

CARTA MENSAL

Maio 2026

R. Diogo Moreira, 132 – CJ. 1606 - Pinheiros, São Paulo - SP | 05423-010

www.ethosinvestimentos.com.br

Maio em Perspectiva

O prefácio desta carta poderia começar exatamente como o do mês passado: os ativos de risco globais voltaram a apresentar bom desempenho, enquanto o principal motivo para esse otimismo — uma solução definitiva para o conflito no Oriente Médio — continua distante. **A diferença é que, desta vez, nos parece que a complacência se aproxima de seus limites.**

Nos últimos meses, os mercados erraram duas vezes. Primeiro, ao subestimar a duração do conflito. O que parecia uma crise de poucas semanas transformou-se em um impasse prolongado. Depois, ao precificar em abril um cenário excessivamente pessimista, assumindo uma rápida deterioração militar e um choque permanente na oferta de petróleo. Hoje, o quadro parece menos extremo em ambas as direções.

Há disposição para negociar. **Mas as condições necessárias para um acordo definitivo — especialmente em torno do programa nuclear iraniano e da segurança do Estreito de Ormuz — continuam distantes.** O cenário mais provável nos parece ser o de uma deterioração gradual, porém persistente. Menos disruptiva para a oferta global de petróleo do que se temia, mas suficientemente relevante para manter pressões inflacionárias por mais tempo à medida que estoques são consumidos e cadeias produtivas se ajustam.

Esse ambiente exige revisões nos ciclos de política monetária. **Juros tendem a permanecer elevados por mais tempo, ativos de caixa voltam a ganhar atratividade e os mercados de risco enfrentam um cenário menos favorável do que o observado nos últimos anos.** Continuamos construtivos com temas estruturais de longo prazo, especialmente ligados à tecnologia e IA. Ainda assim, a composição dos portfólios pede maior equilíbrio, com presença de

setores defensivos e alguma realização dos ganhos acumulados ao longo do ciclo recente de valorização.

O momento pede menos complacência e mais prudência. Não por enxergarmos uma ruptura iminente, mas porque os mercados parecem pouco preparados para um ambiente de inflação mais persistente e taxas de juros estruturalmente mais elevadas.

No Brasil, o mês foi marcado por uma reprecificação negativa dos ativos domésticos. Parte desse movimento reflete os fatores externos já discutidos. Mais importante, porém, foi a intensificação das incertezas políticas e eleitorais após os avanços das investigações envolvendo o Banco Master.

Seguimos caminhando para uma combinação pouco confortável: inflação elevada e em aceleração, espaço reduzido para cortes da Selic, crescente pressão política na direção oposta, incerteza eleitoral e um problema fiscal que continua sem solução. Nesse ambiente, o caixa volta a se tornar competitivo e as oportunidades em ativos de risco exigem maior seletividade.

Nesse liquidificador de riscos, a resposta dificilmente está em movimentos extremos. Portfólios precisam combinar proteção contra a inflação de longo prazo, exposição a ativos capazes de capturar eventuais mudanças positivas no ambiente doméstico e uma parcela adequada de liquidez. O caixa, em especial, deve amortecer a volatilidade das demais posições e permitir que o investidor atravesse períodos de incerteza sem abrir mão das oportunidades que surgem ao longo do caminho. O tamanho dessa proteção varia de acordo com cada perfil. O importante é que seja suficiente para transformar um ano potencialmente turbulento em uma jornada confortável.

Boa leitura!

Daniel Cotrim, CGA
Estrategista



Mercado Internacional

A guerra persiste, os mercados avançam

O conflito no Golfo tem se mostrado mais persistente do que o inicialmente esperado. Embora tenham surgido sinalizações de avanço nas negociações, com a possibilidade de prorrogação do cessar-fogo e reabertura do Estreito de Ormuz como condição imediata, o acordo ainda não foi formalizado. O impasse central permanece relacionado ao destino do estoque iraniano de urânio enriquecido: enquanto os Estados Unidos defendem um mecanismo específico para aquisição do material, a liderança iraniana mantém a diretriz de que o estoque não deve deixar o território nacional.

A demora na resolução do conflito tem mantido o mercado de energia como principal vetor de atenção. O *Brent* recuou do pico observado em março, próximo a USD 114 por barril, para patamares ao redor de USD 90, mas ainda permanece significativamente acima dos níveis anteriores ao conflito, próximos de USD 65. Ao mesmo tempo, forças favoráveis e contrárias ao acordo seguem atuando simultaneamente, o que sugere que a normalização pode levar mais tempo do que o mercado gostaria.

