

Junho de 2026

TAACo Global	Desempenho							Desde o início ***	Volatilidade 5 anos *
	Maio	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	3,6%	3,6%	9,1%	22,0%	13,8%	5,3%	7,1%	5,8%	10,4%
Benchmark	3,6%	3,7%	9,0%	21,6%	14,0%	4,7%	6,3%	4,6%	10,2%
Out/Underperformance (bps)	-6	-18	7	38	-15	60	73	120	
Ações	6,6%	7,9%	16,5%	37,6%	22,2%	9,0%	10,4%	5,4%	15,2%
Benchmark	6,6%	7,9%	16,6%	37,7%	22,4%	9,1%	10,4%	4,9%	15,1%
Renda Fixa	0,7%	-0,6%	1,5%	6,9%	5,8%	0,5%	2,5%	4,3%	6,5%
Benchmark	0,7%	-0,7%	1,5%	6,8%	5,8%	0,2%	2,1%	3,7%	6,5%
Caixa	0,3%	0,9%	1,5%	4,0%	4,8%	3,5%	2,3%	1,8%	0,6%
Ouro	-1,4%	-13,0%	4,1%	38,7%	32,3%	19,1%	14,1%	12,0%	15,9%

Resultados em 31 de maio de 2026

*Anualizado ** Desde 2001

Estabilidade instável¹

Em junho, o cenário global continua se desenvolvendo em um contexto de “estabilidade instável”, onde o acúmulo de riscos geopolíticos não conseguiu desestabilizar o comportamento dos mercados financeiros. O conflito no Oriente Médio continua sem uma resolução clara e caminha para um processo prolongado de negociação, mantendo os preços do petróleo em níveis elevados — em torno de USD 95 por barril no caso do Brent — e reintroduzindo com força os riscos de estagnação. Esse ambiente combina pressões inflacionárias persistentes, particularmente no setor de energia, com sinais incipientes de desaceleração na atividade global.

De uma perspectiva macroeconômica, o equilíbrio de riscos continua tenso. Nos Estados Unidos, a atividade se mantém resiliente, apoiada no dinamismo do setor tecnológico e no ciclo de investimento associado à inteligência artificial (IA). No entanto, a inflação subjacente permanece acima da meta do Federal Reserve (Fed), com expectativas implícitas — incluindo *breakevens* que ultrapassam 2,4% em 10 anos — que refletem uma convergência mais lenta do que o previsto. A isso se soma um mercado de trabalho que continua demonstrando força, com uma criação de empregos superior à esperada.

Nesse contexto, a política monetária enfrenta um cenário desafiador. Sob a liderança de Warsh, o Fed adotou um tom menos previsível, com uma transição de posturas mais acomodáticas para uma sinalização mais neutra ou até mesmo restritiva. A discussão em torno de mudanças nas ferramentas de comunicação — como a eventual eliminação dos “dot plots” — reforça a percepção de incerteza quanto à função de reação da autoridade monetária. Ao mesmo tempo, o mercado continua internalizando um cenário de taxas “higher for longer”, em um ambiente em que a divergência entre as expectativas do mercado e as projeções da autoridade continua sendo relevante.

Índice

Estabilidade

instável.....1

Alocação de ativos | Junho

2026 4

Resultados do TAACo

Global em maio

2026.....23

Desempenho

histórico.....24

Mercado avança apesar dos riscos

EUA: atividade resiliente, mas com pressões inflacionárias

Fed adota tom mais neutro/hawkish

¹ Estabilidade instável

Além disso, surge uma tensão estrutural entre a política fiscal e a monetária. Enquanto o impulso fiscal permanece ativo em várias economias, a política monetária parece ter perdido eficácia relativa como ferramenta de estabilização, dando origem à percepção de que um dos principais motores macroeconômicos está “quebrado”. Essa dinâmica contribui para sustentar um ambiente em que choques relevantes — como o aumento do petróleo, mudanças na política comercial ou ajustes nas expectativas de inflação — têm um impacto limitado nos preços dos ativos, reforçando a sensação de complacência nos mercados.

Tensões entre as políticas monetária e fiscal

Apesar desse contexto, os mercados acionários continuam demonstrando notável resiliência, operando próximos a máximas históricas e liderados por um grupo restrito de empresas ligadas à inteligência artificial. Essa alta continua sendo sustentada por fluxos significativos e por fontes abundantes de financiamento, o que tem permitido manter valuations elevados. Nesse contexto, os potenciais IPOs de grandes empresas de tecnologia — como SpaceX, Anthropic e OpenAI — se perfilam como um marco que poderia permitir a continuidade do *momentum*; não apenas por seu impacto nos fluxos, mas também pelas implicações em termos de composição de índices e regulamentação.

IA lidera a recuperação

Ao mesmo tempo, esses eventos começam a gerar efeitos de segunda ordem na alocação de ativos. A expectativa de participação no mercado primário está desencadeando reajustes táticos de carteira, incluindo vendas de ações líquidas e desinvestimentos em outros ativos, como criptomoedas, para financiar novas posições. Esse fenômeno ocorre em um contexto em que a liquidez global permanece elevada — com ativos nos *mercados monetários* em torno de US\$ 8 trilhões —, o que tem permitido absorver essas rotações sem gerar distorções relevantes nos mercados secundários.

Reajustes nas carteiras em vista de IPOs

Em termos de concentração, o mercado acionário norte-americano continua apresentando níveis elevados, com as dez principais empresas representando cerca de 40% do S&P 500, o que é consistente com o que essas empresas representam em termos de lucros (~35%). Embora essa dinâmica tenha sido fundamental para explicar os retornos recentes, ela também introduz vulnerabilidades em caso de correções.

S&P 500 apresenta maior concentração

Em nível regional, as dinâmicas continuam heterogêneas. A Ásia emergente, excluindo a China, continua se destacando, particularmente em mercados como Taiwan e Coreia do Sul, onde o posicionamento na cadeia de valor de semicondutores e tecnologia permitiu capturar diretamente o impulso da inteligência artificial, com retornos acumulados em torno de 100% em dólares no que vai do ano, no caso da Coreia do Sul. Essa liderança é reforçada pelo “poder de *fixação de preços*” dessas economias em um contexto de alta demanda por capacidade computacional.

Taiwan e Coreia do Sul se destacam pelo papel na cadeia de valor da IA

Na América Latina, o panorama combina oportunidades estruturais com eleições que podem alterar o cenário político. No que diz respeito ao primeiro aspecto, a região se beneficia de sua exposição às matérias-primas e de sua relativa distância dos principais focos de conflito, o que a posiciona como um diversificador atraente em carteiras globais.

América Latina com oportunidades estruturais e políticas

Por outro lado, os eventos eleitorais despertaram um maior interesse pelos EUA na região, já que se observou uma guinada da esquerda para a direita no Chile, enquanto o primeiro turno na Colômbia evidenciou uma vitória clara da oposição e, no Peru, provavelmente o candidato vencedor se imporá por uma margem muito estreita.

O Brasil é um caso à parte; a recente divulgação do caso de corrupção envolvendo Flávio Bolsonaro fez com que ele perdesse *força* nas pesquisas e — pelo menos temporariamente — abriu caminho para Lula. Embora ainda haja tempo para o registro oficial dos candidatos (em meados de agosto), as políticas populistas do presidente, as pressões inflacionárias e a volatilidade política em vista das eleições pressionam os preços dos ativos brasileiros.

No mercado de renda fixa, o ambiente continua condicionado pela persistência da inflação e pelo cenário de taxas elevadas por mais tempo. A sensibilidade dos ativos de maior duração às mudanças nas expectativas de inflação reforça uma visão cautelosa sobre a classe de ativos, em um contexto em que os movimentos nas taxas têm apresentado episódios de correção relevantes em períodos limitados.

Paralelamente, a inteligência artificial continua se consolidando como o principal motor estrutural dos mercados. O ciclo de investimento associado — particularmente em infraestrutura, energia e capacidade computacional — continua se expandindo, gerando tanto oportunidades de crescimento quanto pressões adicionais sobre os custos no curto prazo. Esse duplo efeito — desinflacionário no longo prazo, mas potencialmente inflacionário no curto — continuará sendo fundamental para a interpretação do ciclo macroeconômico.

O ouro, por sua vez, mantém seu papel como ativo de baixa correlação, embora com um desempenho recente mais fraco, explicado por fatores técnicos. A necessidade de liquidez em alguns segmentos do mercado — incluindo vendas para financiar custos energéticos mais elevados — gerou pressões transitórias sobre seu preço. No entanto, em um ambiente de inflação persistente, incerteza geopolítica e crescentes tensões fiscais, seus fundamentos de longo prazo permanecem intactos.

Nesse cenário, a implementação da estratégia continua privilegiando uma abordagem equilibrada, flexível e cautelosa. O *impulso* da IA, juntamente com elevados riscos geopolíticos, causou pressões inflacionárias e sobre as taxas de juros. Esse cenário reforça a necessidade de uma gestão ativa do risco, mantendo a exposição às tendências, mas incorporando, ao mesmo tempo, hedges contra cenários adversos.

Aumenta a volatilidade no Brasil

Taxas altas por mais tempo

Inflação no curto prazo

Ouro sofre correção por fatores técnicos

Carteira equilibrada e cautelosa

Alocação de Ativos | Junho de 2026

TAACo Global	Bench.	Mai	Junho	OW / UW	Varição	
Ações	50%	50%	50%	N		Neutro em ações, <i>UW</i> em títulos
Renda Fixa	50%	46%	46%	UW	-4%	
Caixa		2%	2%	OW	2%	
Ouro		2%	2%	OW	2%	
Total Carteira						<i>Posição overweight</i> em caixa e ouro
Europa, ex Reino Unido	13,2%	12,7%	12,7%	UW	-0,5%	
Europe Small Cap	1,9%	1,4%	1,4%	UW	-0,5%	
REINO UNIDO	2,8%	1,8%	1,8%	UW	-1,0%	Neutro China
US Large Caps Growth	16,6%	17,1%	17,1%	OW	0,5%	Diminui <i>OW</i> América Latina
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%	Passa para <i>OW</i> Ásia EM, exceto China
Japão	4,7%	4,2%	4,2%	UW	-0,5%	
Mercados desenvolvidos	58,0%	57,0%	57,0%	UW	-1,0%	
LatAm	5,0%	6,0%	5,5%	OW	0,5%	-0,5%
China	11,5%	11,5%	11,5%	N		
EM Asia ex China	25,5%	25,5%	26,0%	OW	0,5%	0,5%
Mercados emergentes	42,0%	43,0%	43,0%	OW	1,0%	<i>Posição positiva</i> em Tips
Total de Ações	100,0%	100,0%	100,0%			<i>Underweight</i> em IG e HY globais
Treasuries 2Y	8,7%	8,7%	8,7%	N		
Treasuries 10Y	10,5%	10,0%	10,0%	UW	-0,5%	<i>Posição</i> em mercados emergentes em relação aos desenvolvidos
Treasuries 30Y	6,1%	5,6%	5,6%	UW	-0,5%	
US Tips	2,5%	3,5%	3,5%	OW	1,0%	
Global Corporate IG	26,2%	25,2%	25,2%	UW	-1,0%	Reduzir <i>OW</i> Mercados Locais e aumentar CEMBI HY
Global Corporate HY	4,1%	3,1%	3,1%	UW	-1,0%	
Divida desenvolvidos	58,1%	56,1%	56,1%	UW	-2,0%	<i>Posição positiva</i> em EMBI e neutra em CEMBI IG
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%	4,6%	OW	1,0%	0,5%
EM Local Markets	27,5%	28,5%	28,0%	OW	0,5%	-0,5%
Divida Emergentes	41,9%	43,9%	43,9%	OW	2,0%	
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%			

AÇÕES

EUROPA EXCLUINDO O REINO UNIDO: mantém-se *underweight* em *Large* e *Small Cap*

O Velho Continente enfrenta o risco crescente de estagflação, enquanto as pressões inflacionárias limitam a margem de manobra do Banco Central Europeu (BCE). O crescimento no primeiro trimestre do ano estagnou (-0,2% trimestral) e, para 2026, o crescimento econômico desaceleraria para 0,8%, ante 1,4% em 2025, afetado por um menor consumo privado e investimento. 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 melhora marginalmente, mas permanece em terreno negativo no início de junho, enquanto o indicador antecedente PMI composto recua em maio para 47,5 pontos, seu nível mais baixo desde o final de 2023 (50 pontos, limiar de expansão/contração do setor nos próximos 6 a 12 meses), com uma fraqueza mais acentuada nas perspectivas do setor de serviços.

À fraca expectativa de crescimento soma-se uma inflação em aceleração. Em maio, ela ficou em 3,2% em relação ao ano anterior, enquanto a inflação subjacente atingiu 2,5%. O aumento deveu-se principalmente ao componente energético, que subiu cerca de 11% em relação ao ano anterior devido ao encarecimento do petróleo e do gás natural, em função do conflito bélico no Irã. Assim, o BCE, em sua reunião no final de abril, manteve o sistema de taxas de juros inalterado (taxa 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 internaliza entre dois e três aumentos de taxas para este ano, partindo da reunião de junho com um aumento de 25 pb, quando, no final de fevereiro, esperava-se uma taxa estável ao longo do ano. No último mês, a curva de taxas se achatou, com aumentos mais acentuados na parte curta da curva. O bund alemão de 2 anos ficou em 2,63%, enquanto o de 10 anos em 3,02% — em 8 de junho —, níveis semelhantes aos de 2011.

As ações europeias ficaram novamente atrás das americanas em maio, devido principalmente à sua menor exposição ao setor de tecnologia. As ações do Stoxx 50 subiram 2,4%, enquanto os valuations permanecem elevados. O índice Preço/Lucro a doze meses (P/E *fwd.*) está sendo negociado em torno de um desvio padrão acima da média de 5 anos. Por sua vez, os valuations das ações de *small caps* da região também sofreram uma correção de alta, sendo negociadas ligeiramente acima da média de 5 anos.

A incerteza interrompeu a entrada de fluxos nas ações europeias. Nas últimas 8 semanas (segundo a EPFR), observaram-se saídas de fluxos, enquanto até o momento 95% das ações do EuroStoxx 50 reportaram um crescimento médio dos lucros de 7% 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 14%, dado que foi revisado para cima no último mês, mas que está abaixo dos pares desenvolvidos (21%, estimativas da Factset).

Dada a deterioração das perspectivas econômicas e monetárias, 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, o país crescerá 0,8%, ante 1,4% em 2025, enquanto para o próximo ano a estimativa de crescimento é reduzida para 1,1%, ante 1,4% no final de fevereiro.

Apesar de o crescimento no primeiro trimestre do ano ter surpreendido positivamente (1,1% em relação ao mesmo período do ano anterior), impulsionado pela demanda interna, a economia enfrenta uma estagnação, à qual se soma o

arrefecimento do mercado de trabalho. A taxa de desemprego em março subiu para 5,0%, ao mesmo tempo em que foram eliminados 100 mil empregos em abril e os salários continuam aumentando acima da inflação (4,1% anual em março).

Por sua vez, a inflação de abril desacelerou para 2,8% anual, o menor nível em 13 meses, devido a fatores sazonais, enquanto a inflação subjacente diminuiu para 2,5%. Espera-se que, nos próximos meses, a inflação volte a acelerar devido ao choque energético, chegando a 3,6% no final do ano, enquanto a convergência para 2% é adiada até o final de 2027. O Banco da Inglaterra (BoE) alertou que o choque energético exige prudência e sinalizou a disposição de endurecer a política monetária caso a inflação persista.

Dada a surpresa negativa na inflação do último mês, o mercado revisa para baixo a expectativa de aumentos nas taxas de referência para este ano, de 3 para 2, a partir de setembro. Assim, no último mês, as taxas recuaram após terem atingido máximas de 2008 em maio, e a curva de taxas se inclinou na margem. A taxa de 2 anos caiu para 4,36%, enquanto a de 10 anos ficou em 4,93% — em 8 de junho.

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. No entanto, a pressão sobre uma possível renúncia do primeiro-ministro Keir Starmer se dissipou à medida que o foco migrou para o controle da inflação.

No mercado, em maio, as ações britânicas se desacoplaram e caíram 0,5%, ficando para trás em relação aos pares de mercados desenvolvidos. Assim, os valuations continuaram diminuindo; mas o índice P/E fwd ainda se negocia acima da média de cinco anos em termos absolutos. Em termos relativos ao resto da Europa, as ações britânicas são negociadas com um desconto de 18%, superior à média histórica. Por outro lado, até o momento, cerca de 46% 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 nos setores de serviços de comunicação e energia. Para este ano, espera-se um crescimento dos lucros próximo a 22%, que foi revisado para cima no último mês e está em linha com os pares desenvolvidos. O MSCI Reino Unido representa 3% das ações globais e possui 12% 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 de *Large Cap* dos setores *Value* e *Growth*, além das de *Small Cap*

Apesar de os Estados Unidos serem praticamente autossuficientes em termos energéticos, o choque de oferta e o aumento global no preço dos combustíveis alteram o cenário projetado 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 mostrando resiliência. Durante o primeiro trimestre do ano, o crescimento econômico surpreendeu negativamente, mas acelerou para 1,6% anualizado, recuperando-se dos 0,5% registrados no último trimestre de 2025, afetado pela *paralisação*. Enquanto isso, a surpresa econômica recupera dinamismo e se mantém em alta, ao mesmo tempo em que os indicadores antecedentes PMI, tanto de serviços quanto de manufatura, continuaram melhorando em maio, principalmente devido ao subcomponente de novos pedidos, dado o aumento dos estoques das empresas diante de eventuais interrupções nas cadeias de abastecimento.

Em relação ao mercado de trabalho, os dados voltaram a surpreender positivamente. Em maio, foram criados 172 mil novos empregos e o dado de abril foi revisado para cima, enquanto a taxa de desemprego se manteve em 4,3%. Em média, nos últimos três meses, foram criados 188 mil empregos por mês, enquanto em 2025 foram criados menos de 10 mil por mês.

Por outro lado, as pressões inflacionárias não dão sinais de abrandamento. Em maio, espera-se que a inflação acelere para 4,1% ao ano, refletindo o aumento nos custos da energia; enquanto a inflação subjacente suba de forma mais moderada, passando de 2,8% em abril para 2,9%, refletindo efeitos de segunda ordem ainda moderados. Assim, enquanto o mercado esperava, até o final de fevereiro, dois cortes de taxa de 25 pontos-base para este ano, agora espera-se um aumento entre setembro e outubro. Resta ver como a mudança na liderança afetará as decisões do Fed, dado que Kevin Warsh já assumiu como presidente da entidade monetária. No entanto, há pouco espaço para que ele possa reduzir as taxas.

Em resposta à mudança na política monetária, a curva de taxas dos títulos do Tesouro continuou com o *bear flattening*, ou seja, um aumento acompanhado de achatamento, devido à alta de maior magnitude na parte mais curta da curva. A taxa do título do Tesouro de 2 anos subiu nos últimos 30 dias quase 30 pontos-base, para 4,15%, enquanto a de 10 anos saltou 20 pontos-base, para 4,55%. 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 interno. 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.

Por sua vez, no início de junho, Trump propôs novas tarifas entre 10% e 12,5%, com base em supostas violações das regras relativas ao trabalho forçado. A medida não entrará em vigor imediatamente, pois será submetida a um período de consulta pública.

Durante maio, o S&P 500 ampliou os ganhos, impulsionado principalmente pelo setor de tecnologia: o S&P 500 subiu 5,1% e o Nasdaq 100, 10,5%, atingindo ambos novos máximos históricos. O setor corporativo mantém-se sólido, ao

mesmo tempo em que se deve começar a capitalizar os ganhos de produtividade da inteligência artificial. Com o término da temporada de divulgação de resultados do primeiro trimestre do ano, a surpresa foi positiva, com um crescimento dos lucros em torno de 28% em relação ao ano anterior, o maior registro desde o final de 2021 e o sexto trimestre consecutivo com crescimento de dois dígitos. Para 2026, espera-se que o crescimento dos lucros acelere para 24%, 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.

No decorrer de junho, observou-se uma correção no mercado de ações que não conseguiu aliviar os valuations. O índice P/E forward do S&P 500 está sendo negociado em linha com a média de 5 anos de 22 vezes. Os valuations das ações de estilo *growth* e *small caps* também estão sendo negociadas em níveis justos, enquanto as *de estilo value* estão acima da média de 5 anos.

Por outro lado, a oferta pública inicial (IPO) de empresas de tecnologia ligadas à inteligência artificial e ao setor espacial poderá afetar o mercado. O valuations de empresas como Anthropic, OpenAI e SpaceX ultrapassaria o trilhão de dólares, e está sendo discutida a forma como as ações dessas empresas serão incluídas nos índices de referência. No caso da S&P Dow Jones, já foi confirmado que não haverá alteração nos critérios de elegibilidade para acelerar a inclusão, enquanto a Nasdaq fez mudanças para incluir as ações em seus índices nos 15 dias seguintes à IPO.

No que diz respeito aos fluxos, as ações norte-americanas lideraram as entradas acumuladas em 2025, com fluxos que, segundo a EPFR, continuam chegando apesar da guerra no Oriente Médio. Nas últimas 10 semanas, observou-se um saldo líquido positivo nos fluxos.

Em linha com o fato de ser um mercado autossuficiente em termos energéticos e dada a solidez econômica e corporativa, os valuations 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 maio, o mercado japonês (MSCI Japão) registrou um retorno de 4,9%, enquanto o Nikkei – com maior exposição ao setor de tecnologia – avançou 10,0%, resultado impulsionado pelo desempenho das ações ligadas à inteligência artificial, juntamente com sólidos resultados corporativos e um ambiente global com maior apetite pelo risco. Em linha com o exposto, os valuations P/E *futuras* estão sendo negociadas acima de sua média de 5 e 10 anos.

Esse dinamismo tem sido sustentado pelo peso crescente do setor de tecnologia, que atualmente chega a 18,2% do MSCI Japão. No entanto, as expectativas de lucros foram revisadas para baixo durante maio, e espera-se um crescimento dos lucros de 10,5% para 2026. No âmbito corporativo, os resultados do primeiro trimestre surpreenderam o mercado com um crescimento anual dos lucros de 39,7% e um aumento nas vendas de 7,7%.

Em maio, observaram-se fluxos mistos, com saídas do conjunto de ETFs correspondentes a 1% dos ativos sob gestão (AUM), enquanto as ações registraram entradas próximas a US\$ 5 bilhões (segundo a Bolsa de Valores de Tóquio, TSE). As entradas foram impulsionadas principalmente pelos setores de IA e semicondutores e, de acordo com o JP Morgan, os investidores mantiveram suas preferências setoriais, conservando posições compradas em equipamentos eletrônicos, aço e setor financeiro, entre outros.

De uma perspectiva macroeconômica, o PIB do Japão cresceu 2,1% trimestralmente anualizado durante o primeiro trimestre do ano, superando as expectativas. Esse resultado deve-se a um aumento no consumo interno e à solidez demonstrada pelas exportações, apesar das perturbações geradas pelo conflito geopolítico.

Apesar disso, em abril a atividade apresentou sinais de menor dinamismo, com a produção industrial desacelerando marginalmente para 2,3% em relação ao ano anterior. Nesse contexto, observou-se uma divergência entre a solidez do segmento tecnológico e a fragilidade do restante da economia. A produção de eletrônicos e de máquinas ligadas à inteligência artificial apresentou uma aceleração; enquanto setores como automotivo, químico e de e de derivados de petróleo desaceleraram pelo terceiro mês consecutivo. Na mesma linha, embora o PMI manufatureiro continue em terreno expansivo, ele apresentou uma ligeira queda em relação ao mês anterior, ficando em 54,5 pontos em maio.

O consumo mostrou sinais de recuperação em abril, principalmente devido a um maior consumo de bens duráveis impulsionado por subsídios concedidos pelo governo. Por sua vez, no setor externo, as exportações de abril aceleraram 14,8% em termos anuais, mais do que o previsto pelo mercado, favorecidas por uma maior demanda por produtos relacionados à inteligência artificial

Durante abril, a inflação ficou em 1,4% ao ano, abaixo da expectativa do mercado (1,6%). Embora permaneça dentro da meta do Banco do Japão, a desaceleração da inflação se explica em grande parte pelas medidas tomadas pelo governo (subsídio à gasolina, gratuidade do ensino fundamental, alimentação gratuita para estudantes). Apesar disso, o mercado espera que a inflação anual acelere para 2,1% no final de 2026 e que o Banco do Japão aumente a taxa de juros em 25 pontos-base na reunião de junho, sem descartar outro aumento para 2026.

Durante o mês de maio, o iene desvalorizou-se 1,7% em relação ao dólar, apesar da intervenção realizada pelas autoridades no início de maio. Nessa intervenção, foram vendidos aproximadamente US\$ 30 bilhões, sendo considerada uma das maiores intervenções já registradas. No entanto, em ocasiões anteriores, ficou demonstrado que a intervenção cambial apenas consegue frear temporariamente a tendência de desvalorização da moeda, mas não altera essa tendência se ela for fundamentada.

Apesar do desempenho positivo das ações, adota-se uma postura cautelosa devido à desaceleração nas perspectivas de crescimento, aos riscos associados ao preço do petróleo, à sustentabilidade fiscal e à persistente incerteza geopolítica. **Opta-se por manter uma posição *underweight* em ações japonesas**, reconhecendo um equilíbrio risco-retorno mais favorável em outros mercados e dada a alta sensibilidade ao conflito no Oriente Médio.

MANTÉM-SE OW EM AÇÕES DE MERCADOS EMERGENTES: neutro na China, passa-se para OW na Ásia EM (exceto China) e diminui-se OW na América Latina

Em maio, o bom desempenho concentrou-se em ações que participam da cadeia de valor da IA, o que levou bolsas como a Coreia do Sul e Taiwan a registrarem desempenhos notáveis, em detrimento de regiões como a América Latina, nas quais a tecnologia não representa uma parcela significativa de seus índices de ações. Assim, embora ainda seja muito cedo para afirmar isso, a tendência estrutural da IA ainda se mantém, enquanto, embora a América Latina perca *impulso*, mantém fatores que representam um suporte estrutural devido à produção de matérias-primas e à distância geográfica da guerra. Além disso, em ambas as regiões é possível encontrar valuations que continuam atraentes. Dessa forma, decide-se reduzir a OW na América Latina, para *transferi-la* para a Ásia EM, excluindo a China.

AMÉRICA LATINA: REDUÇÃO DO OW

O mercado latino-americano perdeu *impulso* nos últimos meses, apresentando um *desempenho inferior* em relação ao resto do mundo. Uma das principais causas desse atraso foi o escândalo de corrupção associado a Flávio Bolsonaro, mas a concentração da alta nas ações de tecnologia contribuiu para o pior desempenho da região. De qualquer forma, o suporte estrutural se mantém; a disponibilidade de *commodities* e a distância do conflito no Oriente Médio favorecerão a região caso este se acalme. Por outro lado, a sucessão de eleições e os sinais de mudanças políticas em direção a governos mais pró-mercado melhoram as perspectivas para a região e despertam o interesse dos EUA. De qualquer forma, no Brasil a situação política se complica e a maior volatilidade em vista das eleições pode obscurecer os fundamentos.

No **Brasil**, o mercado de ações registrou um dos piores desempenhos a nível global durante o mês de maio; o Bovespa recuou 8,6%. Embora a alta tenha estado ligada à IA e o petróleo (Brent) tenha caído 24% durante o mês, grande parte do desempenho negativo da bolsa brasileira deveu-se a fatores políticos. Durante maio, vazou uma gravação de Flávio Bolsonaro para Daniel Vorcaro, um dos principais acusados no escândalo de corrupção do Banco Master. Isso fez com que Bolsonaro perdesse terreno nas pesquisas, que passaram de um empate técnico entre ele e Lula no segundo turno para Flávio marcando algo acima de 40% nessa instância. Paralelamente, o presidente continua promovendo medidas populistas para tentar melhorar sua popularidade de cara para as eleições. Embora ainda não tenhamos observado isso, à medida que iniciativas em andamento no Congresso – como a redução da jornada de trabalho – entrarem em vigor, a situação pode mudar. Dessa forma, a continuidade da candidatura presidencial de Bolsonaro está em dúvida e torna-se difícil prever o resultado das eleições. Embora um dos candidatos da oposição possa ganhar terreno, meados de agosto é o prazo final para o registro das candidaturas presidenciais e é provável que o resultado seja acirrado entre um candidato do governo (Lula) e da oposição. Passando para a economia, os preços têm sofrido pressão e a inflação na primeira quinzena de maio registrou 4,6% ao ano, acelerando em relação ao registro de abril. A pesquisa semanal publicada pelo Banco Central (Focus) mostra que a inflação ficaria em 5,1% ao ano no final deste ano e em cerca de 4,0% em dezembro de 2027, estando esta última dentro da meta tolerada pela autoridade monetária (1,5% - 4,5%). No entanto, a mesma pesquisa prevê agora um Banco Central mais *hawkish*, que reduzirá a taxa em 100 pontos-base no restante do ano (a partir dos atuais 14,50%), contra os 125 pontos-base esperados há uma semana (25 pontos-base por reunião). No que diz respeito ao crescimento, o PIB do primeiro trimestre cresceu 1,8% em termos anuais, enquanto o dado trimestral mostrou uma aceleração significativa para 1,0% em relação ao trimestre anterior (desestacionalizado). Por sua vez, a produção industrial de abril também surpreendeu positivamente, crescendo 2,7% em termos anuais. Dados melhores do que o esperado, mas que, de qualquer forma, mostram uma desaceleração, levaram o mercado a revisar para cima a projeção de crescimento para 1,9% em 2026. Passando para o mercado, os valuations estão sendo negociadas a um desvio padrão abaixo de sua média de 10 anos (razão P/E *fwd*) e as projeções de crescimento dos lucros foram revisadas para cima, impulsionadas por um preço do petróleo sustentadamente elevado. Por outro lado, em maio, observaram-se saídas líquidas de fluxos de 5,6% do AUM do principal ETF, e a EPFR mostra saídas líquidas do conjunto de fundos e ETFs por duas semanas consecutivas (em 5 de junho). Assim, diante das correções do mercado acionário e do cenário político desafiador, **decide-se neutralizar o overweight em ações do Brasil.**

No **México**, o IPC Mexbol voltou a apresentar um desempenho positivo em maio, com alta de cerca de 2,1% em dólares americanos. No âmbito macroeconômico, os últimos dados continuam refletindo uma economia sem sinais claros de recuperação; por um lado, o PIB do primeiro trimestre contraiu 0,6% em relação ao trimestre anterior, enquanto os

indicadores antecipados de atividade — IMEF manufatureiro e não manufatureiro — continuam abaixo de 50 pontos em maio. Nesse contexto, o Banxico revisou novamente para baixo sua projeção de crescimento para 2026, para 1,1% (de 1,6% em fevereiro), reforçando a visão de uma economia que continuará se expandindo abaixo de seu potencial durante o resto do ano. Do lado “positivo”, a inflação voltou a desacelerar em maio, para 4,1% ao ano, acumulando quatro moderações consecutivas e aproximando-se gradualmente da meta do banco central, o que permitiu dar continuidade ao processo de flexibilização monetária. No entanto, as atas da última reunião parecem indicar uma pausa prolongada por parte do Banxico, com o mercado esperando uma taxa de referência de 6,5% (nível atual) tanto para o final de 2026 quanto para 2027, de acordo com a última pesquisa divulgada pelo Citi. No lado político, em maio ocorreu a primeira rodada formal de negociações do T-MEC entre México, EUA e Canadá, que avançou de forma construtiva em temas relevantes como as regras de origem para a indústria automotiva, o aço e o alumínio. No entanto, a incerteza comercial continua elevada, considerando que os EUA continuam avaliando o endurecimento de alguns requisitos de origem e a aplicação de novas tarifas a diversos parceiros comerciais, incluindo o México. Em contrapartida, o México e o Canadá manifestaram sua intenção de prorrogar a vigência do tratado por mais 16 anos. Assim, as próximas reuniões serão determinantes para avaliar se o processo avança em direção a uma maior integração regional ou a um cenário mais protecionista. No plano interno, aumentaram as preocupações fiscais depois que a Moody’s rebaixou a classificação soberana do México para Baa3 — a um nível de perder o grau de investimento — e a S&P alterou sua perspectiva para negativa, refletindo uma combinação de baixo crescimento, maior endividamento e deterioração fiscal. Ao mesmo tempo, o governo continuou avançando em sua agenda legislativa, particularmente na implementação da reforma judicial aprovada pelo Congresso; entre os principais pontos estão o adiamento da eleição do Poder Judiciário de 2027 para 2028 e da revogação do mandato para 2028 (de 2027), apoiado por índices de aprovação da presidente Claudia Sheinbaum que permanecem elevados. Do lado do mercado, os valuations continuam situando-se acima de sua média de cinco anos em termos de P/E *fwd.*, enquanto, em termos de fluxos, registraram-se saídas acentuadas de 17,3% do AUM no último mês do principal ETF do país. Assim, embora as perspectivas inflacionárias continuem melhorando e a revisão do T-MEC possa trazer maior certeza ao país, o balanço de riscos ainda não justifica uma visão mais construtiva, **pelo que se decide manter a posição neutra em ações mexicanas.**

A situação **no Chile** está se tornando desafiadora, tanto no plano político quanto macroeconômico. O PIB do primeiro trimestre registrou uma contração de 0,5% em termos anuais, com uma contribuição particularmente negativa da demanda externa e uma queda significativa na produção de mineração; os dados de abril não trazem sinais de esperança, já que o setor de mineração voltou a contrair-se em 11,8% em termos anuais. Com isso, o mercado revisa para baixo suas projeções de crescimento, e torna-se difícil atingir 2,0% neste ano. Isso permitiu que a inflação desacelerasse em maio, para 3,9% em doze meses, sugerindo duas coisas: (i) o aumento no preço dos combustíveis não está causando efeitos significativos de segunda ordem e (ii) a desaceleração econômica está contendo as pressões inflacionárias. Tudo isso ocorre em um cenário em que o atual governo está tramitando um projeto de lei tributária que significará um maior déficit fiscal por volta de 2030, ao mesmo tempo em que as projeções deixadas pelo governo anterior estariam subestimando as projeções de dívida. Assim, o cenário fiscal para o Chile é mais desafiador, e o governo teve que solicitar um endividamento adicional de US\$ 6,2 bilhões para este ano, o que poderia levar a dívida bruta a se aproximar do nível “prudente” de 45% do PIB. Do lado do mercado, o IPSA registrou alta de 0,2% em maio (devido ao efeito da taxa de câmbio, foi negativo em pesos chilenos) e, no acumulado de junho (até o dia 5 do mês), caiu 7,4%. Apesar do desempenho, os valuations continuam ajustados e são negociados em linha com sua média de 10 anos (P/E *fwd.*), enquanto, no que diz respeito aos fluxos, embora em maio tenham sido observadas entradas líquidas de US\$ 20 milhões no conjunto de ETFs, em maio as administradoras de fundos de pensão voltaram a vender ações locais pelo

segundo mês consecutivo. Quanto ao preço do cobre, este subiu 7,8% em maio, dando suporte ao peso chileno. Mas, no que vai de junho, recua devido ao desempenho prejudicado dos mercados globais. Assim, devido à falta de catalisadores e *momentum*, juntamente com uma situação econômica e política desafiadora, **decide-se manter neutra a exposição às ações chilenas.**

Na **Colômbia**, o Colcap caiu 1,2% em maio, prolongando o desempenho negativo de abril. No entanto, o resultado do primeiro turno das eleições presidenciais marcou um ponto de inflexão para os ativos colombianos, impulsionando uma forte reação positiva no mercado: o COLCAP chegou a subir cerca de 7,0% em moeda local no dia seguinte à eleição, para depois moderar seus ganhos, enquanto o peso colombiano se valorizou em relação ao dólar e as taxas soberanas registraram uma compressão significativa, permitindo que a Colômbia se mantivesse, no acumulado de junho, entre os poucos mercados acionários globais com retornos positivos. O principal catalisador por trás desse movimento foi a vitória surpreendente de Abelardo de la Espriella no primeiro turno, que obteve cerca de 44% dos votos e conseguiu superar Iván Cepeda, contrariando todas as pesquisas e fortalecendo a probabilidade de um cenário mais e u pró-mercado. Além disso, o apoio de Paloma Valencia e de grande parte da centro-direita melhorou suas perspectivas para o segundo turno, marcado para 21 de junho. No entanto, a incerteza política continua elevada em um país altamente polarizado, enquanto a fragmentação do Congresso continuará representando um desafio para a implementação de reformas econômicas e fiscais pelo novo governo. No frente macroeconômico, a economia cresceu 2,2% ao ano no primeiro trimestre, com uma parte significativa da expansão explicada pelos gastos públicos e pelo consumo privado, enquanto o investimento e os setores produtivos continuam perdendo dinamismo. Da mesma forma, a inflação acelerou para 5,8% ao ano em maio, atingindo seu nível mais alto desde agosto de 2024. Nesse contexto, o mercado continua antecipando novos aumentos nas taxas por parte do BanRep a partir do nível atual de 11,25%, levando a taxa de referência para 12,00% no final de 2026, com movimentos posteriores ao segundo turno das eleições presidenciais. Do lado do mercado, os valuations estão acima de sua média de cinco anos no índice P/E *fwd.*, enquanto, em termos de fluxos, observaram-se saídas acentuadas do principal ETF do país, correspondentes a 12,6% de seus ativos sob gestão (AUM) durante o último mês. Assim, embora persistam desafios em matéria fiscal, de crescimento e governança, o resultado do primeiro turno melhorou significativamente o balanço de riscos para os ativos colombianos e poderia continuar impulsionando uma alta de curto prazo, **pelo que se decide um overweight taticamente a posição em ações colombianas.**

O MSCI NUAM **Peru** registrou um sólido avanço de 10,7% em maio, impulsionado por uma combinação de fundamentos macroeconômicos favoráveis, preços elevados do cobre e a expectativa de que as eleições presidenciais pudessem resultar em um cenário mais favorável para o investimento privado. De fato, a economia peruana continua apresentando um desempenho resiliente, com um crescimento esperado de 3,2% para este ano, apoiado pela recuperação do investimento privado, pelo fortalecimento do consumo e por um setor externo que continua se beneficiando dos altos preços dos metais. No entanto, o foco de atenção do mercado esteve voltado quase exclusivamente para o segundo turno das eleições presidenciais entre Keiko Fujimori e Roberto Sánchez, cujo resultado extremamente acirrado eleva significativamente a incerteza política no curto prazo. Na semana anterior à eleição, o mercado acionário registrou uma queda de US\$ 8,7%. Nesse sentido, vale destacar que o mercado acionário acumulou um retorno de 17,0% no ano até o momento; portanto, embora uma eventual vitória de Fujimori traga um *potencial de alta* para o mercado acionário peruano, o *potencial de queda*, caso Sánchez assuma a presidência, poderia ser de magnitude maior. Daqui para frente, o principal fator diferenciador para a economia será o impacto que o resultado eleitoral terá sobre a confiança empresarial e as decisões de investimento, com o novo presidente assumindo o cargo em 28 de julho. Em um cenário de

vitória de Keiko Fujimori, a economia poderia manter taxas de crescimento próximas a 3,2% este ano, apoiada por um investimento privado dinâmico e maior continuidade das políticas econômicas. Por outro lado, uma eventual vitória de Roberto Sánchez poderia gerar uma deterioração das expectativas, um adiamento de projetos de investimento e uma desaceleração do crescimento para níveis de 1,5% a 2,0% nos próximos anos. No entanto, a fragmentação do Congresso e o retorno ao sistema bicameral constituem importantes contrapesos institucionais, reduzindo a probabilidade de mudanças estruturais profundas e de episódios de instabilidade política como os observados em anos anteriores. Do lado do mercado, os valuations continuam situando-se acima de sua média de 5 anos no índice *P/E fwd.*, enquanto, em termos de fluxos, observaram-se saídas equivalentes a 1,6% do AUM do principal ETF do país. Assim, embora os fundamentos macroeconômicos continuem favoráveis e o cenário institucional pareça mais robusto do que em processos eleitorais anteriores, a elevada incerteza quanto ao rumo econômico que o próximo governo adotará, juntamente com uma expansão dos múltiplos em decorrência do bom desempenho das ações no acumulado do ano, **nos leva a manter a posição neutra em ações peruanas.**

Na **Argentina**, o Merval registrou um rendimento de 9,6% em maio, destacando-se positivamente em relação aos mercados regionais. O desempenho foi impulsionado por um ambiente global mais favorável aos ativos de risco, bem como por uma série de fatores internos que reforçaram a confiança no processo de estabilização macroeconômica. Nesse contexto, a inflação mensal surpreendeu positivamente ao cair para 2,6% em abril, registrando sua primeira desaceleração em onze meses, enquanto a atividade econômica apresentou uma recuperação acima do esperado, com um crescimento de 3,5% mensal em março e avanços em 14 dos 15 setores econômicos. No entanto, estimativas privadas sugerem que a atividade teria voltado a contrair-se em abril em torno de ~0,8% mensal, pressionada por uma fraqueza na demanda interna, na indústria pesada e no setor automotivo, revelando uma economia que parece avançar em *zigzag*. Nesse contexto, de acordo com a última Pesquisa de Expectativas de Mercado (REM) do Banco Central (BCRA), espera-se que o processo de desinflação continue — rompendo a barreira dos 2,0% mensais em agosto —, para encerrar o ano em cerca de 30,0% anual no final de 2026 (31,5% em 2025), enquanto que, em termos de crescimento, prevê-se uma desaceleração para 2,9% este ano, ante 4,4% em 2025. Da mesma forma, o setor externo continuou a demonstrar solidez, com exportações recordes e um superávit comercial histórico de US\$ 2,711 bilhões em abril, ao mesmo tempo em que o Banco Central acelerou a acumulação de reservas, ultrapassando US\$ 10,000 bilhões em compras durante 2026. Tudo isso contribuiu para uma nova redução do risco-país, que voltou a ficar abaixo de 500 pontos-base, de acordo com o índice EMBI, apoiada também por uma melhoria na classificação de crédito soberano pela Fitch para B- (de CCC+). No entanto, persistem alguns motivos de cautela, já que a recuperação continua sendo heterogênea e dependente de setores exportadores como energia, mineração e agronegócio, enquanto o consumo continua mostrando fragilidade, os salários reais permanecem defasados e a inadimplência das famílias atingiu máximos históricos. Do lado do mercado, apesar do sólido desempenho das ações argentinas, em maio foram registradas saídas líquidas de fluxos equivalentes a 6,7% do AUM do principal ETF do país, refletindo que parte dos investidores estrangeiros continua privilegiando a realização de lucros após a forte alta acumulada. Assim, embora a continuidade do processo de desinflação, a acumulação de reservas, uma eventual reclassificação pela MSCI para mercado emergente (de *standalone*) e o aprofundamento da recuperação do crédito continuem configurando um cenário favorável para os ativos argentinos, esses fatores coexistem com valuations mais exigentes e com a crescente incerteza política associada ao ciclo eleitoral de 2027, **pelo que se decide manter a posição neutra em ações argentinas.**

CHINA: Decide-se manter a posição neutra

O **mercado chinês** apresentou um *desempenho* inferior ao de seus pares asiáticos em maio, recuando 4,8% (índice MSCI em dólares), em um contexto de fluxos persistentemente desfavoráveis para o mercado acionário. O conjunto de ETFs vinculados a ações chinesas registrou saídas líquidas equivalentes a 6,2% do AUM durante o mês, e a China continua sendo uma posição *underweight* nas carteiras globais. Em termos de valuations, as ações chinesas estão sendo negociadas abaixo de suas médias de 5 e 10 anos (P/E fwd), apresentando atratividade em termos históricos.

Durante a segunda semana de maio, os presidentes Xi Jinping e Donald Trump se reuniram em território chinês. A reunião resultou em avanços limitados, mas com foco na redução das tensões entre ambas as partes. Entre os principais pontos, ficou acordado avançar em direção a uma relação comercial mais construtiva, incluindo uma menor pressão tarifária sobre produtos específicos, bem como certos avanços no âmbito tecnológico, como a flexibilização na exportação de chips da Nvidia (H200) para um grupo restrito de empresas chinesas; ao mesmo tempo, a China demonstrou interesse em adquirir mais petróleo dos Estados Unidos. No entanto, as questões mais estruturais — incluindo tensões geopolíticas, Taiwan e o controle de recursos estratégicos como terras raras — permanecem sem solução.

No lado econômico, durante o primeiro trimestre do ano, o crescimento econômico apresentou um desempenho positivo, superando as expectativas do mercado, impulsionado pela atividade industrial, mas com um consumo interno que continua fraco. Isso fica evidente nas vendas no varejo, que registraram uma variação de apenas 0,2% ao ano em abril, o pior resultado desde dezembro de 2022, após a COVID-19. Nessa ocasião, observou-se uma fraqueza generalizada no mercado, marcada por vendas menores de automóveis, eletrodomésticos e materiais de construção.

Do lado da oferta, em abril a produção industrial desacelerou mais do que o esperado, para 4,1% ao ano (expectativa de 6,0%). Observou-se uma moderação tanto na indústria manufatureira quanto na mineração, sendo o setor menos afetado o de fabricação de produtos tecnológicos. Na mesma linha, o PMI da indústria manufatureira da RatingDog diminuiu para 51,8 pontos em maio, ante 52,2 em abril.

No setor externo — que tem sido o principal motor desta economia — as exportações em maio superaram as expectativas, registrando um crescimento de 19,4% em termos anuais, em linha com o aumento da demanda por produtos *de hardware* relacionados à inteligência artificial, apesar das perturbações causadas pelo conflito. Por sua vez, as importações aceleraram 27,4% ao ano em maio, impulsionadas por empresas que adquiriram chips e equipamentos necessários para o desenvolvimento tecnológico.

Quanto às importações de petróleo, no mês passado elas 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%. Espera-se que essa tendência continue, uma vez que se observou que as reservas de petróleo não diminuíram na quantidade esperada, já que as refinarias estão reduzindo sua produção e limitando sua capacidade máxima.

Com o aumento dos preços do petróleo, a China começou a sair do cenário deflacionário que caracterizou sua economia nos últimos meses. Espera-se que a inflação de maio acelere para 1,3% ao ano, impulsionada principalmente pelos preços mais altos dos combustíveis. No entanto, essa inflação é importada e gerada pelo lado dos custos, o que poderia ter um impacto negativo na demanda interna e, conseqüentemente, no crescimento econômico.

Embora o panorama da produção mostre certa melhora, as perspectivas macroeconômicas permanecem fracas e o consumo interno não consegue se recuperar, o que resultou em um problema de excesso de capacidade que vem

aumentando desde 2021. Por outro lado, a Tencent anunciou que está testando um protótipo de agente de IA, o que gerou maior otimismo em torno de seus avanços tecnológicos. Nesse contexto, o eventual lançamento de um agente integrado ao WeChat poderia marcar um avanço relevante do setor tecnológico chinês em sua tentativa de diminuir a diferença em relação aos seus pares globais. Em um cenário de alta incerteza, onde não se vislumbram catalisadores de curto prazo para o mercado, mas observam-se avanços relativos na dinâmica da IA, **opta-se por manter a posição neutra em ações chinesas.**

ÁSIA EMERGENTE EXCLUINDO A CHINA: Passa de neutro para OW

O mercado acionário da Ásia Emergente, excluindo a China, apresentou um *desempenho superior* em maio, impulsionado pela alta liderada pela IA. Assim, os índices MSCI da Coreia do Sul e de Taiwan subiram 29,5% e 17,7%, respectivamente, destacando-se na região. A preponderância do setor tecnológico e a importância de algumas empresas de ambos os países na cadeia de valor da IA nos levam a ser mais otimistas em relação a esses mercados, que, além disso, apresentam perspectivas econômicas saudáveis e valuations atraentes no caso da Coreia do Sul. Sendo cedo para declarar esse *momentum* em empresas ligadas à IA como uma bolha e mesmo com o bom desempenho no que vai do ano, **decidimos deixar um overweight as ações da Ásia EM (excluindo a China)**, considerando que a Coreia do Sul e Taiwan representam 78,3% do índice MSCI Emergente.

O **mercado acionário indiano (MSCI)** apresentou um *desempenho* inferior ao de seus pares emergentes em maio e recuou 1,4% em dólares americanos, sendo um mercado que, apesar de seu caráter defensivo em outros momentos, não tem agido como tal. A Índia continua demonstrando vulnerabilidade a choques externos. Embora este ano tenha reduzido sua exposição no setor energético com medidas 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, embora o crescimento econômico do primeiro trimestre tenha superado as expectativas do mercado, com um crescimento anual de 7,8%, espera-se uma desaceleração nos trimestres seguintes. Na última reunião do Banco Central da Índia (RBI), concluiu-se que, apesar do resultado otimista em relação ao crescimento, a economia enfrenta riscos de desaceleração, como interrupções nas cadeias de abastecimento, preços elevados da energia e o fenômeno El Niño, pelo que revisaram para baixo a sua expectativa de crescimento para 6,6% neste ano. A inflação em abril acelerou para 3,5% ao ano, menos do que o esperado, devido ao aumento nos preços dos alimentos, já que os preços da gasolina não apresentaram grandes variações. Da mesma forma, o RBI acredita que o aumento dos custos ainda não foi totalmente repassado aos consumidores, pelo que a inflação deve acelerar no restante do ano. Na reunião de junho, o RBI optou por manter a taxa de juros em 5,25%, aguardando os efeitos inflacionários de segunda ordem e os riscos associados ao crescimento econômico. Além disso, o RBI está optando por fortalecer a moeda — que se desvalorizou 6,2% em relação ao dólar este ano, até 4 de junho. Por sua vez, o governo eliminou os impostos sobre investidores estrangeiros em títulos locais e sobre os juros que recebem, com o objetivo de atrair capital estrangeiro. No que diz respeito ao comércio exterior, as importações de abril aceleraram 10,0% em termos anuais, impulsionadas por uma forte demanda interna e maiores importações de ouro; por outro lado, as exportações aceleraram 13,8% em termos anuais em abril, lideradas por serviços, defesa e outros. Do lado da oferta, a produção industrial de abril acelerou mais do que o esperado pelo mercado (4,9% a/a vs. 3,9% a/a), devido à solidez demonstrada pelos setores produtivos, apesar do aumento nos preços da energia. Em linha com isso, o PMI manufatureiro avançou para 55 pontos em maio, ante 54,7

em abril. Em termos de valuations, o mercado indiano está sendo negociado com desconto, com um índice *P/E futuro* abaixo de sua média de 5 e 10 anos. Durante maio, observaram-se entradas de fluxos no principal ETF correspondentes a 5,5% do AUM, após saídas de fluxos de 18,9% do AUM em abril. 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, perda de *momentum* e revisão consistente das expectativas de lucro para 2026. Por esse motivo, e juntamente com um panorama econômico em enfraquecimento, **decide-se manter uma exposição neutra em ações indianas.**

A Coreia do Sul registrou um *desempenho* significativamente *superior* em maio (29,5% no MSCI), dando continuidade à trajetória observada no início do ano, acumulando um retorno acumulado no ano de 108% (em 4 de junho), impulsionado pela forte demanda associada à inteligência artificial, reforçada pelo “*poder de fixação de preços*” das empresas líderes desse mercado. Juntamente com o desempenho, o mercado sul-coreano é agora o segundo maior mercado no índice de mercados emergentes, superando a China, com duas das empresas mais valorizadas — *Samsung Electronics* e *SK Hynix* — atingindo uma capitalização de mercado de US\$ 1 *trilhão*. Apesar do excelente desempenho do mercado, os valuations estão sendo negociadas com desconto em termos de *P/E fwd*. Durante maio, observaram-se saídas equivalentes a 15,3% do AUM do principal ETF, embora as expectativas de crescimento dos lucros tenham sido reajustadas para cima para 2026, com projeção de um crescimento de 272%. Na frente macroeconômica, a economia é impulsionada principalmente pelo dinamismo do comércio exterior, favorecido pela demanda por memórias. Em linha com o exposto, em maio as exportações superaram as expectativas do mercado, acelerando 53,2% em termos anuais, lideradas pelo boom da IA. Apesar da solidez das exportações, do superávit em conta corrente e da melhora nos termos de troca devido ao aumento nos preços das memórias, o won se desvalorizou 1,8% em maio e já atingiu uma desvalorização de 5,7% em 2026 em relação ao dólar (em 4 de junho), mas espera-se uma valorização no restante do ano. No que diz respeito à produção, embora a produção industrial tenha desacelerado para 1,5% ao ano em abril, o PMI do setor manufatureiro subiu para 54,8 pontos em maio, refletindo a resiliência da economia sul-coreana. Por sua vez, a inflação de maio acelerou para 3,1% ao ano, superando as expectativas do mercado, impulsionada por aumentos nos preços da energia, especificamente os relacionados ao setor de transportes. Nesse cenário, o Banco Central manteve a taxa de referência em 2,50% em sua última reunião, mas com um discurso mais *hawkish* para o restante do ano. Nesse 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 de overweight (OW) em ações sul-coreanas.**

O **mercado acionário de Taiwan** encerrou o mês de abril com um *desempenho* superior ao de seus pares emergentes, registrando um retorno de 17,7% (índice MSCI). Assim, após esses desempenhos positivos — atribuídos principalmente à *Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC)* —, os valuations do mercado acionário de Taiwan estão sendo negociadas com prêmio no índice *P/E futuro*, em torno de 2 desvios padrão acima de sua média de 5 e 10 anos. Em linha com o exposto, durante maio observaram-se entradas de fluxos no principal ETF, atingindo 2,2% do AUM. Da mesma forma, as expectativas de lucros foram revisadas para cima, projetando-se um crescimento de 42,8% para 2026. Isso está em linha com as medidas que o regulador vem tomando para melhorar o sistema para investidores *de varejo*, como antecipar a abertura do mercado e estender o horário de negociação. Do ponto de vista macroeconômico, a atividade continua demonstrando resiliência. O crescimento do primeiro trimestre foi revisado para cima, atingindo uma expansão anual de 14,6%, sustentada pela solidez das exportações, do investimento e do consumo privado. Em abril, as encomendas de exportação cresceram 48,1% em relação ao ano anterior e a produção industrial 14,2% em relação ao

ano anterior, enquanto as exportações de maio aceleraram e registraram um crescimento de 51,7% em relação ao ano anterior (39,0% em abril). Isso, juntamente com o PMI manufatureiro de maio, que subiu para 56,1 pontos, reforça a solidez da atividade econômica. Por sua vez, a inflação de maio superou as expectativas e ficou em 2,2% em relação ao ano anterior, devido ao aumento dos preços dos alimentos e dos custos energéticos, resultado que ficou ligeiramente acima da meta estabelecida pelo Banco de Taiwan. Nesse sentido, o Banco de Taiwan mantém a taxa de política monetária “*em espera*”, uma vez que considera que os efeitos ainda são controláveis e aguardará para observar os efeitos inflacionários de segunda ordem antes de tomar uma decisão. Nesse 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 o overweight (OW) em ações de Taiwan.**

As ações **indonésias** apresentaram um *desempenho inferior* em relação aos pares regionais, caindo 16,4% (índice MSCI). Assim, os valuations situam-se 2 desv. padrão abaixo de suas médias de 5 e 10 anos. Em maio, registraram-se entradas de fluxos no principal ETF equivalentes a 18,5% do AUM; no entanto, as projeções de lucros foram revisadas para baixo no último mês e espera-se um crescimento de 4% para 2026. Esse desempenho e as perspectivas macroeconômicas mais desfavoráveis se explicam pela alta vulnerabilidade do país, associada ao conflito geopolítico, à elevada dependência energética e também ao fenômeno climático “El Niño”. Do lado macroeconômico, espera-se que o crescimento econômico desacelere e o JP Morgan reduziu suas expectativas para 2026 de 5,0% para 4,7%. No setor externo, o superávit comercial de bens caiu em abril para o nível mais baixo desde 2020, devido a um aumento das importações de tanto em volume quanto em preços, em busca de diversificação diante de preocupações com uma oferta energética limitada. Em sua reunião de maio, o Banco da Indonésia (BI) surpreendeu ao aumentar a taxa em 50 pb (esperava-se 25 pb), em linha com seu mandato de manter a estabilidade da rupia — que se desvalorizou 8,3% em relação ao dólar no acumulado do ano até 8 de junho — e como uma medida preventiva para manter a inflação dentro da meta. (3,1% ao ano em maio, dentro da meta de 1,5%–3,5%). Nesse contexto, diante das pressões sobre a moeda, dos riscos inflacionários e da necessidade de atrair fluxos de investimento estrangeiro, o Banco Central convocou uma reunião extraordinária em 9 de junho, na qual decidiu elevar novamente a taxa de referência em 25 pb, levando-a a 5,50%. Além disso, o mercado espera que o BI tome mais medidas, e não se descarta um novo aumento das taxas em sua reunião oficial de 18 de junho. 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 superior* em relação aos seus pares do Sudeste Asiático e, em maio, registrou alta de 4,7% (índice MSCI), com o P/E *fwd* (P/E) em linha com sua média de 5 anos e abaixo de sua média de 10 anos. Nesse sentido, as expectativas de lucros foram revisadas consistentemente para cima ao longo de maio, e espera-se um crescimento de 2,6% para 2026. Apesar disso, observaram-se saídas de fluxos do principal ETF correspondentes a 1,2% do AUM no mês passado. No lado macroeconômico, as projeções de crescimento permanecem abaixo de 2% para este ano, sem sinais claros de recuperação. Por outro lado, as importações de abril aceleraram 43,9% em termos anuais, superando as expectativas do mercado e levando a Tailândia a um déficit comercial recorde. 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 de maio desacelerou marginalmente para 2,8% ao ano, mas espera-se que acelere no restante do ano e se mantenha na faixa superior estabelecida pelo Banco da Tailândia (1,0% - 3,0%). Na temporada de divulgação de resultados corporativos, o mercado tailandês apresentou um crescimento de lucros de 30,3%, e, em particular, o setor de TI, cujo peso no índice MSCI da Tailândia é de 26,8%, apresentou um sólido crescimento de lucros de 43,9%, em linha com o boom da inteligência

artificial. Assim, diante de melhores perspectivas de mercado e ações sendo negociadas com desconto, **decidimos ajustar a posição de *underweight* em ações tailandesas para neutra.**

EMEA

As ações **sul-africanas** registraram um retorno de 3,4% em maio (índice MSCI). Esse mercado apresentou um *desempenho superior* em relação aos pares regionais, que, em conjunto, registraram um retorno de 0,9% (índice MSCI EMEA). Esse mercado foi afetado negativamente pelo desempenho negativo do ouro, dada a alta correlação do mercado acionário com o metal precioso. Em termos de valuations, as ações estão sendo negociadas abaixo das médias de 5 e 10 anos e a mais de um desvio padrão no índice P/E *futuro*. Durante maio, observaram-se saídas de fluxos do principal ETF, equivalentes a 7,2% do AUM, em linha com as expectativas de crescimento dos lucros, que têm sido consistentemente revisadas para baixo. No plano macroeconômico, as expectativas de crescimento foram revisadas para baixo de 1,4% para 1,2% em 2026 e de 1,7% para 1,6% em 2027. No que diz respeito à atividade, o PMI do setor manufatureiro caiu de 51,6 pontos para 49,6 pontos em maio, entrando em território de contração, pressionado pela queda na produção e nos novos pedidos, com os novos negócios caindo pela terceira vez. A inflação de abril ficou em 4,0% ao ano, abaixo das expectativas do mercado; no entanto, espera-se uma aceleração para 5% nos dados de junho. Nesse sentido, o mercado espera um aumento de 25 pontos-base nas taxas em julho por parte do Banco da Reserva da África do Sul (SARB), devido a maiores riscos inflacionários decorrentes do fenômeno El Niño, aumentos no preço dos fertilizantes e interrupções no abastecimento de energia. Apesar de observarmos valuations atraentes, a incerteza global e os riscos macroeconômicos iminentes nos levam a **decidir manter as ações sul-africanas em posição neutra.**

As ações **turcas** caíram 6,9% (índice MSCI) em maio, ficando abaixo dos pares regionais e de outros mercados emergentes. Paralelamente, a lira turca continuou se desvalorizando em relação ao dólar, com uma queda de 1,5% ao longo do mês e acumulando uma perda de 6,7% no acumulado do ano. Os aumentos nos preços da energia geraram um maior déficit em conta corrente, que se acredita que possa chegar a 3,1% do PIB em 2026. 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 para 2026, de 3,2% para 3,0%. Em segundo lugar, as pressões inflacionárias se intensificaram, com a inflação acelerando para 32,6% em termos interanuais em maio, ante 32,4% em abril. No que diz respeito ao mercado, os valuations estão sendo negociadas acima de suas médias de 5 e 10 anos em termos de P/E *fwd*. Durante maio, observaram-se fortes saídas de fluxos do principal ETF, equivalentes a 19,8% de seus ativos sob gestão (AUM), e as expectativas de crescimento dos lucros foram revisadas para baixo. Embora os riscos macroeconômicos tenham se intensificado e tenham ocorrido saídas de fluxos, o mercado acionário turco tem apresentado um comportamento mais defensivo do que seus pares regionais. Em 8 de junho, o MSCI Turquia acumulava um retorno de 15,4% no ano, significativamente superior ao de outros mercados da EMEA (1,9% no acumulado do ano). Assim, o equilíbrio entre fatores de risco e elementos de suporte **leva a manter neutra a exposição às ações turcas.**

O mercado acionário da **Arábia Saudita** registrou uma queda de 2,0% em maio (índice MSCI). Embora os altos preços do petróleo tenham dado suporte ao mercado, após o cessar-fogo acordado entre os EUA e o Irã, o preço do Brent caiu 24% ao longo de maio, aumentando os riscos tanto para o mercado quanto para a economia. Nesse sentido, o crescimento econômico do primeiro trimestre desacelerou para 2,8% ao ano, abaixo do esperado pelo mercado, devido à menor produção de petróleo. Além disso, o déficit fiscal foi revisado para cima para 2026, passando de 4,6% para 4,9% do PIB, devido a maiores gastos com bens, serviços e subsídios. 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. Em termos de valuations, as ações sauditas estão sendo negociadas a preços atraentes, enquanto as expectativas de lucros foram revisadas marginalmente para cima, com projeção de crescimento de 25,1% para 2026. Além disso, em maio, observaram-se saídas de fluxos equivalentes a 3,7% dos ativos sob gestão (AUM) do principal ETF. Dessa forma, embora o cenário geopolítico atual aumente a incerteza na região, os valuations parecem atraentes e o suporte representado pelos preços mais elevados do petróleo — mesmo considerando as perturbações no comércio — em um cenário macroeconômico fraco, decide-se **manter uma posição neutra em relação às ações sauditas.**

RENDA FIXA

TÍTULOS DO TESOURO DOS EUA: mantém-se a posição neutra em títulos do Tesouro de 2 anos, o underweight em títulos de 10 e 30 anos e o overweight em TIPS

Durante o mês de maio, as taxas dos títulos do Tesouro dos EUA voltaram a subir ao longo da curva, embora com uma dinâmica mais volátil do que nos meses anteriores. O aumento concentrou-se novamente nos prazos mais curtos, refletindo um ajuste do mercado associado a expectativas de uma política monetária ainda restritiva, o que resultou em um novo achatamento da curva, num movimento de “*bear flattening*”. Ao longo do mês, observou-se um aumento significativo nas taxas, que depois se reverteu parcialmente diante de notícias sobre possíveis tréguas e uma correção no preço do petróleo. A isso se soma o fato de que, em junho, será realizada a primeira reunião do FOMC sob a presidência de Kevin Warsh, o que traz um novo foco de atenção para a trajetória das taxas no curto prazo.

Nos EUA, a atividade econômica continua mostrando resiliência, embora com sinais de moderação na margem. O PIB do primeiro trimestre foi revisado para baixo, refletindo uma combinação de menor investimento e um consumo um pouco mais fraco em relação à medição anterior. Mesmo assim, o consenso da Bloomberg continua projetando um crescimento de 2,1% para este ano, ainda acima do potencial. Em termos de preços, espera-se que a inflação *geral* de maio acelere para 4,2% ao ano, impulsionada principalmente pelo *choque* energético, enquanto a inflação subjacente apresentaria uma ligeira aceleração pelo segundo mês consecutivo, o que poderia começar a evidenciar pressões inflacionárias adicionais provenientes de outros setores da economia. Por sua vez, o mercado de trabalho voltou a surpreender positivamente, com uma criação de empregos superior ao esperado, juntamente com uma geração de empregos positiva e generalizada entre os setores. Nesse contexto, a inflação continua sendo o principal risco no equilíbrio da política monetária.

No que diz respeito à política monetária, a reunião de junho marcará o início da gestão de Kevin Warsh como novo *presidente* do Fed, em um contexto em que ainda persiste a incerteza quanto à sua visão atual sobre a trajetória das taxas. Além disso, o evento contará com a participação de Jerome Powell em sua nova função como governador, após confirmar sua permanência no conselho após deixar a presidência do órgão. A reunião deste mês incluirá a atualização das projeções macroeconômicas e do *Dot Plot*, ferramentas em relação às quais Warsh manifestou reservas, pelo que o mercado acompanhará com especial atenção qualquer sinal sobre eventuais mudanças na comunicação da instituição no curto prazo. Quanto à decisão em si, espera-se que a taxa de referência permaneça inalterada. No entanto, o mercado passou a incorporar uma trajetória mais restritiva para o restante do ano, incluindo a possibilidade de um aumento na taxa no final de 2026.

No que diz respeito à volatilidade, o índice MOVE — que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro — manteve-se abaixo de sua média histórica, embora tenha apresentado maior mobilidade durante o mês. Quanto às expectativas de inflação, os *breakevens* continuaram se corrigindo para baixo, o que sugere que o mercado continua interpretando o *choque* inflacionário como um fenômeno transitório. Os *breakevens* de 2, 5 e 10 anos situam-se em 2,58%, 2,48% e 2,36%, respectivamente, evidenciando uma queda mais acentuada nos prazos curtos, que haviam reagido com maior intensidade nos meses anteriores. No entanto, continua-se a antecipar uma inflação persistente no curto prazo, tanto devido à prolongação do *choque* energético quanto à possibilidade de efeitos indiretos sobre outros componentes dos preços. Nesse contexto, mantém-se o overweight em instrumentos indexados à inflação (TIPS), como hedge contra eventuais surpresas inflacionárias.

Nesse contexto, a posição em títulos do Tesouro continua privilegiando uma exposição limitada à duração, em um ambiente em que as taxas continuam enfrentando um equilíbrio de riscos complexo e em que o prêmio de prazo ainda não compensa adequadamente a volatilidade implícita nos prazos longos. Dessa forma, mantém-se a posição neutra em títulos do Tesouro de 2 anos, considerando que boa parte do ajuste nas expectativas de política monetária já está incorporado nesse prazo e que a primeira reunião do Fed sob a presidência de Warsh dificilmente fornecerá definições suficientemente claras sobre a trajetória futura das taxas. Ao mesmo tempo, mantém-se o underweight nos prazos de 10 e 30 anos, onde persiste uma maior sensibilidade diante de um cenário de taxas altas por mais tempo, inflação ainda elevada e possíveis ajustes adicionais no prêmio de prazo. Por fim, mantém-se o overweight em instrumentos indexados à inflação (TIPS) como hedge contra um cenário em que o mercado continua interpretando o *choque* inflacionário como transitório, mas onde ainda persiste o risco de pressões de preços mais persistentes no curto prazo.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Mantém-se a UW

Durante maio, as taxas de juros das economias desenvolvidas continuaram apresentando pressões de alta. Em meados do mês, observou-se um aumento significativo nos níveis das taxas, que foi parcialmente revertido no final do mês, mas que, de qualquer forma, resultou em alta no acumulado do mês. Em linha com o observado anteriormente, o aumento voltou a ser mais pronunciado nos trechos de curto prazo da curva, o que contribuiu para um novo achatamento da mesma. Esse comportamento continuou refletindo um ambiente marcado pela persistência do conflito geopolítico, preços de energia ainda elevados e um balanço de riscos que continua inclinado para uma inflação mais persistente, em um cenário em que também começa a ganhar espaço a discussão sobre uma eventual deterioração do crescimento.

Nos EUA, a economia continua demonstrando resiliência, embora com sinais de moderação na margem. O crescimento do primeiro trimestre foi revisado para baixo, refletindo um início de ano menos dinâmico do que o previsto, enquanto a inflação voltou a acelerar, com o índice subjacente apresentando uma recuperação ainda limitada, evidenciando que as pressões sobre os preços já não provêm exclusivamente do componente energético. Quanto ao mercado de trabalho, a criação de empregos voltou a surpreender positivamente, acumulando três meses consecutivos de ganhos em postos de trabalho. Dessa forma, o foco de atenção continua concentrado em uma inflação que segue se distanciando da meta e na capacidade da economia de absorver um ambiente de taxas mais elevadas.

Na Europa, o panorama macroeconômico continua se tornando mais complexo. A região enfrenta riscos de estagnação econômica, em um contexto em que as perspectivas de crescimento continuam se enfraquecendo e a probabilidade de recessão aumentou significativamente nos últimos meses. Ao mesmo tempo, a inflação voltou a acelerar, impulsionada

principalmente pelo componente energético, reforçando o risco de um cenário de estagflação. Assim, a combinação de menor dinamismo econômico e maiores pressões inflacionárias continuou deteriorando o equilíbrio macroeconômico da região.

Para junho, espera-se que o Fed mantenha inalterada sua taxa de referência, em um ambiente em que o mercado continua dividido entre uma manutenção prolongada e um eventual ajuste restritivo mais adiante. Por sua vez, no caso do BCE, o mercado continua atribuindo uma probabilidade relevante a um aumento das taxas em sua próxima reunião, diante de uma inflação que se mostrou mais persistente e de um cenário energético que continua tenso. Dessa forma, espera-se em junho um desacoplamento entre os dois bancos centrais; no entanto, daqui para frente, o mercado aponta para que a política monetária adote um viés mais restritivo em ambas as regiões.

Em maio, a classe de ativos registrou um desempenho positivo de 0,9%, apoiado na compressão adicional dos *spreads*. Os diferenciais voltaram a situar-se em níveis baixos em termos históricos, em linha com um mercado que tem continuado a mostrar uma notável resiliência, apesar da deterioração do ambiente macroeconômico. Nesse contexto, a combinação de *spreads* comprimidos e uma duração mais sensível a novos aumentos nas taxas mantém um perfil menos atraente em termos relativos dentro do mercado de renda fixa global, **pelo que se mantém a posição *underweight* em *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: O UW se mantém

A classe de ativos registrou um retorno de 0,8% em maio, em um contexto em que os *spreads* voltaram a se comprimir após o ajuste observado em março. Nos EUA, os *spreads* voltaram a níveis historicamente baixos, enquanto na Europa persiste um certo atraso em relação aos níveis anteriores ao conflito, em linha com uma economia que continua a mostrar maior fragilidade relativa e mais turbulência interna. Ao mesmo tempo, os *rendimentos* caíram em relação ao mês anterior, embora ainda se mantenham ligeiramente acima das médias históricas.

Nesse cenário, o ambiente global continua marcado por tensões geopolíticas persistentes, preços elevados da energia e um equilíbrio de riscos que continua inclinado para uma inflação mais persistente e taxas altas por mais tempo. A isso se soma o fato de que, dentro do universo de renda fixa global, outros segmentos mantêm um perfil relativamente mais atraente em comparação com um ativo cuja compressão dos *spreads* volta a deixar pouco espaço adicional do ponto de vista dos *valuations*. Dessa forma, **mantém-se a posição *underweight* em *Global High Yield*.**

DÍVIDA EMERGENTE: Decide-se manter a posição OW em dívida soberana e a posição neutra em títulos corporativos IG, aumenta-se o overweight em títulos corporativos HY e diminui-se a posição overweight em Mercados Locais

Durante maio, o conflito geopolítico continuou sendo o principal foco de atenção no cenário global, prolongando a incerteza e mantendo a pressão sobre os mercados de energia, com efeitos sobre as expectativas de inflação e a trajetória esperada da política monetária. Nesse contexto, as taxas de juros continuaram se ajustando para cima, com um movimento concentrado principalmente nas economias desenvolvidas, em um cenário em que o equilíbrio de riscos permanece inclinado para uma inflação mais persistente. Apesar disso, os títulos de renda fixa emergentes conseguiram fechar o mês com retornos positivos, apoiados em seu melhor posicionamento relativo em relação aos mercados

desenvolvidos. Assim, durante maio, a dívida soberana dos mercados emergentes rendeu 1,0% em dólares, enquanto a dívida corporativa registrou um retorno de 0,4% em dólares.

A dívida soberana emergente voltou a se destacar como uma das classes de ativos com melhor desempenho. Os fundamentos macroeconômicos continuam mostrando uma posição relativa mais favorável em relação aos mercados desenvolvidos, enquanto as taxas reais ainda apresentam espaço para cair. Somado a isso, dentro do universo emergente, continuam sendo favorecidas as regiões menos expostas aos efeitos diretos do conflito, o que contribui para moderar parte dos riscos do ambiente externo. Dessa forma, e considerando o atrativo relativo que essa classe de ativos mantém em relação aos pares desenvolvidos, decide-se manter a posição *overweight* em dívida soberana emergente.

A dívida corporativa *com classificação Investment Grade* registrou um retorno de 0,3% em maio, situando-se entre os segmentos de menor desempenho no mercado de renda fixa emergente. Do ponto de vista dos valuations, os *spreads* continuaram se comprimindo e voltaram a atingir níveis extremamente baixos, chegando até mesmo a atingir seu menor nível histórico durante o mês, limitando o espaço para ganhos decorrentes de novas compressões. Ao mesmo tempo, os *rendimentos* permanecem em níveis elevados em comparação com suas médias históricas, refletindo um ambiente em que as taxas básicas continuam sob pressão e onde a duração continua sendo um fator de risco relevante. Nesse contexto, mantém-se uma postura mais prudente 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 0,5% no último mês, superando a dívida de maior qualidade de crédito. Embora os argumentos fundamentais se mantenham, a menor duração desse segmento ganha maior relevância no cenário atual, em um contexto em que o conflito geopolítico continua pressionando os preços da energia e o equilíbrio de riscos permanece inclinado para uma inflação mais persistente. Ao contrário de outros segmentos de crédito, essa menor sensibilidade às variações nas taxas permite um perfil relativo mais favorável em um ambiente onde ainda predomina a cautela e em relação aos ativos de maior duração. Dessa forma, decide-se aumentar o *overweight* em dívida emergente *de high yield*.

Por fim, os *Mercados Locais* renderam 1,1% em dólares americanos durante maio, posicionando-se como o subsegmento de melhor desempenho dentro do mercado de renda fixa global. Embora a perspectiva sobre essa classe de ativos continue favorável, apoiada em fundamentos macroeconômicos sólidos, no último mês ganhou relevância um ambiente externo um pouco menos favorável, marcado pela prolongação do conflito geopolítico e por um dólar que voltou a atuar como ativo de refúgio. Apesar disso, as moedas emergentes conseguiram se valorizar no último mês, contribuindo para o *desempenho* positivo da classe de ativos. Nesse contexto, e considerando também que a cautela em relação à duração continua sendo um elemento central no posicionamento, opta-se por moderar parcialmente a sobreposição, embora mantendo uma visão positiva sobre o segmento. Por sua vez, continua-se a favorecer a exposição a economias menos expostas aos efeitos diretos do conflito, o que permite continuar sustentando o atrativo relativo da dívida em moeda local.

Em linha com o exposto, **decide-se manter o *overweight (OW)* em dívida soberana e a posição neutra em títulos corporativos *IG*, aumentar o *overweight* em títulos corporativos *HY* e diminuir o *overweight* em *Mercados Locais*.**

Exposição a Moedas | Junho de 2026

Moedas	Bench.	Mai	Junho	OW/UW	Varição
USD	54,0%	54,4%	54,7%	OW 0,7%	0,2%
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%	35,1%	OW 0,3%	-0,2%
	100,0%	100,0%	100,0%		

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma determinada exposição a moedas, a qual, caso não reflita nossa visão, é ajustada por meio de posições compradas e/ou vendidas. Este mês, não foram realizadas operações de hedge.

Resultados TAACo Global | Maio 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%	6,6%	3,29%	3,28%	0,0	-1,2
Renda fixa	50%	46%	-4%	0,7%	0,33%	0,30%	11,9	0,3
Caixa	0%	2%	2%	0,3%	0,0%	0,01%	-6,6	
Ouro	0%	2%	2%	-1,4%	0,0%	-0,03%	-10,1	
Hedge						0,00%	0,0	
Portfólio					3,62%	3,56%	-4,8	-0,8
<i>Desempenho superior/inferior (bps)</i>								
Europa, ex Reino Unido	13,2%	12,7%	-0,5%	2,9%	0,38%	0,36%	1,9	
Europe Small Cap ex Reino L	1,9%	1,4%	-0,5%	3,5%	0,07%	0,05%	1,5	
REINO UNIDO	2,8%	1,8%	-1,0%	-0,3%	-0,01%	-0,01%	6,9	
US Large Caps Growth	16,6%	17,1%	0,5%	8,2%	1,36%	1,40%	0,8	
US Large Caps Value	15,1%	15,6%	0,5%	2,6%	0,39%	0,40%	-2,0	
US Small Caps	3,7%	4,2%	0,5%	3,7%	0,14%	0,15%	-1,4	
Japão	4,7%	4,2%	-0,5%	4,9%	0,23%	0,21%	0,8	
Desenvolvidos	58,0%	57,0%	-1,0%	4,4%	2,55%	2,57%	8,5	
LatAm	5,0%	6,0%	1,0%	-4,2%	-0,21%	-0,25%	-10,8	
China	11,5%	11,5%	0,0%	-3,0%	-0,35%	-0,35%	0,0	
EM Asia ex China	25,5%	25,5%	0,0%	18,0%	4,59%	4,59%	0,0	
Emergentes	42,0%	43,0%	1,0%	9,6%	4,03%	3,99%	-10,8	
Ações					6,58%	6,56%	-2,3	
Treasuries 2Y	8,7%	8,7%	0,0%	0,1%	0,01%	0,01%	0,0	
Treasuries 10Y	10,5%	10,0%	-0,5%	0,0%	0,00%	0,00%	0,3	
Treasuries 30Y	6,1%	5,6%	-0,5%	0,5%	0,03%	0,03%	0,1	
US Tips	2,5%	3,5%	1,0%	0,2%	0,01%	0,01%	-0,4	
Global Corporate IG	26,2%	25,2%	-1,0%	0,6%	0,16%	0,16%	0,0	
Global Corporate HY	4,1%	3,1%	-1,0%	0,5%	0,02%	0,02%	0,2	
Divida desenvolvidos	58,1%	56,1%	-2,0%	0,4%	0,23%	0,22%	0,2	
EMBI	8,4%	8,9%	0,5%	1,0%	0,08%	0,09%	0,2	
EM Corporate IG	2,4%	2,4%	0,0%	0,3%	0,01%	0,01%	0,0	
EM Corporate HY	3,6%	4,1%	0,5%	0,5%	0,02%	0,02%	-0,1	
EM Local Markets	27,5%	28,5%	1,0%	1,1%	0,31%	0,33%	0,5	
Dívida emergente	41,9%	43,9%	2,0%	1,0%	0,42%	0,44%	0,6	
Renda fixa					0,65%	0,66%	0,7	

*Anualizado ** Desde 2001

Dados em 31 de maio de 2026

Em maio, 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 31 de maio, a carteira do TAACo Global rendeu 3,56%, apresentando um *desempenho* inferior ao *benchmark* (6 pb).

Em maio, no âmbito da *análise de atribuição*, a alocação de ativos gerou perda de valor, principalmente devido à posição em caixa e ouro, enquanto a posição vendida em renda fixa gerou ganho de valor. No que diz respeito à seleção de instrumentos, o resultado foi marginalmente negativo em ações e positivo em títulos. As posições vendidas em ações europeias e do Reino Unido contribuíram positivamente, enquanto o desvio em relação ao *benchmark* nas ações latino-americanas gerou perda de valor. Em títulos, as posições vendidas em *Treasuries* de 10 e 30 anos agregaram valor, assim como a posição comprada em dívida emergente.

Desempenho Histórico

TAACo Global	Desempenho								
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início **	Volatilidade 5 anos *
TAACo	3,6%	3,6%	9,1%	22,0%	13,8%	5,3%	7,1%	5,8%	10,4%
Benchmark	3,6%	3,7%	9,0%	21,6%	14,0%	4,7%	6,3%	4,6%	10,2%
Out/Underperformance (bps)	-6	-18	7	38	-15	60	73	120	
Ações	6,6%	7,9%	16,5%	37,6%	22,2%	9,0%	10,4%	5,4%	15,2%
Benchmark	6,6%	7,9%	16,6%	37,7%	22,4%	9,1%	10,4%	4,9%	15,1%
Europa, ex Reino Unido	2,9%	-1,9%	5,0%	16,6%	14,6%	5,8%	7,3%	3,9%	17,4%
Europe Small Cap ex Reino Unido	3,5%	1,3%	8,0%	17,6%	16,3%	3,5%	7,8%	9,1%	20,2%
REINO UNIDO	-0,3%	-3,2%	7,0%	23,0%	19,3%	11,7%	8,4%	5,7%	14,4%
US Large Caps Growth	8,2%	17,8%	10,9%	35,1%	29,7%	17,4%	20,1%	--	20,5%
US Large Caps Value	2,6%	4,8%	11,1%	23,9%	17,5%	9,7%	10,3%	--	13,3%
US Small Caps	3,7%	7,5%	16,4%	36,7%	19,4%	7,5%	11,6%	9,8%	19,1%
Japão	4,9%	-0,5%	15,2%	29,3%	17,9%	7,3%	7,4%	3,2%	16,2%
Desenvolvidos	4,6%	7,3%	10,5%	27,5%	21,9%	12,0%	13,1%	7,9%	17,5%
LatAm	-4,2%	-5,5%	13,2%	43,1%	17,4%	10,2%	8,7%	8,6%	22,8%
China	-3,0%	-7,2%	-8,5%	6,1%	11,9%	-5,2%	5,2%	7,6%	28,1%
EM Asia ex China	18,0%	21,2%	49,7%	90,8%	34,0%	16,0%	15,8%	--	23,6%
Emergentes	9,7%	9,4%	25,6%	54,3%	25,2%	7,4%	10,5%	9,5%	17,5%
Renda Fixa	0,7%	-0,6%	1,5%	6,9%	5,8%	0,5%	2,5%	4,3%	6,5%
Benchmark	0,7%	-0,7%	1,5%	6,8%	5,8%	0,2%	2,1%	3,7%	6,5%
Treasuries 2Y	0,1%	-0,2%	0,5%	3,2%	3,8%	1,5%	1,6%	2,3%	2,1%
Treasuries 10Y	0,0%	-2,7%	-0,3%	4,0%	1,8%	-1,5%	0,3%	3,4%	8,0%
Treasuries 30Y	0,5%	-4,3%	-0,1%	3,5%	-2,3%	-6,8%	-1,9%	3,7%	14,7%
US Tips	0,2%	0,0%	1,6%	4,9%	4,0%	1,2%	2,8%	4,4%	6,0%
Global Corporate IG	0,6%	-1,0%	0,6%	5,7%	6,2%	0,3%	2,5%	4,4%	8,1%
Global Corporate HY	0,5%	0,6%	1,6%	7,5%	9,8%	3,6%	5,4%	6,9%	7,3%
Divida desenvolvidos [1]	0,4%	-1,4%	0,4%	4,8%	4,2%	-0,8%			
EMBI	1,0%	0,5%	2,6%	13,7%	10,9%	2,6%	4,0%	7,1%	9,1%
EM Corporate IG	0,3%	-0,5%	0,6%	6,1%	6,0%	1,3%	3,2%	--	5,5%
EM Corporate HY	0,5%	1,1%	3,5%	9,7%	10,2%	2,3%	5,0%	--	7,8%
EM Local Markets	1,1%	0,3%	3,1%	8,4%	6,7%	1,9%	3,5%	--	6,5%
Divida emergentes [1]	1,0%	0,4%	2,9%	9,6%	7,9%	2,0%			
Caixa	0,3%	0,9%	1,5%	4,0%	4,8%	3,5%	2,3%	1,8%	0,6%
Ouro	-1,4%	-13,0%	4,1%	38,7%	32,3%	19,1%	14,1%	12,0%	15,9%

* Dados anualizados ** Desde abril de 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.