taxas dos títulos do Tesouro dos EUA continuaram apresentando pressões de alta ao longo da curva, embora com magnitude menor do que a observada em março. Esse movimento voltou a ser liderado pelos prazos mais curtos, que registraram aumentos superiores aos dos prazos longos, dando origem a um novo achatamento da curva e configurando um movimento de *bear flattening*. A persistência do conflito no Oriente Médio — que se prolongou mais do que inicialmente previsto — manteve elevadas as expectativas de inflação, embora estas tenham corrigido parcialmente os aumentos observados no mês anterior. Nesse contexto, o mercado começou a incorporar com maior força o risco de um cenário de estagflação, o que introduz maior incerteza na trajetória futura das taxas de juros.

Nos EUA, a atividade econômica continua mostrando resiliência, embora com sinais de moderação. O PIB do primeiro trimestre ficou abaixo das expectativas, mas o consumo se manteve sólido e o investimento apresentou uma melhora, impulsionado pelo boom associado à inteligência artificial. Além disso, observou-se uma contribuição positiva dos gastos do governo, explicada em grande parte por uma base de comparação baixa após a paralisação parcial do governo no trimestre anterior. Mesmo assim, as expectativas de crescimento continuaram sendo revisadas para baixo, com o consenso da Bloomberg projetando uma expansão de 2,1% para este ano, ainda acima do potencial, mas abaixo dos 2,5% estimados em março. A inflação voltou a acelerar em abril, movimento explicado em grande parte pelo componente de energia, embora o índice sem itens voláteis também tenha surpreendido positivamente, o que sugere que as pressões inflacionárias poderiam começar a se ampliar para além dos componentes mais transitórios. Por sua vez, o mercado de trabalho surpreendeu positivamente, com a criação de empregos acima do esperado, acumulando dois meses consecutivos de geração de postos de trabalho pela primeira vez nos últimos doze meses, enquanto a taxa de desemprego se manteve estável. Nesse contexto, e considerando a evolução recente dos dados, a inflação volta a se posicionar como o principal risco a ser monitorado para a política monetária.

Em sua reunião de abril — a última com Jerome Powell como presidente —, o Fed decidiu manter inalterada sua taxa de referência, em linha com o previsto pelo mercado. Embora não tenha havido surpresas na decisão, a ata refletiu um tom mais *hawkish* do que o esperado, com três presidentes regionais manifestando sua discordância em relação à manutenção de uma mensagem de eventual flexibilização monetária no *comunicado*, o que evidencia certo grau de divisão no interior do comitê. Por sua vez, durante a coletiva de imprensa, Jerome Powell confirmou que continuará no Fed como membro do conselho, embora sem confirmar se completará seu mandato nessa função. De olho na próxima reunião, espera-se que Kevin Warsh seja confirmado como novo *presidente*, assumindo a liderança do órgão, enquanto Powell manteria seu papel como governador com direito a voto. Embora ainda não haja total clareza quanto à orientação futura da política monetária sob a liderança de Warsh, suas declarações sugerem uma postura independente na condução do órgão diante de possíveis pressões por parte do atual governo.

No que diz respeito à volatilidade, o índice MOVE — que mede a volatilidade implícita na curva de rendimentos dos títulos do Tesouro — registrou uma queda significativa em abril, voltando a situar-se abaixo de sua média de cinco anos após o salto observado em março. Quanto às expectativas de inflação, os *breakevens* dos títulos do Tesouro moderaram parcialmente os aumentos registrados após a forte alta de março, embora permaneçam em níveis elevados em termos relativos. Atualmente, os *breakevens* de 2, 5 e 10 anos situam-se em 2,88%, 2,69% e 2,48%, respectivamente (em 11 de maio), evidenciando uma correção maior nos prazos curtos, que haviam atingido níveis particularmente altos no mês anterior e continuam apresentando certo desacoplamento em relação ao restante da curva. Por sua vez, os prazos mais longos apresentaram um ajuste mais gradual, mantendo uma tendência de alta persistente na margem. Esse comportamento sugere que o mercado continua incorporando pressões inflacionárias para o futuro e que, progressivamente, efeitos indiretos ou de segunda ordem poderiam começar a se refletir nos índices de preços, além do impacto inicial do componente energético. Em linha com o exposto, aumenta-se a sobre-exposição em instrumentos indexados à inflação (TIPS), com o objetivo de contar com proteção contra um eventual repunte inflacionário.