Neste momento, mais importante do que tentar antecipar cada desdobramento do conflito é manter portfólios preparados para

cenários distintos. Parece razoável trabalhar com a possibilidade de um ano sem novos cortes de juros nas economias desenvolvidas, especialmente enquanto os impactos do choque de energia seguem contaminando inflação, atividade e expectativas. Diante desse grau de incerteza, manter uma postura mais defensiva, com proteções para novas altas nos preços de energia e menor exposição aos segmentos mais sensíveis à continuidade da guerra tem sido a nossa preferência.

Algumas regiões são particularmente vulneráveis a esse ambiente. Europa e Ásia, especialmente Japão, Coreia e Índia, possuem elevada dependência do petróleo vindo do Golfo, o que amplia os impactos sobre custos, inflação e crescimento. Na zona do euro, os indicadores antecedentes de preços e as expectativas de inflação apontam para um descolamento em relação à meta, levando o mercado a precificar a possibilidade de alta de juros já em junho. O desafio da autoridade monetária europeia permanece relevante: conter a inflação em um ambiente de crescimento mais frágil. Na China, a recuperação cíclica perdeu força na margem, embora o crescimento continue sustentado por investimento industrial, exportações e setores ligados à inteligência artificial. A composição da atividade permanece concentrada em segmentos específicos,

como semicondutores, equipamentos para *data centers* e infraestrutura tecnológica, enquanto o consumo doméstico e o setor imobiliário seguem atuando como vetores de contenção.

Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve* segue com pouca margem para reduzir juros. A inflação voltou a acelerar, com os principais indicadores acumulando cerca de 3,8% em 12 meses, enquanto a atividade econômica continua resiliente. O mercado de trabalho reforça essa leitura: em maio, foram criadas 172 mil vagas, acima das expectativas de 80 mil, e, no acumulado dos cinco primeiros meses de 2026, a economia americana já criou mais de 500 mil empregos, quase o dobro do registrado em todo o ano anterior. Além disso, os indicadores de atividade da indústria e de serviços seguem em expansão, mostrando que a economia ainda resiste ao choque de energia. Esse quadro combina inflação acima da meta, atividade ainda positiva e mercado de trabalho aquecido, fatores que tendem a manter o Fed em uma postura mais cautelosa nas próximas decisões.

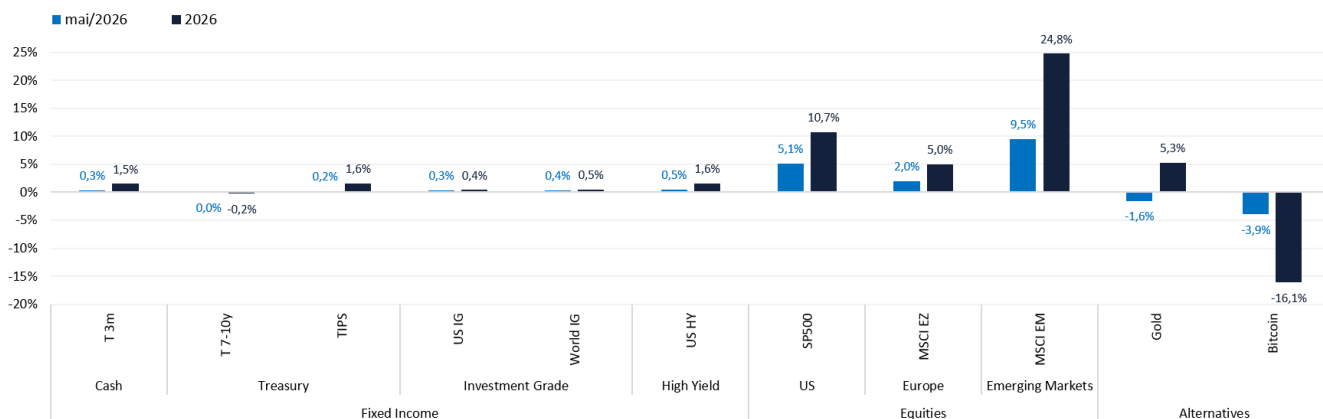
É justamente nesse contexto que a transição na liderança do Banco Central americano ganha relevância. Kevin Warsh assume a presidência em um momento em que a condução da política monetária se tornou mais delicada, com o desafio de equilibrar os efeitos temporários da alta do petróleo com o risco de pressões inflacionárias mais persistentes. Nesse ambiente, a comunicação do Comitê tende a permanecer cautelosa, mantendo aberta a possibilidade de aperto adicional caso os dados indiquem necessidade.

Apesar desse pano de fundo mais complexo, maio foi um mês forte para os ativos de risco. O S&P 500 avançou 5,1% em dólar,

enquanto a Nasdaq subiu 8,4%, impulsionada principalmente pelo retorno das empresas de tecnologia. Os mercados emergentes também tiveram desempenho expressivo, com alta de 9,5% em dólar. Nos Estados Unidos, o prêmio de risco das ações permanece comprimido, mas esse movimento não necessariamente representa um sinal de alarme isolado. Em um ambiente de economia ainda em expansão e crescimento dos lucros corporativos, investidores seguem dispostos a aceitar menor prêmio em relação aos *Treasuries* para participar do potencial de alta dos resultados. A sustentação desse *valuation*, no entanto, depende da entrega dos lucros projetados. A safra de resultados do primeiro trimestre reforçou essa leitura, com mais de 80% das empresas do S&P 500 superando as expectativas. Além disso, a onda de investimentos em inteligência artificial segue como vetor estrutural relevante. A demanda por capacidade computacional continua crescendo em ritmo superior à oferta disponível, gerando restrições de uso, encarecimento de alguns serviços e maior transparência sobre gargalos naturais de uma revolução ainda em fase inicial. Esse desequilíbrio tende a manter elevados os ciclos de investimento em infraestrutura, *data centers*, semicondutores e energia.

Nesse ambiente, seguimos entendendo que o equilíbrio entre exposição a setores ligados à inteligência artificial e posições em segmentos mais defensivos permanece adequado. A tese estrutural de IA continua relevante e deve contribuir para ganhos de produtividade ao longo do tempo, mas a combinação entre *valuations* exigentes, inflação mais persistente, juros potencialmente mais altos e riscos geopolíticos prolongados recomenda seletividade e disciplina na alocação.

Retorno dos principais índices do mercado internacional



Fonte: Refinitiv Workspace. Elaboração: Ethos Investimentos. Atualizado em 03/06/2026.



Mercado Local

Entre inflação, política e oportunidades táticas

O ambiente macroeconômico global, combinado a sinais locais de moderação da atividade, contribuiu para que o Banco Central realizasse os dois primeiros cortes de 25 pontos-base da Selic em 2026, mas a fotografia começa a mudar. A inflação voltou a acelerar, a atividade segue em processo gradual de desaceleração e o cenário externo adiciona novas camadas de incerteza para a condução da política monetária. Nesse contexto, a margem para cortes mais acelerados parece menor.

O Brasil está relativamente bem posicionado no atual choque geopolítico que envolve Estados Unidos e Irã, especialmente pela

sua condição de exportador líquido de petróleo e pela melhora da balança comercial. Esse fator tende a favorecer os termos de oferta, a arrecadação e a percepção relativa do país entre os emergentes. Ainda assim, isso não torna a economia imune aos efeitos da guerra. A alta do petróleo já começa a aparecer no IPCA e deve continuar pressionando a inflação nos próximos meses. Além disso, o aumento dos custos de fertilizantes representa um vetor adicional de preocupação, sobretudo pela relevância desses insumos para o agronegócio brasileiro.

Do ponto de vista doméstico, esse choque ocorre em um momento em que a atividade ainda mostra resiliência. O PIB avançou 1,1% no primeiro trimestre, enquanto o mercado de trabalho permanece aquecido, com a taxa de desemprego recuando para 5,8%, patamar historicamente baixo para os padrões brasileiros. Essa combinação entre inflação mais pressionada, atividade ainda positiva e mercado de trabalho apertado reforça o desafio do Banco Central em calibrar o ritmo do ciclo de flexibilização. Diante desse cenário, enxergamos dois caminhos possíveis para o COPOM. O primeiro seria manter o ritmo atual de cortes de 25 pontos-base nas próximas reuniões, em linha com a expectativa capturada pelo Focus. O segundo, mais dependente da evolução do cenário externo, seria interromper temporariamente o ciclo caso a pressão inflacionária associada ao conflito se intensifique, preservando espaço para cortes mais à frente, em um ambiente de maior visibilidade sobre o petróleo e seus impactos secundários. Vale reforçar ainda que a continuidade de gastos elevados em uma economia próxima do pleno emprego tende a limitar o espaço para uma queda mais consistente dos juros reais.

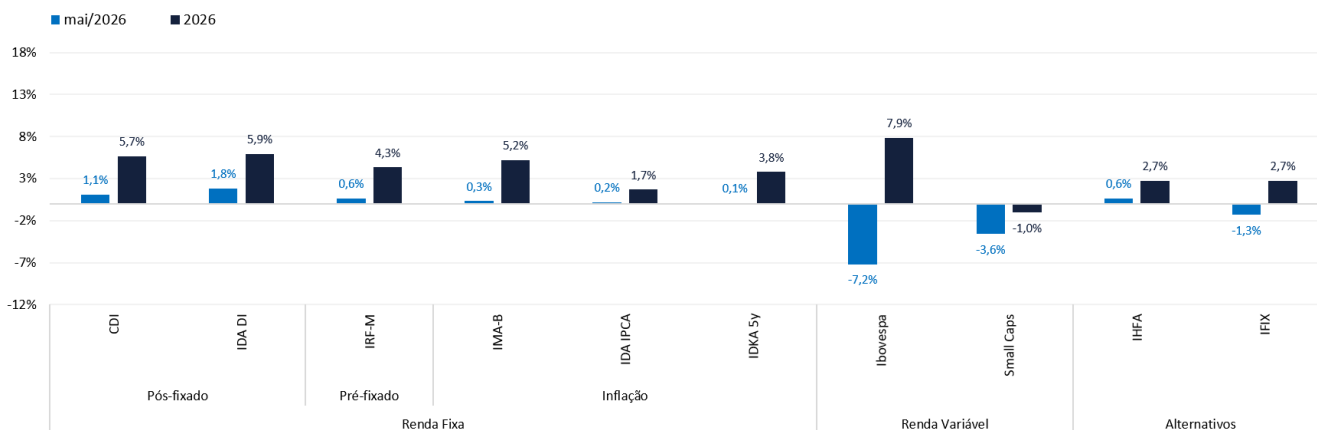
Apesar das incertezas em torno do ciclo de flexibilização monetária, o mercado de crédito privado seguiu refletindo uma dinâmica própria, marcada pelo fechamento dos prêmios de crédito em alguns segmentos. Entre os índices de renda fixa, o Índice de Debêntures Incentivadas, IDA-DI, teve destaque, registrando alta de 1,8% no mês, acima do CDI, que avançou 1,1%, em um movimento associado ao fechamento dos spreads. Ao mesmo tempo, episódios recentes envolvendo reestruturações voltaram a trazer alguma atratividade para operações específicas, embora a

seletividade permaneça essencial em um ambiente de maior aversão a risco e maior diferenciação entre emissores.

O ambiente político também voltou a ganhar peso na precificação dos ativos. A indefinição para a eleição de outubro permanece elevada, com divergências entre as sondagens eleitorais. Em maio, parte das expectativas sobre uma possível alternância de governo foi colocada em xeque após desdobramentos envolvendo o caso do Banco Master, além da melhora da aprovação do governo atual em algumas pesquisas. No entanto, os levantamentos continuam indicando um cenário competitivo, com possibilidade de segundo turno apertado, o que tende a manter a volatilidade elevada nos ativos locais.

Esse aumento da incerteza política, combinado à saída de fluxo estrangeiro e à rotação global em direção a teses ligadas à inteligência artificial, pressionou os ativos brasileiros de risco em maio. Na contramão de parte dos seus pares emergentes, o Ibovespa recuou 7,2% no mês, enquanto o dólar apresentou leve alta em relação a abril, encerrando próximo de R\$ 5,03. Apesar da correção recente, seguimos enxergando oportunidades táticas na bolsa brasileira. Sob a perspectiva de múltiplos, o mercado acionário local voltou a apresentar atratividade, com o Ibovespa negociando a um P/L de aproximadamente 10,93x ao final de maio, abaixo da média histórica de 12,14x. Ainda assim, reconhecemos a sua natureza cíclica, o que justifica exposições estruturais mais moderadas. Períodos de maior desconto tendem a abrir espaço para posições táticas mais construtivas, especialmente diante da proximidade do ciclo eleitoral, da possibilidade de reformas no próximo ano e de um ambiente global ainda favorável para emergentes.

Retorno dos principais índices do mercado local



Fonte: Refinitiv Workspace. Elaboração: Ethos Investimentos. Atualizado em 03/06/2026.

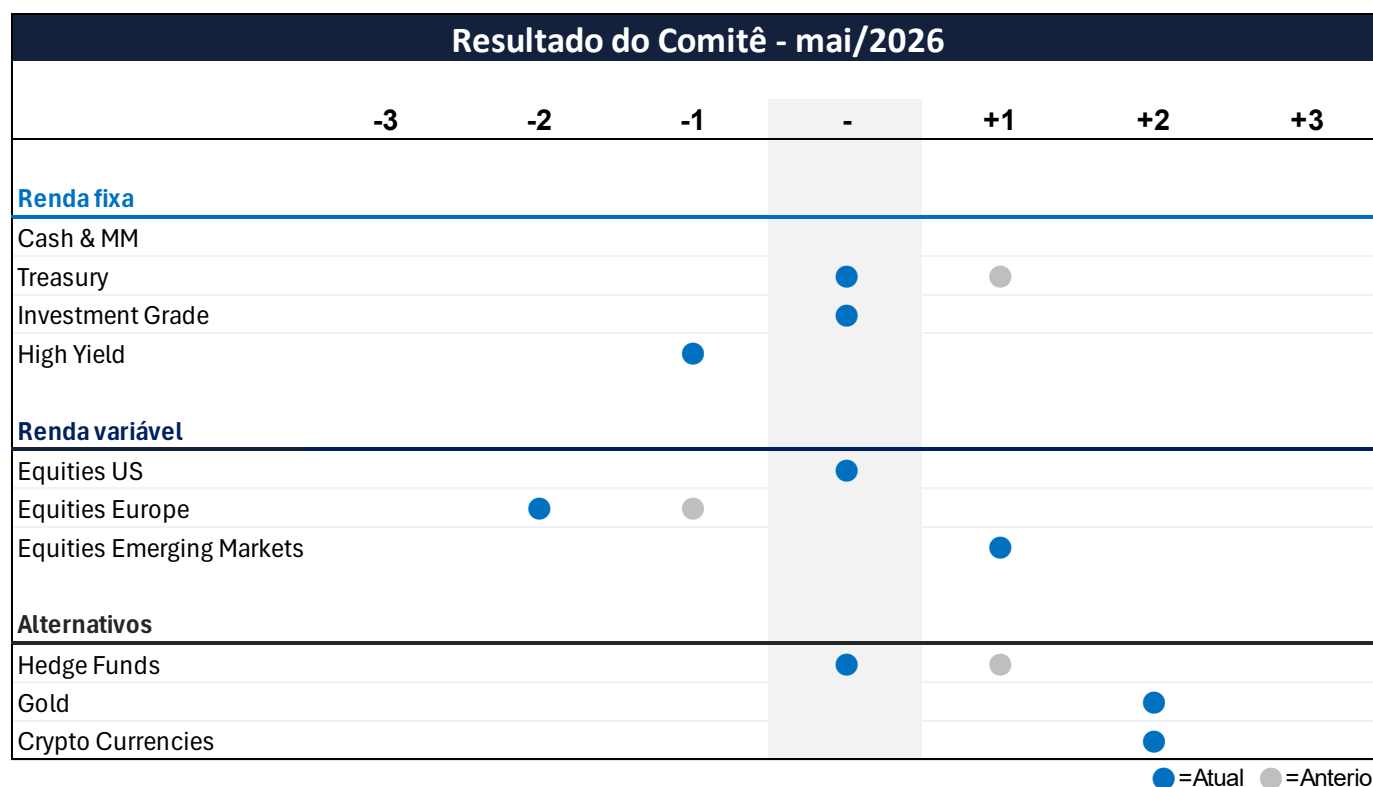
Cordialmente,

Aline Ferraz, CFA
Time de Investimentos



ASSET ALLOCATION

Alocação Tática Internacional



Renda Fixa

Em **Treasuries**, reduzimos nossa alocação de *overweight* para neutra, refletindo a maior competitividade do caixa diante das incertezas sobre a continuidade do ciclo de cortes de juros pelo Fed. Ainda assim, dentro da classe, seguimos privilegiando ativos com proteção inflacionária, como as TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*), com preferência por estratégias de *duration* entre 5 e 7 anos, uma vez que os juros reais permanecem em níveis historicamente elevados nesses vértices.

