

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	fevereiro	3 meses	YTD	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos		
TAACo	1.6%	4.7%	0.7%	10.3%	0.1%	3.8%	3.6%	5.0%	10.4%
Benchmark	1.8%	4.9%	0.7%	10.7%	-1.3%	3.0%	2.9%	3.7%	10.2%
Desempenho inferior/superior	-13	-14	-0	-41	140	77	74	131	
Ações	4.2%	7.2%	2.6%	15.8%	1.2%	5.7%	4.8%	3.8%	15.2%
Benchmark	4.2%	7.1%	2.6%	15.9%	1.0%	5.7%	4.6%	3.3%	15.1%
Renda Fixa	-0.6%	2.6%	-1.2%	5.4%	-3.3%	0.4%	1.2%	4.1%	6.5%
Benchmark	-0.6%	2.6%	-1.2%	5.5%	-3.7%	0.0%	0.8%	3.5%	6.5%
Caixa	0.4%	1.3%	0.9%	5.3%	2.5%	2.0%	1.3%	1.5%	0.6%
Ouro	-0.3%	0.6%	-1.5%	12.2%	5.5%	9.2%	4.4%	9.4%	14.4%

Resultados em 29 de fevereiro de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

Complacência ou euforia (seletiva)?1

Alocação de ativos3

Resultados globais do TAACo Fevereiro de 2024 19

Desempenho histórico 20

Visão Mensal - Março de 2024

Complacência ou euforia (seletiva)?

Os mercados acionários continuaram a se recuperar em fevereiro e em março, refletindo um impulso robusto que se traduz em quatro meses consecutivos de aumento de preços. A expectativa de redução nas taxas de juros, os lucros favoráveis das empresas e os comentários mais *dovish*¹ das autoridades do Fed, alimentaram um ambiente de *risk-on* nos mercados financeiros globais. Vale a pena observar, entretanto, que o lado positivo continua fortemente concentrado nas empresas de tecnologia.

Mercados em alta por quatro meses consecutivos

Os *valuations* estão caminhando para níveis exorbitantes? Assim como há divergências no desempenho, também há divergências nos *valuations* entre setores, estilos e países. No entanto, embora certos preços estejam ficando mais apertados, eles não estão de forma alguma atingindo os níveis observados antes do estouro da bolha tecnológica no início dos anos 2000.

Os valuations aumentaram, mas não estão nem perto dos níveis da bolha tecnológica.

A inflação nos Estados Unidos está se moderando gradualmente, com sinais mistos. Por um lado, o indicador de atividade de serviços ISM, por exemplo, desacelerou em fevereiro em relação a janeiro e os pedidos às fábricas caíram em janeiro mais do que o esperado. Mas, por outro lado, a criação de empregos continua a surpreender positivamente, o componente de abrigo (relacionado a aluguéis de imóveis) do índice de preços continua alto e os salários por hora continuam a aumentar a um ritmo de mais de 4% ao ano.

Economia dos EUA com sinais mistos

Finalmente, tudo se resume ao fato de que o fator determinante para o mercado são as taxas de juros dos EUA: quando e quanto elas cairão. A divergência entre as expectativas de taxas de juros mais baixas do mercado e o Fed está se alinhando com o que o dot-plot² vem mostrando, cuja

O fator determinante são as

¹ *Dovish*, no jargão financeiro, significa a postura de um banco central que mostra uma tendência de redução das taxas de juros.

² Dotplot: gráfico que mostra os "pontos" em termos de tempo e nível das taxas de juros dos vários membros do Comitê de Política Monetária dos EUA (FOMC).

atualização será publicada em 20 de março. Tudo isso continua a manter as taxas de juros altamente voláteis. No momento, espera-se que o primeiro corte ocorra entre junho e julho.

taxas de juros dos EUA.