**Nesse contexto, o posicionamento em *Treasuries* mantém o foco em privilegiar uma menor exposição à duração, em um ambiente em que a trajetória das taxas continua incerta e onde o prêmio por prazo não compensa adequadamente o risco assumido, apesar dos aumentos observados nos últimos meses. Dessa forma, mantém-se o *underweight* nos prazos de 10 e 30 anos, enquanto o prazo de 2 anos passa de *overweight***

para neutral, considerando que o mercado não incorporou mudanças relevantes no cenário de política monetária. Nesse sentido, não se observam sinais claros que apontem para cortes nas taxas no curto prazo e, diante da falta de orientações mais concretas por parte da futura presidência e sem reunião do Fed neste mês, mantém-se uma abordagem prudente. Por fim, aumenta-se o overweight em instrumentos indexados à inflação (TIPS) como mecanismo de cobertura, diante do risco de surpresas inflacionárias em um ambiente onde as expectativas de preços continuam elevadas.

### **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Mantém-se o UW**

Durante abril, as taxas de juros das economias desenvolvidas continuaram subindo ao longo da curva, embora com magnitude menor do que em março. Esse movimento foi influenciado por uma moderação parcial nas expectativas de inflação, embora estas ainda se mantenham elevadas, particularmente nos prazos mais curtos. Nesse contexto, os prazos curtos voltaram a liderar o aumento das taxas, incorporando um cenário de política monetária mais restritiva, o que resultou em um novo achatamento da curva, configurando um movimento de *bear flattening*. Além disso, começou a ganhar relevância a discussão em torno do impacto do conflito geopolítico sobre o crescimento, elevando os riscos de um cenário de maior estagflacionismo em nível global.

Nos EUA, o crescimento apresentou uma ligeira moderação em relação ao esperado, embora a atividade continue demonstrando resiliência, apoiada por um consumo que se mantém sólido e uma melhora no investimento, impulsionada pelo boom da inteligência artificial. Em termos de preços, a inflação continua evidenciando o repasse dos aumentos do petróleo para a economia, e a atenção se concentra em verificar se há efeitos de segunda ordem. Por outro lado, o mercado de trabalho voltou a surpreender positivamente, com a criação de empregos acima das projeções e uma taxa de desemprego que se manteve estável. Nesse contexto, o Fed decidiu manter inalterada sua taxa de referência, adotando ainda um tom um pouco mais *hawkish* do que o previsto pelo mercado, reforçando seu foco nos riscos inflacionários.

Na Europa, o PIB do primeiro trimestre ficou abaixo das expectativas, o que começou a gerar dúvidas quanto ao potencial de crescimento. No que diz respeito aos preços, a inflação voltou a acelerar em abril, impulsionada pela alta no componente energético. Nesse contexto, o BCE adotou uma postura cautelosa e decidiu manter inalterada sua taxa de referência. De qualquer forma, o mercado continua ajustando suas expectativas para uma política monetária mais restritiva, antecipando um primeiro aumento de 25 pontos-base em junho e um total de três aumentos da mesma magnitude ao longo do ano, diante dos riscos de uma inflação mais persistente e de complicações em relação ao crescimento.

Dessa forma, o cenário global continua se ajustando para uma política monetária mais restritiva, na medida em que as pressões inflacionárias permanecem elevadas e os bancos centrais priorizam sua contenção. Nesse contexto, projeta-se que o Fed mantenha inalterada sua taxa de referência em sua reunião de junho e que esta permaneça estável ao longo de todo o ano de 2026. Por sua vez, para o BCE, espera-se o início de um ciclo de aumentos em junho, com projeções de aumentos no total de 75 pb para este ano.

Em abril, a classe de ativos *Global Investment Grade* registrou um retorno de 0,6% em dólares americanos, e observou-se um aumento dos *spreads*, embora menor do que no segmento *High Yield*. Considerando a persistente incerteza do contexto global atual, juntamente com a maior duração inerente ao segmento, que o torna mais sensível a novos

aumentos nas taxas decorrentes do risco inflacionário, **decide-se manter a posição *underweight* em *Global Investment Grade*.**

### **GLOBAL HIGH YIELD: Mantém-se a posição *underweight***

Durante abril, a classe de ativos registrou um retorno de 2,2% em dólares americanos, em linha com a recuperação observada nos mercados de crédito após as correções de março. Após a forte ampliação dos *spreads* registrada no mês passado, mais acentuada nas economias desenvolvidas, os diferenciais retomaram uma tendência de compressão durante abril. No entanto, no caso dos mercados desenvolvidos, estes ainda não conseguiram recuperar completamente os níveis observados antes do início do conflito, mantendo um certo atraso em comparação com outros segmentos de crédito.