No segmento **Investment Grade**, mantemos exposição neutra em um ambiente ainda caracterizado por *spreads* comprimidos e menor assimetria de retorno. Já em **High Yield**, preservamos a visão *underweight* diante de um contexto menos favorável para ativos de maior risco de crédito. Além dos *spreads* ainda restritos, uma eventual deterioração do cenário inflacionário pode provocar abertura dos prêmios de risco, aumentando a volatilidade e reduzindo a atratividade relativa da classe.

Renda Variável

Mantemos posição neutra em **Equities US**. Ainda assim, os múltiplos historicamente elevados seguem exigindo maior seletividade setorial. Nesse contexto, priorizamos empresas com forte geração de caixa, capacidade de repasse de preços e exposição ao S&P 500 *Core*, dada sua relevância e representatividade no mercado acionário americano. Também continuamos vendo espaço para a inclusão de setores defensivos, reforçando a diversificação dos portfólios.

Em **Equities Europe**, ampliamos nossa posição *underweight* diante da maior vulnerabilidade da região a choques externos,

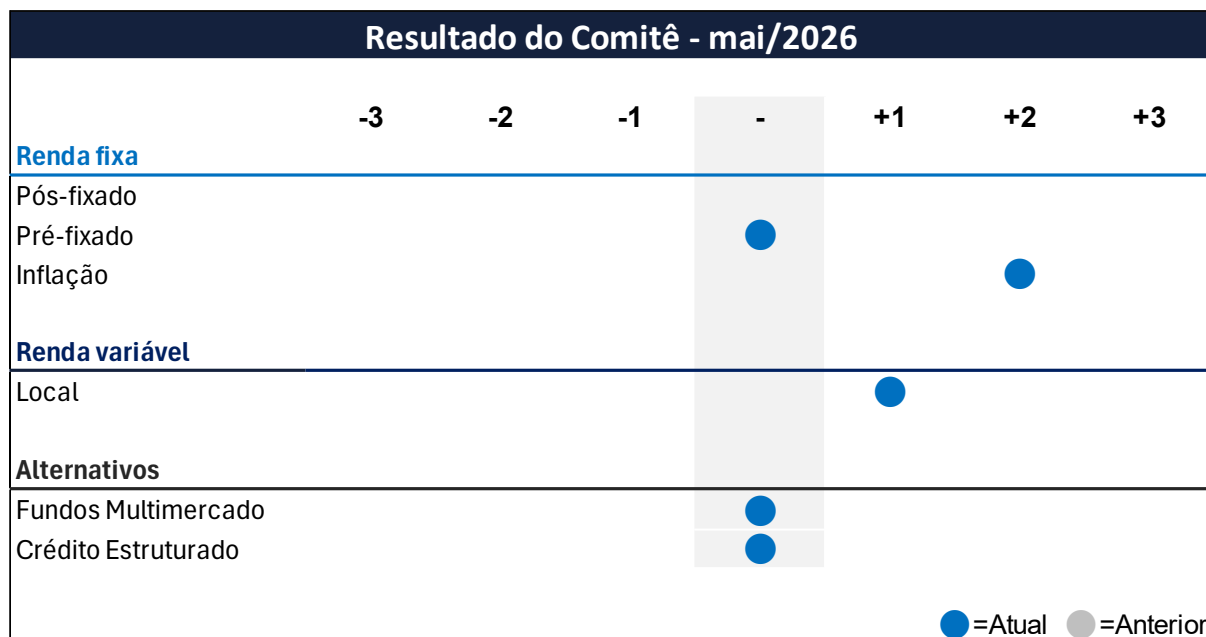
especialmente em um contexto de incerteza geopolítica e pressão sobre recursos energéticos importados, como petróleo e gás natural. Esse ambiente pode reacender riscos inflacionários e reforça uma postura mais cautelosa para a classe.

Por outro lado, mantemos posição *overweight* em **Equities Emerging Markets**, sustentada pela expectativa de continuidade da diversificação geográfica dos fluxos globais de alocação para além dos Estados Unidos. Para essas exposições, seguimos privilegiando setores de tecnologia e consumo discricionário, por meio de ETFs e *mutual funds* diversificados.

Alternativos

Mantemos nosso posicionamento *overweight* em **Gold** e **Crypto Currencies**, priorizando estruturas que protejam os portfólios em um ambiente de maior incerteza e que possam se beneficiar de um cenário de inflação estruturalmente elevada. Para essas classes, seguimos utilizando ETFs, dada a facilidade de acesso, a custódia simplificada, a transparência e o baixo custo operacional que oferecem para a manutenção dos ativos em carteira. Em **Hedge Funds**, reduzimos nosso posicionamento de *overweight* para neutro. Apesar de continuarmos enxergando valor em estratégias flexíveis e globalmente diversificadas, a maior atratividade relativa dos instrumentos de curto prazo e a menor visibilidade sobre a continuidade do ciclo de cortes de juros pelo Fed reduzem parte da assimetria favorável observada anteriormente. Nesse contexto, entendemos que uma postura neutra se mostra mais adequada para a classe no momento.

Alocação Tática Local



Renda Fixa

Quanto às estratégias de investimento em renda fixa local, entendemos que a classe de **pós-fixados** segue exercendo papel relevante na preservação patrimonial dos portfólios, especialmente diante do atual patamar elevado de juros nominais. A expectativa de uma redução mais gradual do ciclo de corte de juros no Brasil mantém a atratividade da classe, permitindo ao investidor continuar capturando retornos elevados com menor volatilidade. Nos ativos **pré-fixados**, mantemos posição neutra. Embora a recente abertura das curvas tenha ampliado parcialmente os prêmios oferecidos, entendemos que a assimetria permanece mais modesta quando comparada a outros momentos do ciclo. Nesse contexto, seguimos privilegiando uma abordagem seletiva, concentrada em vértices de 5 anos. Nos ativos atrelados à **inflação**, mantemos uma visão *overweight*, considerando o nível ainda elevado das taxas reais nos títulos indexados ao IPCA, sobretudo em um ambiente em que as diretrizes fiscais podem gerar novas pressões inflacionárias à frente. Nesse segmento, privilegamos títulos públicos federais e instrumentos bancários com *duration* superior a 7 anos.

Por fim, no **crédito privado**, observamos uma abertura de *spreads* diante dos eventos recentes e do aumento da aversão a risco, movimento que passou a gerar oportunidades mais atrativas de alocação tanto em ativos *High Grade* quanto *High Yield* locais. Ainda assim, seguimos priorizando uma abordagem seletiva, com foco na qualidade de crédito e na relação risco-retorno oferecida pelos emissores.

Renda Variável

As classes de risco seguem em um cenário doméstico relativamente favorável, sustentadas pela expectativa de continuidade da

diversificação geográfica dos fluxos globais de alocação e pela posição estratégica do Brasil no contexto energético global. Sob a perspectiva de *valuation*, a recente correção dos mercados voltou a trazer maior atratividade para a bolsa brasileira, com múltiplos negociando em níveis mais interessantes.

Reconhecemos a natureza cíclica do mercado acionário local, característica que justifica exposições estruturais mais moderadas ao longo do tempo. Justamente por isso, períodos de maior desconto costumam abrir espaço para posicionamentos táticos mais construtivos. Nesse contexto, mantemos nossa posição *overweight* em **renda variável**, priorizando a exposição por meio de fundos de investimento e ETFs atrelados ao índice Ibovespa.

Alternativos

Em fundos **multimercados**, mantemos uma visão neutra. Apesar de continuarmos enxergando valor em estratégias flexíveis, capazes de atuar em diferentes classes de ativos e capturar oportunidades táticas em cenários distintos, a maior atratividade relativa dos instrumentos pós-fixados reduz parte da assimetria favorável da classe no momento. Nesse contexto, entendemos que uma postura neutra segue mais adequada, preservando a exposição a gestores com mandatos dinâmicos e histórico consistente de geração de valor ao longo dos ciclos de mercado.

Em **crédito estruturado**, seguimos com uma visão neutra. A recente abertura de *spreads* em algumas operações passou a gerar oportunidades mais atrativas de alocação, especialmente em estruturas com garantias mais robustas. Ainda assim, mantemos uma abordagem seletiva, privilegiando a exposição à classe por meio de gestores especializados, o que contribui para maior diversificação e redução do risco de concentração.