O cenário de um *soft landing* para a economia dos EUA está se consolidando, em um cenário de taxas de juros em queda muito gradual e - ao contrário - uma política fiscal que continuará a ser expansionista. Ainda mais em um ano eleitoral para os Estados Unidos, no qual, até o momento, espera-se que o republicano Donald Trump vença. Ainda é prematuro projetar o que acontecerá quando ele assumir o cargo, mas é um sinal de cautela, pois não são poucos os fatores políticos e geopolíticos presentes (embora os mercados tenham se distanciado deles nos últimos meses).

Um cenário de *soft landing* se consolida

Conforme mencionado, os mercados estão se tornando propensos a riscos, e a revolução digital e a Inteligência Artificial (IA) estão muito presentes. Embora seus efeitos sobre a produtividade ainda não sejam mensuráveis, eles apoiam os preços das ações. Em primeiro lugar, porque o desempenho de certas empresas de tecnologia parece imparável por razões baseadas em fundamentos, conforme evidenciado pelo fato de que elas continuam a surpreender positivamente. Em segundo lugar, porque o aumento do investimento/capacitação em tecnologia em todos os setores poderia gerar saltos de eficiência transformacionais em todo o setor corporativo.

Revolução digital e IA apoiam o mercado de ações

Os valuations das ações não parecem baratas, e o prêmio pelo risco continua a mostrar uma vantagem da renda fixa sobre as ações como alternativa de investimento. No entanto, o uso desse indicador levanta algumas preocupações: (i) ele pode estar subestimando o crescimento potencial dos lucros corporativos a médio e longo prazo; (ii) historicamente, ele não tem sido um indicador eficaz do desempenho do mercado de ações; e (iii) a renda fixa é atualmente um mercado altamente volátil, no qual o recente ajuste dos produtos de *spread* o tornou um pouco menos atraente.

O prêmio de risco pode subestimar os ganhos e, historicamente, não tem sido um indicador de desempenho.

Dada a robustez do momentum econômico e de mercado, mas - por outro lado - um alto nível de incerteza em relação à inflação e, portanto, para onde iriam as taxas de juros e sua alta volatilidade, uma postura neutra em relação às ações é a preferida para março, a renda fixa está *underweight* e o caixa está *overweight*.

Para março, é preferível uma postura neutra em ações, renda fixa *UW* e caixa *OW*.

ALOCAÇÃO DE ATIVOS: MARÇO DE 2024

TAACo Global	Bench.	Fevereiro	Março	OW / UW	Câmbio	
Ações	50%	45%	50%	N	5.0%	+
Renda Fixa	50%	45%	45%	UW	-5%	
Caixa		10%	5%	OW	5%	-
Ouro				N		
Total da Carteira						
Europa, exceto Reino Unido	13.5%	11.5%	11.5%	UW	-2.0%	
Europa Small Cap ex Reino Unido	1.3%			UW	-1.3%	
REINO UNIDO	2.9%	2.4%	2.4%	UW	-0.5%	
Crescimento de grandes capitalizações dos EUA	15.8%	15.8%	15.8%	N		
Valor Large Cap dos EUA	14.0%	14.0%	14.0%	N		
Pequenas empresas dos EUA	3.6%	3.6%	3.6%	N		
Japão	4.9%	6.5%	4.9%	N		-1.6%
Mercados desenvolvidos	56.0%	53.8%	52.2%	UW	-3.8%	-
América Latina	4.1%	7.1%	7.1%	OW	3.0%	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.7%	N		
China	12.7%	12.7%	12.7%	N		
EM Ásia ex China	15.6%	16.6%	16.6%	OW	1.0%	
EM Ásia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		
EM Europa e Oriente Médio	6.9%	5.1%	6.7%	UW	-0.2%	1.6%
Mercados emergentes	44.0%	46.2%	47.8%	OW	3.8%	1.6%
Total de ações	100.0%	100.0%	100.0%			
Títulos do Tesouro 5Y	6.0%	6.7%	6.0%	N	-0.7%	-
Títulos do Tesouro 10Y	11.5%	10.0%	11.5%	N	1.5%	+
Títulos do Tesouro 30Y	6.6%	6.6%	6.6%	N		
Dívidas dos EUA	2.8%	2.8%	2.8%	N		
IG corporativo global	26.5%	26.5%	26.5%	N		
HY corporativo global	4.3%	4.3%	4.3%	N		
Dívida dos Desenvolvidos	57.7%	56.9%	57.7%	N	0.8%	+
EM Soberano IG	5.0%	5.0%	5.0%	N		
EM Soberano HY	5.5%	4.0%	4.5%	UW	-1.0%	0.5%
EM Corporativo IG	3.6%	5.0%	4.1%	OW	0.5%	-0.9%
EM Corporativo HY	5.0%	5.9%	5.5%	OW	0.5%	-0.4%
Mercados locais EM	23.2%	23.2%	23.2%	N		
Emergentes	42.3%	43.1%	42.3%	N	-0.8%	-
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%			

Ações neutras, bonds UW e caixa OW

Aumenta o OW dos mercados emergentes: OW LatAm e Ásia Em ex-China

Neutro nos EUA em todos os estilos

Em renda fixa: mercados desenvolvidos e emergentes neutros

RF emergente: HY soberano UW, IG e HY corporativo OW

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX UK: Mantida o underweight em Large Cap e Small Cap

A economia está estagnada e mal conseguiu evitar a recessão. No quarto trimestre de 2023, o crescimento do PIB foi zero em relação ao trimestre anterior e, em 2024, a projeção é de que cresça apenas 0,5%. Espera-se que a Alemanha, a principal economia do bloco, cresça apenas 0,2% este ano (estimativa de mercado, corrigida para baixo no último mês). *The sick man of Europe*³ é mais uma vez a Alemanha, cujo setor industrial é afetado pela falta de tração da recuperação na China e pela concorrência representada pelo gigante asiático, principalmente na indústria automotiva. O principal PMI do setor industrial da Alemanha caiu para 42,3 pontos em fevereiro (50 pontos é o limite de expansão/contração do setor para os próximos seis a doze meses).

Apesar da desaceleração econômica negativa e da demanda fraca, isso facilitaria a convergência da inflação para a meta. A inflação poderia retornar a níveis próximos a 2% durante o segundo semestre de 2024. Diante dessa situação, o mercado

³ O homem doente

internaliza que o Banco Central Europeu poderia começar a cortar as taxas de juros antes mesmo do Fed, em junho, a fim de parar de restringir a economia.

Mais recentemente, *o impulso* econômico está melhorando, com os dados superando as estimativas. O principal PMI de serviços voltou a 50 bps e tanto a produção industrial quanto as vendas no varejo superaram as expectativas, mas estas últimas ainda sofreram contração em relação ao ano anterior (-1% em janeiro). Com o aumento dos preços, o poder de compra das famílias foi corroído e a demanda enfraquecida.

No nível agregado, a inflação continuou sua tendência de queda em fevereiro - principalmente devido ao componente de energia - e ficou em 2,6% em relação ao ano anterior (3,1% no núcleo), dentro do intervalo da meta do Banco Central Europeu, mas ligeiramente acima das expectativas do mercado. Embora a inflação continue a cair, os salários continuam a subir em um ritmo mais rápido do que a inflação e, devido ao receio de que esta última se acelere, o consenso do mercado adiou o início dos cortes no sistema de taxas de referência de maio para junho. Assim, as taxas de juros subiram em fevereiro, mas caíram em março depois que os banqueiros centrais confirmaram a necessidade de começar a cortar as taxas de juros em breve. Em 11 de março, a taxa do Bund alemão de 2 anos e 10 anos estava em 2,71% e 2,29%, respectivamente.

Fevereiro ampliou os ganhos e o Stoxx 50 subiu 4,5% (em USD), abaixo das ações dos EUA. As avaliações tornaram-se mais caras após quatro meses de ganhos, mas continuam atraentes, e o atraso de médio a longo prazo em relação aos pares desenvolvidos permanece. A relação Preço/Earnings de doze meses (*P/E fwd.*) é negociada abaixo da média de cinco anos, tanto em termos absolutos quanto em relação a seus pares.

Espera-se que os retornos das ações sejam moderados no próximo ano, pois, apesar das pressões de custos mais baixos e dos cortes nas taxas de juros (que seriam em grande parte internalizados nos preços atuais), a demanda continuará a enfraquecer, tanto nacional quanto internacionalmente. De acordo com a Factset, até 2024, os lucros corporativos cresceriam 6,9%, o que foi corrigido para cima no último mês, mas se compara negativamente com seus pares desenvolvidos. O crescimento dos lucros seria liderado pelos setores de serviços de comunicação, imóveis e materiais, todos eles com uma base de comparação baixa.

A alta dependência comercial da China - que não consegue gerar tração -, a fraca demanda interna e externa, os fluxos fracos que não conseguem fornecer suporte e uma perspectiva econômica negativa nos levam a **manter a posição *underweight***.

REINO UNIDO: O *underweight* é mantido

A perspectiva é pessimista e a economia permanecerá estagnada em 2024. *O impulso* econômico, embora em tendência de alta, é negativo, o que implica que os dados ainda subnotificam as estimativas.

O PIB no quarto trimestre de 2023 decepcionou (-0,3% q/q), levando a economia a uma recessão técnica. Como resultado, o crescimento em 2023 atingiu 0,3% e, em 2024, a projeção é de apenas 0,4%, afetado pelo consumo fraco e pela queda nos investimentos. A deterioração econômica projetada se reflete nas estimativas de lucros para este ano e, de acordo com a Factset, espera-se que os lucros do MSCI UK cresçam apenas 1,4% este ano.

O mercado de trabalho continua apertado. A taxa de desemprego cai para 3,9% no trimestre móvel encerrado em janeiro, com os salários reais aumentando 1,4% a/a. O consumo, por sua vez, consegue reverter a tendência de queda e supera as expectativas, com as vendas no varejo crescendo 0,7% a/a em janeiro - o maior aumento desde março de 2022.

A inflação permaneceu inalterada em janeiro (4% a/a e 5,1% no núcleo). Assim, dado um mercado de trabalho que permanece apertado e uma inflação que é rígida, o mercado está alinhado com a proposta do Banco da Inglaterra de

internalizar três cortes nas taxas este ano, começando entre junho e agosto. Juntamente com os movimentos globais, a curva de rendimento soberano diminuiu nos últimos 30 dias, até 12 de março. A taxa de 2 anos está em 4,21% e a de 10 anos, em 3,94%.

As projeções oficiais e as divulgações de dados apontam para uma situação econômica em deterioração, em linha com estimativas de lucros decepcionantes e saídas consistentes. Embora as avaliações estejam sendo negociadas abaixo da média de cinco anos, tanto em termos absolutos quanto relativos, **o *underweight* em ações do Reino Unido permanece.**

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth e Value*, juntamente com as *small caps*, permanecem neutras

A economia continua a surpreender com sua resiliência e o cenário de pouso suave está consolidado. Depois de crescer 2,5% em 2023, espera-se que o país cresça 2,1% este ano, um número que foi revisado para cima no último mês.

A *dinâmica* econômica é positiva, embora o consumo tenha decepcionado em janeiro, em face de um inverno que deprimiu as vendas no varejo (-0,8% mês a mês). Entre os setores em que já estamos vendo as consequências do alto nível das taxas está o imobiliário, onde a construção e a venda de novas casas caíram consideravelmente. A poupança também está começando a cair, o que "normalizaria" o consumo. O mercado de trabalho está gradualmente começando a esfriar, com a criação de empregos em fevereiro excedendo as estimativas e com 275.000 novos empregos adicionados. Entretanto, o número de janeiro foi corrigido para baixo em 124.000 empregos, chegando a 229.000. Assim, a taxa de desemprego aumentou de 3,7% para 3,9%. Os salários desaceleraram e aumentaram 4,3% a.a., o que ainda é uma fonte de preocupação para o Fed.

Do ponto de vista monetário, a inflação surpreendeu positivamente pelo segundo mês consecutivo em fevereiro, atingindo 3,2% a.a. (com a medida do núcleo caindo para 3,8%). Dada a persistência da inflação, a meta de 2% não seria atingida até o início de 2025 e o mercado está novamente adiando o início dos cortes nas taxas para junho ou julho. Em sua reunião de março, o Fed atualizará sua perspectiva de taxas (*gráfico de pontos*) e o mercado está começando a avaliar que ele poderá ser mais cauteloso no corte das taxas este ano (em dezembro passado, ele projetou três cortes de 25 bps até 2024). A curva de rendimento do Tesouro se achatou no último mês, com a taxa de 10 anos caindo para 4,18% e a taxa de 2 anos chegando a 4,60%.

As ações dos EUA estenderam sua recuperação por mais um mês, subindo pelo quarto mês consecutivo em fevereiro, apoiadas por uma temporada de relatórios corporativos que novamente surpreendeu positivamente. Em média, os lucros das ações do S&P 500 aumentaram 8% em relação ao ano anterior no quarto trimestre; no entanto, destaca-se o impulso significativo de algumas grandes empresas de tecnologia. Sem as 7 Magnificent 7, os lucros das outras empresas do S&P 500 registraram uma contração de 2% em relação ao ano anterior. Até 2024, espera-se que os lucros cresçam em torno de 11%, superando seus pares desenvolvidos. O crescimento dos lucros seria impulsionado pelos setores de serviços de comunicação, tecnologia e saúde.

Embora a extensão da *alta* tenha tornado as avaliações mais caras, elas ainda não estão em níveis comparáveis aos da bolha *das empresas ponto com* no início dos anos 2000. Os índices P/E de ações de *crescimento* e *valor* estão sendo negociados em linha com as médias históricas, mas as ações de *pequena capitalização* ainda estão com desconto, além de estarem defasadas. A alta de 2023 foi concentrada em algumas ações e haveria espaço para que ela permeasse outros setores e estilos mais atrasados.

Enquanto isso, na frente política, a corrida presidencial está começando a ocupar o centro do palco. Após a superterça-feira, em que 15 estados realizaram primárias, os candidatos dos partidos Republicano (Donald Trump) e Democrata (Joe Biden) já estão definidos. A republicana Nikki Haley retirou sua candidatura depois de não ter obtido o apoio necessário para continuar. Assim, a proclamação dos candidatos nas respectivas convenções é agora uma formalidade. Do ponto de vista das contas fiscais, ambos os candidatos têm propostas que adiam a consolidação fiscal. Por um lado, Biden aumentaria os gastos fiscais com um orçamento de mais de US\$ 7 trilhões em 2025, que seria focado em programas sociais. Por outro lado, Trump já comentou que poderia mais uma vez pressionar por cortes de impostos para recuperar o investimento e dar mais dinamismo à economia. Ainda assim, ambos os candidatos precisarão financiar seus programas depois de eleitos e, com a necessidade de mais financiamento, as taxas de juros de equilíbrio serão mais altas do que antes da pandemia.

Apesar da *dinâmica* econômica e de fluxo positiva, a vulnerabilidade às condições financeiras apertadas, o adiamento do início dos cortes nas taxas, a alta volatilidade das taxas e a vulnerabilidade a estimativas de lucros mais baixas nos levam a manter a **cautela em relação às ações dos EUA em todos os estilos, com uma classificação neutra.**

JAPÃO: Exposição a ações japonesas reduzida para neutra

Um dos mercados que se destacou por seu aumento no início do ano foi o Japão. Com um viés de exportação e tecnologia, o Nikkei subiu quase 16% em ienes até agora neste ano, atingindo novos máximos históricos. Por trás da recuperação está a inflação que parece lubrificar a economia, o *impulso* econômico positivo, os influxos, as avaliações atraentes, a força corporativa, as reformas estruturais e o enfraquecimento do iene, entre outros fatores. Com relação a este último, após uma desvalorização de 7% em 2023, o iene permaneceu sob pressão, perdendo quase 5% de seu valor até agora neste ano.

Embora a maioria desses fundamentos permaneça intacta, **decidiu-se realizar lucros e neutralizar a posição devido a alguma perda de impulso econômico e fluxos, valuations subindo para níveis justos e um eventual fim da política monetária expansionista, levando a uma valorização do iene.**

A inflação provavelmente veio para ficar, o que é um problema favorável, dado seu baixo nível (2,2% anualizado em janeiro para a medida *principal* e 3,5% para o núcleo da inflação, ambos acima das expectativas). Esse nível de inflação, alto pelos padrões históricos, mas relativamente limitado, permitiu a manutenção de uma política monetária expansionista, que pode chegar ao fim já neste mês. O mercado internaliza que uma era de taxas de juros negativas chegará ao fim e que a taxa de longo prazo será neutralizada. Refletindo essa expectativa, a taxa dos títulos soberanos de 10 anos subiu para 0,76% em março, seu nível mais alto até agora neste ano, e o iene se valorizou 1,5% no mês.

Em fevereiro, as ações japonesas subiram mais do que as de seus pares globais, levando a quatro meses contínuos de aumentos e *valuations* crescentes. Entretanto, o índice *P/E fwd.* permanece em níveis justos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares desenvolvidos. Enquanto isso, os lucros cresceriam cerca de 10% em 2024, uma estimativa um pouco maior do que a dos pares desenvolvidos e corrigida para cima no último mês.

AUMENTO DE AÇÕES EMERGENTES: Aumento de ações da América Latina e Ásia EM ex China, redução de ações da EMEA e China neutra

Em fevereiro, os mercados acionários globais continuaram a se recuperar e os mercados emergentes não foram exceção. Nesse contexto, a China liderou o caminho, com o retorno dos fluxos de investidores, principalmente domésticos. No lado dos mercados emergentes da Ásia, o desempenho também foi positivo. Fora da China, o desempenho também foi positivo, impulsionado por seu viés tecnológico. Na América Latina, as ações ficaram para trás devido à desvalorização de

suas moedas e aos relatórios corporativos negativos. Por fim, na EMEA, a *UW* fechou parcialmente, financiada pela neutralização do Japão, bem como por uma perspectiva melhor em algumas *commodities*, não apenas petróleo, mas também metais.

AMÉRICA LATINA: *Overweight* permanece o mesmo

Os mercados latino-americanos ficaram para trás em fevereiro, mas as perspectivas continuam positivas para o futuro. A temporada de relatórios corporativos está chegando ao fim e o dólar deve continuar a se enfraquecer à medida que se fortalecem as expectativas de que o Fed comece a cortar as taxas este ano. No Brasil, houve boas notícias do lado fiscal, enquanto no México algumas reformas preocupantes estão sendo levadas adiante, mas ainda há notícias de mais investimentos estrangeiros associados ao *nearshoring*. O Chile e a Colômbia se destacam por suas avaliações de desconto historicamente altas e cortes significativos nas taxas de juros, enquanto no Peru o ruído político aumentou. Nesse contexto, decidimos **manter nosso *overweight* na América Latina**.

No **Brasil**, a perspectiva continua positiva, pois o início do ano traz melhores notícias econômicas e políticas. Do lado da atividade, a economia expandiu-se 2,9% em 2023 e os PMIs de janeiro e fevereiro confirmam que a *dinâmica* econômica continua positiva, e no segundo mês do ano tanto a indústria (54,1 pts.) quanto os serviços (54,6 pts.) consolidaram-se em território expansionista. A inflação permaneceu estável em fevereiro e em linha com as expectativas, registrando 4,5% em doze meses. Assim, o Banco Central se reunirá no dia 20 de março e o mercado espera manter o ritmo de cortes de 50 bps, levando a taxa Selic para 10,75%. O mercado continua acreditando que a taxa referencial encerrará o ano em 9,5%. As avaliações continuam a ser negociadas abaixo de sua média de 5 anos (0,5 desvios-padrão, *P/E adiantado*) e as projeções de crescimento dos lucros para este ano foram corrigidas para cima, para uma estimativa de 9,1%. *Com relação aos fluxos*, na semana que terminou em 6 de março, houve uma retomada de entradas líquidas de 0,1% dos AUMs de fundos e ETFs, após várias semanas de saídas. Isso pode estar associado ao fato de ter sido o único país latino-americano no MSCI Emerging Market Index a ter uma ação adicionada a ele com a revisão do índice de fevereiro. No lado político, houve boas notícias no lado fiscal, já que foi alcançado um superávit primário que excedeu as expectativas, principalmente associado a receitas mais altas provenientes dos novos impostos *offshore*, *fundos fechados* (US\$ 825 milhões). Isso exclui uma revisão da meta fiscal em março, um cenário que poderia mudar à medida que novos dados fiscais mostrassem números mais deteriorados. Quanto a outras iniciativas legislativas, é improvável que aquelas de magnitude considerável, como a reforma tributária, sejam aprovadas durante o ano. Isso porque é provável que a agenda seja interrompida no meio do ano em função das eleições presidenciais. Assim, a perspectiva positiva para o Brasil se mantém, e uma diminuição do risco político está se consolidando, o que, juntamente com avaliações descontadas, uma atividade em desaceleração, mas surpreendente, e entradas líquidas de fluxos de investimento, levou à **decisão de manter o *OW* em ações brasileiras**.

No **México**, o PIB de 2023 foi revisado para cima, para 3,2%, mas abaixo da projeção para a economia mexicana feita há alguns meses. No que diz respeito à *dinâmica* econômica, 2024 continuou com mais força no setor não manufatureiro, com o IMEF não manufatureiro acelerando para 52,9 pontos, enquanto o setor manufatureiro caiu para 49,9 pontos. Por outro lado, os números da produção industrial para o primeiro mês do ano mostram uma aceleração, crescendo 2,9% a/a, e deixando para trás a desaceleração mostrada nos dois registros anteriores. Com relação à inflação, em fevereiro ela retomou a convergência e caiu para 4,4% em doze meses, após três meses de movimento ascendente, e o registro subjacente continuou a cair para 4,6% a.a. Isso, juntamente com a mensagem mais *dovish* da desaceleração econômica, levou a um aumento da inflação. Esse fato, juntamente com a mensagem *dovish* do Banxico na última reunião, consolida as expectativas do mercado de que a autoridade monetária começará a cortar suas taxas em março. Essa seria uma das

primeiras ocasiões em que o banco central mexicano se desvincularia do Fed, o que poderia ter um impacto depreciativo sobre o peso mexicano, que tem sido uma das moedas emergentes mais resistentes até agora neste ano. Com relação às avaliações, o mercado acionário mexicano continua a ser negociado com um P/E *adiantado* cerca de 0,5 desvio padrão abaixo de sua média de cinco anos. As estimativas de lucros para este e para o próximo ano foram revisadas para cima e os fluxos líquidos de investimento para ETFs continuam a ser observados nos últimos um e três meses; no entanto, no acumulado do ano, eles estão negativos. No aspecto político, as eleições de junho estão se aproximando, nas quais a composição resultante do congresso será decisiva, cujo cenário básico continua sendo o de que o partido governista não obterá uma maioria qualificada. Enquanto isso, AMLO tentou tirar o foco dos votos e aprovou 20 reformas constitucionais, algumas das quais exercem pressão especial sobre os cofres fiscais. Entre elas está a reforma previdenciária, que promove que os aposentados recebam 100% de seu último salário (em vez dos atuais 55%). Isso tem uma baixa probabilidade de ser aprovado, ao contrário da proposta de que o salário mínimo deve crescer mais do que a inflação, o que também aumentaria as pressões inflacionárias. Somam-se a isso os protestos que eclodiram na primeira semana de março, mesmo que não impliquem em um aumento significativo do ruído político. Assim, apesar da resiliência econômica derivada do *nearshoring*, a volatilidade política antes das eleições começa a aumentar, o mercado de ações perde *impulso* e a moeda pode começar a perder a resiliência que tem mostrado até agora, **reduzindo assim a posição da OW em ações mexicanas**.

No **Chile**, a atividade econômica continuou a apresentar alta volatilidade e em janeiro cresceu 2,5% a/a, depois de cair 1,0% em dezembro. Com esses dados, que surpreenderam o mercado, os analistas revisaram para cima sua projeção de crescimento em 0,1 ponto percentual (pp), para 1,8% em 2024, enquanto em fevereiro esperam outro registro positivo de crescimento de 1,5% em doze meses. A inflação decepcionou em fevereiro e ficou acima das expectativas, acelerando em relação a janeiro para uma taxa de 4,5% em doze meses. O registro não volátil, que orienta o Banco Central, continuou sua trajetória de convergência e ficou em 4,2% a/a. Os dados de fevereiro mostraram que o maior peso dos bens comercializáveis na nova cesta do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) torna a *passagem* da taxa de câmbio para o nível de preços mais acelerada, e a depreciação do peso chileno em fevereiro teve um impacto considerável nesse registro. Assim, o mercado ajustou suas expectativas e projeta que a inflação encerrará o ano em torno de 3,5% em doze meses, afastando-se da meta do Banco Central de 3,0%. Ao mesmo tempo, o consenso dos analistas também espera que o Banco Central diminua o ritmo de cortes na taxa de juros em sua próxima reunião de política monetária e a reduza em 75 bps na reunião de abril, levando-a para 6,5% e colocando-a em 4,5% no final do ano. Com a chegada de março, a agenda legislativa é retomada e o governo declarou que suas prioridades estão concentradas nas reformas previdenciárias e no pacto fiscal, ou reforma tributária. Com relação a este último, há pouca clareza sobre as medidas específicas que os projetos de lei incluirão e, com relação à iniciativa previdenciária, o executivo deu sinais de que está disposto a flexibilizar o uso dos pontos de contribuição adicionais. No aspecto fiscal, o Conselho Fiscal Autônomo alertou mais uma vez sobre a deterioração das contas e sobre como o aumento do nível de despesas comprometidas não está sendo financiado. Com relação às variáveis de mercado, as avaliações do mercado acionário chileno continuam a apresentar um desconto, tanto historicamente quanto em relação aos pares emergentes. Entretanto, não foram observadas entradas líquidas significativas de fluxos de investimento no último mês e fevereiro foi notável por um desempenho positivo do mercado. As estimativas de lucros para este ano apontam para um crescimento de cerca de 5%, deixando para trás os declínios de 2023. Assim, em um contexto de alta volatilidade nos registros de atividade, maior intensidade da agenda política, ritmo mais lento de cortes nas taxas e um fevereiro muito positivo para as ações chilenas, o **OW é reduzido** com convicção na normalização dos lucros e avaliações atraentes.

A atividade econômica na **Colômbia** decepcionou e 2023 fechou com o PIB bem abaixo das expectativas e do ano anterior, crescendo apenas 0,6%. As expectativas em relação aos dados setoriais para o primeiro mês do ano apontam que tanto a produção industrial quanto as vendas no varejo continuarão a se contrair, mas em um ritmo mais lento do que o esperado.

Quanto à inflação, ela continuou a cair em fevereiro e ficou em 7,7% ao ano, enquanto o núcleo da inflação diminuiu mais lentamente para 9,2% em doze meses. Isso, juntamente com a menor atividade econômica, levou o mercado a consolidar a expectativa de um corte de 50 pontos-base na taxa de juros pelo Banco Central da Colômbia para a próxima reunião, o que significaria uma aceleração do ritmo que vem apresentando desde o início do ciclo de queda e que levaria a taxa de juros para 12,25%. Do ponto de vista político, Gustavo Petro continua sendo um dos presidentes mais mal avaliados da região e tem havido problemas contínuos com relação ao financiamento ilegal durante sua campanha. Dessa forma, o descontentamento social continua a aumentar, assim como o ruído político, e a mudança para a direita de parte da população está se materializando. Isso se reflete nos protestos da oposição contra as reformas promovidas pelo governo. