

TARKUS



TARKUS

CARO INVESTIDOR,

O primeiro semestre de 2026 foi marcado por um ambiente macroeconômico complexo, com atividade ainda resiliente, pressões inflacionárias renovadas e elevada incerteza geopolítica. O conflito no Oriente Médio e seus efeitos sobre os mercados de energia alteraram o balanço de riscos, levando os bancos centrais a adotar uma postura mais cautelosa na condução da política monetária.

Neste contexto, apresentamos a 17ª carta do gestor do **Kapitalo Tarkus**, fundo de investimento em ações com o objetivo de superar o Ibovespa no médio prazo.

A seguir, compartilhamos nossa leitura sobre o cenário econômico recente e os principais destaques da performance do fundo no período.

Boa leitura,
Hegler Horta & Bruno Mauad



TARKUS

PARTE I CENÁRIO

Ao longo do primeiro semestre de 2026, o ambiente macroeconômico global foi marcado por uma combinação de atividade ainda resiliente, pressões inflacionárias renovadas e elevada incerteza geopolítica. O semestre começou com sinais de transição na política monetária, com bancos centrais indicando possível flexibilização de juros condicionada à evolução dos dados. No entanto, o conflito no Oriente Médio e seus impactos sobre os mercados de energia alteraram o balanço de riscos, levando a uma postura mais dura por parte das autoridades monetárias. Na reta final do semestre, a redução das tensões geopolíticas trouxe algum alívio às curvas de energia, mas não eliminou as incertezas em relação à persistência da inflação e ao ritmo de crescimento das principais economias.

Nos Estados Unidos, o semestre foi marcado por uma mudança relevante no balanço de riscos. No início do ano, a atividade seguia resiliente, sustentada por consumo ainda sólido, algum impulso fiscal e expectativas positivas relacionadas aos possíveis ganhos de produtividade associados à inteligência artificial. O mercado de trabalho, embora em equilíbrio frágil, com baixo nível de contratações e demissões, não apresentava sinais de deterioração abrupta. Nesse contexto, o Federal Reserve manteve inicialmente um viés de queda para os juros, ainda que condicionado a novos avanços no processo desinflacionário. Ao longo dos meses seguintes, porém, a comunicação do Fed tornou-se progressivamente mais cautelosa. A inflação voltou a acelerar em alguns momentos, refletindo efeitos defasados de tarifas e posteriormente o choque de energia decorrente do conflito no Oriente Médio. O FOMC manteve a taxa de juros no intervalo entre 3,5% e 3,75% nas reuniões de março e abril, reforçando que a política monetária estava bem posicionada para aguardar maior clareza sobre os efeitos do choque.

Em junho, após o acordo preliminar entre Estados Unidos e Irã e a reabertura do Estreito de Hormuz, os preços do petróleo reagiram para baixo, reduzindo parte das pressões inflacionárias associadas ao conflito. Ainda assim, a reunião do FOMC trouxe uma sinalização mais *hawkish* do que o esperado, com projeções indicando maior risco de alta de juros ao longo do ano. A reunião também marcou a primeira participação de Kevin Warsh como novo *chair* do Fed, em um contexto no qual o comitê evitou oferecer uma orientação mais clara sobre os próximos passos, reforçando o compromisso com a estabilidade de preços e a dependência dos dados, especialmente de inflação.

Na Europa, o semestre também foi marcado pela mudança no balanço entre inflação e atividade. No início do ano, os indicadores sugeriam uma economia ainda resiliente, com crescimento positivo na Zona do Euro, melhora pontual da indústria e avanço mais moderado dos serviços. A inflação seguia em processo de arrefecimento. Com isso, o Banco Central Europeu mantinha a avaliação de que a política monetária se encontrava em nível apropriado.

A partir do agravamento do conflito no Oriente Médio, o choque de energia passou a dominar o debate macroeconômico na região. A inflação cheia acelerou, refletindo principalmente os preços de energia, enquanto as medidas de núcleo permaneceram relativamente mais contidas. Ao mesmo tempo, o risco para a atividade aumentou, com piora dos PMIs e crescimento mais fraco no primeiro trimestre. Diante desse quadro, o BCE adotou tom mais firme e, em junho, elevou os juros.

TARKUS

Na reta final do semestre, a redução das tensões no Oriente Médio e a queda das curvas de energia melhoraram o balanço de riscos. As prévias de inflação de junho apontaram desaceleração maior do que a esperada, o que pode abrir espaço para uma comunicação menos dura à frente caso esse cenário se confirme. Ainda assim, os comentários dos membros do BCE permaneceram cautelosos, preservando a dependência dos dados. No Reino Unido, o Banco da Inglaterra também passou a ponderar de forma mais explícita os riscos entre inflação e atividade, mantendo viés de alta, mas com menor inclinação a uma ação imediata.

Na China, a economia iniciou o ano com crescimento compatível com a meta, encerrando 2025 com expansão de 5% e apresentando, no início de 2026, ritmo superior à tendência observada no período pós-Covid. O primeiro trimestre surpreendeu positivamente, impulsionado pelo consumo e pela produção de itens de maior intensidade tecnológica. Esse desempenho, combinado à revisão da meta de crescimento para uma faixa entre 4,5% e 5%, reduziu inicialmente a percepção de necessidade de estímulos adicionais relevantes.

Ao longo do semestre, porém, os dados passaram a mostrar uma economia mais fraca do que a observada no primeiro trimestre. Além disso, a pauta de combate à “involução” continuou influenciando setores específicos, enquanto os impactos da guerra e a alta de preços ligados à inteligência artificial apareceram nos preços ao produtor. Assim, aumentou a chance de que novas medidas de estímulo sejam discutidas na reunião do Politburo.

No Brasil, a atividade econômica apresentou uma dinâmica distinta ao longo do semestre. Após encerrar 2025 em desaceleração suave, a economia voltou a mostrar sinais de reaceleração no início de 2026. Os dados de indústria, varejo e serviços referentes ao primeiro trimestre vieram acima das expectativas, com a demanda final doméstica como principal motor da atividade. Parte desse impulso esteve associada a fatores como alta do salário-mínimo, novo formato de isenção do Imposto de Renda, pagamentos de precatórios e programas de crédito do governo.

No segundo trimestre, os dados passaram a indicar alguma acomodação do crescimento, embora a economia ainda tenha seguido avançando acima do seu potencial. O mercado de trabalho permaneceu apertado ao longo do período, com taxa de desemprego nos menores níveis da série histórica e geração de empregos formais ainda em ritmo relevante. Ao mesmo tempo, o aumento da inadimplência e do comprometimento de renda das famílias seguiram em elevação, mesmo com elevação robusta da renda das famílias.

Do lado fiscal, a arrecadação continuou surpreendendo positivamente, inclusive com o suporte do petróleo mais caro, mas o avanço das despesas obrigatórias foi ainda superior. O déficit nominal permaneceu próximo de 10% do PIB, reforça a necessidade de ajuste relevante para estabilizar a dívida. Além disso, ganharam relevância temas com potencial impacto sobre a trajetória da dívida, como programas de crédito com subsídio, medidas voltadas a combustíveis, alternativas de compensação ao fim da jornada 6x1 e renegociação de dívidas do setor agropecuário.

No campo inflacionário, o semestre começou com leituras benignas, favorecidas por alimentação abaixo do padrão sazonal e alguma moderação da inflação de serviços. No entanto, o cenário se deteriorou a partir do choque de petróleo decorrente do conflito no Oriente Médio. A alta dos combustíveis, das passagens aéreas e de insumos como fertilizantes levou a revisões relevantes nas projeções de inflação, enquanto os preços de alimentos também passaram a mostrar maior pressão. Em termos qualitativos, tanto os serviços subjacentes quanto a média dos núcleos permaneceram em níveis incompatíveis com o cumprimento da meta, refletindo, em parte, um mercado de trabalho ainda apertado. Em junho, a resolução parcial do conflito e a queda dos preços do petróleo trouxeram alguma melhora ao balanço de riscos, retirando pressões importantes do radar. Apesar de alguma revisão baixista na inflação, a nossa projeção segue acima da que tínhamos no começo do ano. A inflação de serviços seguiu resiliente e as medidas subjacentes continuaram indicando que a convergência para a meta ficou mais distante.