Nesse contexto, embora os recentes episódios de maior turbulência em torno do mercado de crédito privado não sejam considerados um risco sistêmico para o crédito público, eles continuam a afetar o sentimento do mercado, particularmente nas economias desenvolvidas, onde o ajuste anterior foi de maior magnitude. Assim, e considerando tanto a maior sensibilidade dessa classe de ativos quanto o atrativo relativo de outros segmentos dentro do mercado de renda fixa global, **opta-se por manter a posição *underweight* em *Global High Yield***, com o objetivo de manter uma postura de maior prudência e mitigar riscos em um cenário de volatilidade.

### **DÍVIDA EMERGENTE: Decide-se manter o *Overweight* (OW) em dívida soberana, títulos corporativos de *High Yield* (HY) e mercados locais, e a posição neutra em títulos corporativos de *investment grade* (IG)**

Durante abril, os mercados registraram uma recuperação generalizada, em um ambiente de maior apetite pelo risco e retornos positivos na maioria das classes de ativos. Apesar de o conflito no Oriente Médio ter continuado sendo uma fonte relevante de incerteza, seu impacto nos mercados financeiros foi limitado. Nesse cenário, e mesmo com as taxas dos títulos do Tesouro dos EUA subindo ao longo de toda a curva, o mercado de renda fixa emergente obteve um desempenho positivo. Assim, a dívida soberana dos mercados emergentes registrou um retorno de 2,9% em abril, enquanto a dívida corporativa registrou uma rentabilidade de 1,6%.

A dívida soberana retomou seu *desempenho* positivo em abril, em um contexto de maior apetite pelo risco e uma certa normalização no comportamento dos mercados. Embora persistam fatores de incerteza associados ao ambiente global, estes não se traduziram em uma deterioração adicional da classe de ativos. Nesse cenário, as taxas reais continuam mostrando espaço para cair, na medida em que o mercado começa a internalizar um equilíbrio mais misto entre pressões inflacionárias e riscos sobre o crescimento. Por sua vez, os fundamentos macroeconômicos dos mercados emergentes permanecem sólidos, apoiados por dinâmicas de atividade resilientes e uma posição relativa mais favorável em relação às economias desenvolvidas. Assim, diante do atrativo relativo que a classe de ativos mantém, decide-se manter a posição *overweight* em dívida soberana emergente.

A dívida corporativa com *classificação Investment Grade* registrou um rendimento de 1,1% em abril, em linha com a recuperação observada nos mercados de crédito. Do ponto de vista das valorizações, os *spreads* se comprimiram após as ampliações registradas em março, retornando aos níveis observados antes do início do conflito e situando-se novamente entre os mais baixos da última década, com uma compressão mais acentuada do que em seus pares dos mercados desenvolvidos. Nesse contexto, e considerando que os diferenciais voltam a refletir um cenário exigente em

termos de valorização, a maior duração dessa classe de ativos continua sendo um fator relevante em um ambiente onde persistem riscos sobre a trajetória das taxas. Dessa forma, mantém-se uma postura mais cautelosa em relação a outros segmentos do mercado de renda fixa emergente, pelo que se mantém a posição neutra em dívida corporativa de maior qualidade de crédito.

Quanto ao *High Yield*, a classe de ativos rendeu 2,4% no último mês. Após as ampliações registradas em março, os *spreads* voltaram a se comprimir durante o último mês, retornando a níveis semelhantes aos observados antes do início do conflito e situando-se novamente em faixas historicamente baixas, após um ajuste que, na época, foi menos pronunciado do que nas economias desenvolvidas. Nesse contexto, a menor duração desses instrumentos continua sendo um atributo relevante diante de um ambiente de taxas ainda incerto, o que contribui para melhorar o perfil de risco-retorno em relação a outros segmentos do mercado de renda fixa global. Dessa forma, decide-se manter a sobreposição em dívida emergente de *High Yield*.

No que diz respeito aos *Mercados Locais*, o segmento registrou um rendimento de 2,0% em abril. Esse movimento foi acompanhado por uma valorização das moedas emergentes, que recuperaram parte do terreno perdido em março, em um contexto de maior estabilidade nos mercados financeiros. Apesar de persistirem riscos associados ao ambiente externo, os fundamentos macroeconômicos dessas economias continuam sólidos, com moedas que ainda apresentam espaço para valorização em termos reais. Daqui para frente, projeta-se uma dinâmica de lateralização com tendência à desvalorização do dólar no médio prazo, o que continua favorecendo essas moedas. Além disso, mantém-se a preferência por economias menos expostas ao conflito geopolítico, o que permite mitigar parte dos riscos do cenário atual. Em conjunto, o atrativo relativo da classe de ativos se mantém, apoiado tanto no nível de *carry* quanto em fundamentos macroeconômicos resilientes, o que justifica manter a posição *overweight* nos *Mercados Locais*.

Em linha com o exposto, **decide-se manter a posição *overweight* em dívida soberana, títulos corporativos de *High Yield (HY)* e *Mercados Locais*, e a posição neutra em títulos corporativos de grau de investimento (*IG*).**

### Exposição a Moedas | Maio de 2026

Moedas	Bench.	Abril	Maio	OW / UW	Varição
USD	54,0%	54,4%	54,4%	OW	0,5%
EUR	7,6%	7,2%	7,2%	UW	-0,4%
GBP	1,4%	0,9%	0,9%	UW	-0,5%
JPY	2,4%	2,1%	2,1%	UW	-0,2%
GEMs	34,8%	35,3%	35,3%	OW	0,6%
	100,0%	100,0%	100,0%		

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, a qual, caso não reflita nossa visão, é ajustada com posições compradas e/ou vendidas. Este mês não foram realizadas coberturas.

## Resultados do TAACo Global | de abril de 2026

Classe de ativo / Região	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal dos Índices	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Benchmark	Vinci Compass	Classe do Ativo	Seleção
Ações	50%	50%	0%	11,6%	5,79%	5,76%	0,0	-2,9
Renda fixa	50%	46%	-4%	1,3%	0,65%	0,61%	20,5	1,1
Caixa	0%	2%	2%	0,3%	0,0%	0,01%	-12,3	
Ouro	0%	2%	2%	0,1%	0,0%	0,00%	-12,8	
Hedge						0,00%	0,0	
<b>Portfólio</b>					<b>6,44%</b>	<b>6,38%</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,8</b>
<i>Desempenho superior/inferior (bps)</i>								
Europa, ex Reino Unido	13,7%	13,2%	-0,5%	7,0%	0,96%	0,93%	2,3	
Europe Small Cap ex Reino L	1,2%	0,7%	-0,5%	8,9%	0,11%	0,06%	1,3	
REINO UNIDO	2,9%	1,9%	-1,0%	5,2%	0,15%	0,10%	6,4	
US Large Caps Growth	17,3%	17,8%	0,5%	13,8%	2,40%	2,46%	1,1	
US Large Caps Value	14,7%	15,2%	0,5%	7,6%	1,12%	1,15%	-2,0	
US Small Caps	3,5%	4,0%	0,5%	9,5%	0,33%	0,38%	-1,0	
Japão	4,7%	4,2%	-0,5%	9,1%	0,43%	0,38%	1,2	
<b>Desenvolvidos</b>	<b>58,0%</b>	<b>57,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>9,5%</b>	<b>5,49%</b>	<b>5,47%</b>	<b>9,3</b>	
LatAm	4,4%	5,4%	1,0%	3,1%	0,14%	0,17%	-8,5	
LatAm Small Cap	0,8%	1,3%	0,5%	2,5%	0,02%	0,03%	-4,5	
China	12,3%	12,3%	0,0%	3,6%	0,45%	0,45%	0,0	
EM Asia ex China	19,6%	19,6%	0,0%	24,0%	4,71%	4,71%	0,0	
EM Asia Small Cap	4,9%	4,4%	-0,5%	15,8%	0,77%	0,70%	-2,1	
<b>Emergentes</b>	<b>42,0%</b>	<b>43,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>14,5%</b>	<b>6,08%</b>	<b>6,05%</b>	<b>-15,1</b>	
<b>Ações</b>					<b>11,58%</b>	<b>11,52%</b>	<b>-5,8</b>	
Treasuries 2Y	8,3%	8,8%	0,5%	0,1%	0,01%	0,01%	-0,6	
Treasuries 10Y	11,1%	10,6%	-0,5%	-0,2%	-0,02%	-0,02%	0,8	
Treasuries 30Y	6,1%	5,6%	-0,5%	-0,9%	-0,05%	-0,05%	1,1	
US Tips	2,6%	3,1%	0,5%	1,2%	0,03%	0,04%	-0,1	
Global Corporate IG	26,5%	25,5%	-1,0%	1,3%	0,34%	0,33%	0,0	
Global Corporate HY	4,0%	3,0%	-1,0%	2,3%	0,09%	0,07%	-1,0	
<b>Dívida desenvolvidos</b>	<b>58,6%</b>	<b>56,6%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,40%</b>	<b>0,37%</b>	<b>0,3</b>	
EMBI	9,5%	10,0%	0,5%	2,9%	0,27%	0,29%	0,8	
EM Corporate IG	2,8%	2,8%	0,0%	1,1%	0,03%	0,03%	0,0	
EM Corporate HY	3,8%	4,3%	0,5%	2,6%	0,10%	0,11%	0,6	
EM Local Markets	25,3%	26,3%	1,0%	2,0%	0,51%	0,53%	0,7	
<b>Dívida emergente</b>	<b>41,4%</b>	<b>43,4%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>0,91%</b>	<b>0,96%</b>	<b>2,1</b>	
<b>Renda fixa</b>					<b>1,31%</b>	<b>1,33%</b>	<b>2,4</b>	

\*Atualizado \*\* Desde 2001

Dados em 30 de abril de 2026

Em abril, manteve-se a posição neutra em ações (50%), o *overweight* em caixa (2%) e em ouro (2%), enquanto continuamos com um *underweight* em títulos (46%). Em 30 de abril, a carteira do TAACo Global apresentou um rendimento de 6,4%, registrando um *desempenho inferior* ao do *índice de referência* (6,3 pontos-base).

Em abril, no âmbito da *análise de atribuição*, a alocação de ativos gerou perda de valor, principalmente devido ao *overweight* em ouro e caixa em um mês de recuperação dos mercados globais. Por outro lado, a seleção de instrumentos foi marginalmente negativa. As posições na carteira de ações tiveram impacto negativo: as posições *underweights* (UW) em ações europeias não conseguiram compensar o desempenho inferior das ações latino-americanas, nas quais estávamos *overweights* (OW). Em títulos, as posições vendidas em *Treasuries* de 10 e 30 anos e as posições compradas em títulos emergentes geraram valor.

### Desempenho Histórico

TAACo Global	Desempenho							Desde o início **	Volatilidade 5 anos *
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
<b>TAACo</b>	<b>6,4%</b>	<b>2,0%</b>	<b>5,4%</b>	<b>20,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>10,4%</b>
Benchmark	6,4%	2,2%	5,2%	20,6%	12,0%	4,3%	5,8%	4,5%	10,2%
Out/Underperformance (bps)	<b>-6</b>	<b>-18</b>	12	37	<b>-16</b>	72	73	120	
<b>Ações</b>	<b>11,5%</b>	<b>3,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>36,0%</b>	<b>18,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>9,5%</b>	<b>5,1%</b>	<b>15,2%</b>
Benchmark	11,6%	3,9%	9,4%	36,0%	19,1%	8,1%	9,5%	4,7%	15,1%
Europa, ex Reino Unido	7,0%	-2,0%	2,1%	17,6%	11,0%	6,0%	6,8%	3,8%	17,4%
Europe Small Cap ex Reino Unid	8,9%	0,3%	4,6%	19,9%	10,2%	2,2%	6,8%	7,5%	19,8%
REINO UNIDO	5,2%	2,1%	7,3%	28,8%	16,8%	12,5%	8,5%	5,8%	14,4%
US Large Caps Growth	13,8%	4,5%	2,5%	37,2%	28,6%	15,0%	19,4%	--	20,3%
US Large Caps Value	7,6%	3,5%	8,3%	23,5%	14,9%	9,6%	10,3%	--	13,3%
US Small Caps	9,5%	6,5%	12,3%	39,4%	17,2%	6,5%	11,4%	9,7%	19,1%
Japão	9,1%	3,0%	9,8%	28,1%	16,7%	6,6%	6,8%	3,0%	16,1%
<b>Desenvolvidos</b>	<b>9,6%</b>	<b>3,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>29,2%</b>	<b>19,7%</b>	<b>11,3%</b>	<b>12,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>17,0%</b>
LatAm	3,1%	2,5%	18,2%	51,8%	18,8%	12,2%	8,1%	8,9%	22,7%
LatAm Small Cap	2,5%	-2,6%	10,5%	26,0%	8,7%	2,1%	3,2%	6,2%	25,0%
China	3,6%	-9,9%	-5,6%	12,4%	9,8%	-4,5%	5,5%	7,8%	28,1%
EM Asia ex China	24,0%	15,2%	26,9%	71,9%	28,5%	12,6%	13,7%	--	22,4%
EM Asia Small Cap	15,8%	6,6%	13,8%	41,6%	19,4%	8,2%	9,9%	9,9%	16,3%
EM Europe and Middle East	3,4%	-5,8%	2,4%	20,4%	11,0%	0,1%	0,9%	3,2%	15,2%
<b>Emergentes</b>	<b>14,7%</b>	<b>5,2%</b>	<b>14,5%</b>	<b>46,7%</b>	<b>20,7%</b>	<b>6,3%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,1%</b>	<b>17,0%</b>
<b>Renda Fixa</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>0,6%</b>	<b>2,3%</b>	<b>4,3%</b>	<b>6,5%</b>
Benchmark	1,3%	0,1%	0,8%	6,3%	5,1%	0,3%	1,9%	3,7%	6,5%
Treasuries 2Y	0,1%	0,2%	0,4%	2,8%	3,6%	1,5%	1,5%	2,3%	2,1%
Treasuries 10Y	-0,2%	0,0%	-0,3%	2,5%	1,3%	-1,4%	0,3%	3,4%	8,0%
Treasuries 30Y	-0,9%	-0,5%	-0,6%	-0,3%	-3,4%	-6,8%	-1,9%	3,7%	14,7%
US Tips	1,2%	1,1%	1,4%	4,1%	3,5%	1,4%	2,7%	4,4%	6,1%
Global Corporate IG	1,3%	-0,9%	0,0%	5,3%	5,3%	0,3%	2,3%	4,4%	8,1%
Global Corporate HY	2,3%	0,2%	1,1%	8,7%	9,1%	3,6%	5,3%	6,9%	7,3%
<b>Divida desenvolvidos [1]</b>	<b>0,7%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,4%</b>	<b>-0,7%</b>			
EMBI	2,9%	0,9%	1,6%	13,8%	10,3%	2,6%	3,9%	7,1%	9,1%
EM Corporate IG	1,1%	0,0%	0,3%	5,9%	5,8%	1,3%	3,2%	--	5,5%
EM Corporate HY	2,6%	1,4%	2,9%	10,2%	9,4%	2,4%	5,0%	--	7,8%
EM Local Markets	2,0%	0,6%	1,9%	8,2%	5,7%	2,2%	2,8%	--	6,6%
<b>Divida emergentes [1]</b>	<b>2,2%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>2,1%</b>			
<b>Caixa</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,6%</b>
<b>Ouro</b>	<b>0,1%</b>	<b>-7,4%</b>	<b>5,6%</b>	<b>39,7%</b>	<b>32,5%</b>	<b>21,1%</b>	<b>13,6%</b>	<b>12,1%</b>	<b>16,1%</b>

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices elaborados pela própria instituição

As opiniões contidas no presente relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, de subscrição ou resgate, de contribuição ou retirada de qualquer tipo de títulos, mas são publicadas com o objetivo meramente informativo para nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram elaboradas por nossa equipe de trabalho, com base nas melhores ferramentas disponíveis; no entanto, isso não garante que elas se concretizem. As informações contidas neste relatório não correspondem a objetivos de investimento específicos, situação financeira ou necessidades particulares de nenhum destinatário do mesmo. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem informar-se sobre as condições da operação, bem como sobre os direitos, riscos e responsabilidades nela implícitos; por isso, as sociedades da Vinci Compass e/ou pessoas relacionadas ("Vinci Compass") não assumem qualquer responsabilidade, seja direta ou indireta, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Qualquer opinião expressa neste material está sujeita a alterações sem aviso prévio da Vinci Compass, que não assume a obrigação de atualizar as informações nele contidas. A Vinci Compass, suas pessoas relacionadas, executivos ou outros funcionários, poderão fazer comentários de mercado, orais ou escritos, ou realizar transações que reflitam uma opinião diferente daquelas expressas no presente relatório.