TARKUS

Nesse contexto, o Banco Central iniciou e deu continuidade ao ciclo de recalibragem da política monetária ao longo do semestre. A autoridade monetária avaliou que a postura conservadora adotada anteriormente permitia algum ajuste no grau de restrição, mesmo diante de um cenário inflacionário mais desafiador. Ao mesmo tempo, o Copom reforçou que a magnitude e a duração do ciclo dependerão da evolução do cenário, especialmente das expectativas de inflação e dos efeitos dos choques de oferta sobre o horizonte relevante. Em junho, o Banco Central reduziu a Selic em 25 pontos-base em uma reunião na qual o mercado estava dividido, preservando seu plano de voo, mas reconhecendo um balanço de riscos mais assimétrico.

Ao longo do semestre, a guerra no Irã reforçou uma tendência que se tornou clara desde a pandemia de covid-19. O processo de integração das cadeias produtivas globais, uma das marcas da globalização, está sendo revisto, com o mundo substituindo o *just in time* pelo *just in case*. Acreditamos que episódios como a falta de máscaras cirúrgicas no Ocidente, cuja produção estava concentrada na China; a escassez de gás russo na Europa durante a guerra na Ucrânia; e a interrupção do fluxo de petróleo pelo Estreito de Ormuz levarão os países a priorizar a segurança do abastecimento em detrimento do menor custo. No curto e médio prazo, esse processo de formação de estoques estratégicos e busca por fornecedores confiáveis pode beneficiar o Brasil. Além de ser um produtor relevante de diversas commodities agrícolas e minerais, o país permanece afastado dos principais focos de conflitos geopolíticos atuais.

Reforçando a demanda por *commodities*, especialmente minerais, o ciclo de investimentos em inteligência artificial segue a pleno vapor, tornando o setor de tecnologia mais intensivo em capital e em ativos físicos, como *data centers*, microprocessadores e infraestrutura de transmissão de energia.

Em paralelo a este processo, o mundo também vem buscando a diversificação do dólar como reserva dos bancos centrais e principal meio de pagamento nas transações internacionais. Eventos como o congelamento de cerca de US\$ 300 bilhões em reservas russas em 2022, na invasão da Ucrânia, acenderam o alerta para o risco de concentração no dólar. Nesse contexto, o ouro vem ganhando espaço nos balanços dos bancos centrais e nos portfólios dos investidores. Em nossa carteira, possuímos uma posição acima do Ibovespa em mineradoras de ouro, cobre e minério de ferro para refletir essas tendências.

Durante o terceiro mandato do presidente Lula, a dívida bruta deve ter um incremento de cerca de 10% do PIB, e os juros reais dos títulos de 10 anos indexados a inflação subiram cerca de 2%, estando atualmente acima de 8% ao ano. O modelo de crescimento real de despesas, com política monetária restritiva vem mostrando sinais de esgotamento. O Tesouro Nacional já tem encontrado dificuldades na rolagem da dívida longa, o comprometimento da renda das famílias é crescente, assim como as despesas financeiras das empresas. Com as eleições se aproximando, o mercado discutirá eventuais mudanças nessa política, seja pela via de contenção do crescimento de despesas, seja pelo aumento da inflação ou repressão financeira. Seguimos abaixo do peso do Ibovespa em ações mais ligadas ao nível dos juros reais, mas estamos atentos a eventuais mudanças.

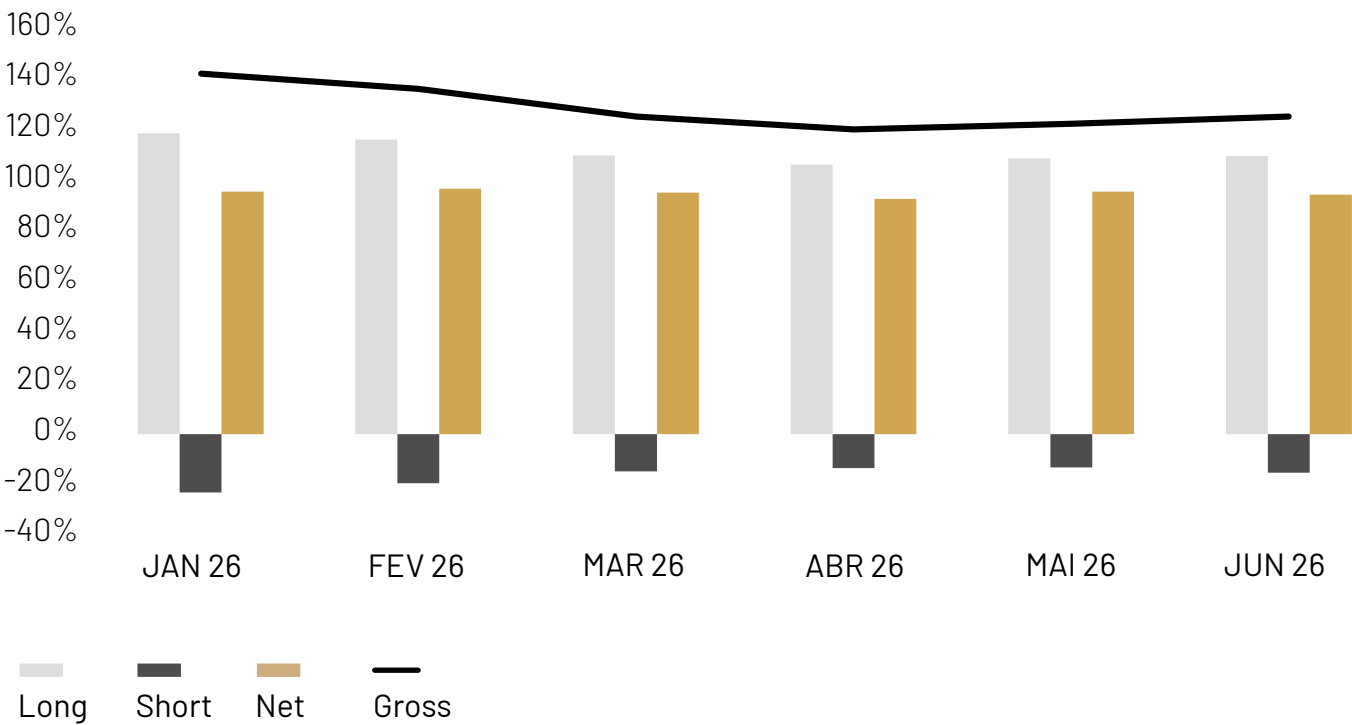
TARKUS

PARTE I

RESULTADOS DO PERÍODO

No primeiro semestre de 2026, o Kapitalo Tarkus rendeu 7,05% contra uma alta do Ibovespa de 6,76% no mesmo período. Desde o início, o fundo rendeu 256,68% versus 131,49% do Ibovespa.

Ao longo do semestre, o Kapitalo Tarkus manteve uma exposição líquida média de 94,57%, fruto de uma posição média comprada de 110,95% e uma posição média vendida de -16,38%. A evolução dessas posições ao longo dos meses pode ser observada no gráfico abaixo:



O *tracking error*, ou seja, o desvio padrão dos retornos do fundo em relação ao Ibovespa foi de 20,32%. Vale ressaltar que, como a proposta do fundo é gerar retornos substancialmente acima do Ibovespa no médio prazo, é importante mantermos um tracking error relativamente alto ao longo do tempo.



TARKUS

Outra medida importante do nosso desempenho é conhecida por *information ratio*, que nada mais é do que o diferencial de performance do fundo contra o Ibovespa dividido pelo tracking error. No 1º semestre de 2026, o *information ratio* do **Kapitalo Tarkus** foi de 0,03. A tabela abaixo sintetiza os resultados deste semestre:

DATA	RENTABILIDADE MÊS	IBOV MÊS	DIFERENÇA
JAN 26	14,33%	12,56%	1,77%
FEV 26	8,73%	4,09%	4,63%
MAR 26	-6,08%	-0,70%	-5,38%
ABR 26	-0,18%	-0,08%	-0,10%
MAI 26	-2,50%	-7,22%	4,72%
JUN 26	-5,79%	-1,01%	-4,77%
RETORNO ACUMULADO (02/01/2026 até 30/06/2026)	7,05%	6,76%	0,28%
RETORNO ANUALIZADO (02/01/2026 até 30/06/2026)		RETORNO ANUALIZADO (até 30/06/2026)	
ALPHA	0,58%	ALPHA	9,89%
DESVIO PADRÃO (TARKUS-IBOV)	20,32%	DESVIO PADRÃO (TARKUS-IBOV)	11,78%
INFORMATION RATIO	0,03	INFORMATION RATIO	0,84

Além destas medidas de desempenho agregado do fundo, podemos fazer uma análise decompondo a rentabilidade do fundo pelos setores presentes em sua carteira:



TARKUS

SETOR	EXPOSIÇÃO* PORTFÓLIO	IBOVESPA	RETORNO ACIMA DO IBOV **
BANCOS	4,64%	22,55%	0,28%
BENS DE CAPITAL	-0,64%	3,10%	0,22%
CONSTRUÇÃO	-	0,78%	0,28%
CONSUMO	7,06%	6,06%	0,85%
EDUCAÇÃO	-0,43%	0,28%	0,37%
SAÚDE	3,49%	3,19%	-0,63%
MINERAÇÃO & SIDERURGIA	40,23%	13,77%	3,23%
PETRÓLEO & GÁS	8,97%	15,75%	-2,12%
PAPEL & CELULOSE	6,38%	1,58%	1,84%
SERVIÇOS FINANCEIROS	3,63%	4,94%	0,09%
SHOPPINGS	-0,57%	1,29%	0,08%
TECNOLOGIA	0,31%	0,71%	0,91%
TELECOM	-	1,72%	0,01%
TRANSPORTE & LOGÍSTICA	15,09%	5,49%	-2,22%
UTILIDADE PÚBLICA	4,70%	18,80%	-0,83%
FUTUROS/ETF	1,07%	-	1,46%
CAIXA	10,43%		1,09%
DESPESAS			0,00%
TOTAL	104,36%	100,00%	1,22%
DESPESAS FIC			-0,94%
TOTAL			0,28%

*Exposição em 30/06/2026 / **Período de Análise: 31/12/2025 até 30/06/2026

Como podemos observar, os setores de Mineração & Siderurgia, Tecnologia e Consumo contribuíram positivamente para o desempenho relativo do fundo contra o Ibovespa no semestre, enquanto os setores de Transporte & Logística, Petróleo & Gás e Papel & Celulose contribuíram negativamente. O posicionamento em Mineração & Siderurgia foi acima do Ibovespa, com posição comprada em mineradora de ouro e cobre. Em Tecnologia, mantivemos posição vendida em desenvolvedora de softwares.

Em consumo, mantivemos posição comprada varejo de vestuário e vendida em academias. Já as nossas alocações no setor de Transporte & Logística foram os principais detratores de rentabilidade, principalmente pela posição comprada em concessionária de rodovias. Em Petróleo & Gás, posição abaixo do peso do índice em empresa integrada de petróleo contribuiu negativamente para a performance.

Agradecemos a confiança!
Hegler Horta e Bruno Mauad



TARKUS

Este conteúdo foi preparado pelas gestoras Kapitalo (Kapitalo Investimentos Ltda. e Kapitalo Ciclo Gestão de Recursos Ltda.), tem caráter meramente informativo e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégia de investimento por parte dos destinatários. As gestoras não se responsabilizam por erros, omissões ou pelo uso destas informações. As informações referem-se às datas e condições mencionadas. Os cenários apresentados podem não se refletir nas estratégias dos diversos fundos geridos pelas gestoras Kapitalo AS ESTIMATIVAS, CONCLUSÕES, OPINIÕES, PROJEÇÕES E HIPÓTESES APRESENTADAS NÃO CONSTITUEM GARANTIA OU PROMESSA DE RENTABILIDADE OU DE ISENÇÃO DE RISCO. AOS INVESTIDORES, É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DE LÂMINAS, PROSPECTOS E/ OU REGULAMENTOS ANTES DE INVESTIR SEUS RECURSOS. As análises aqui apresentadas não pretendem conter todas as informações relevantes que um investidor deve considerar e, dessa forma, representam apenas uma visão limitada do mercado. Este conteúdo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância das gestoras.



KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3144
11º andar, Itaim Bibi – São Paulo, SP
01451-000
(11) 3956-0600
kapitalo.com.br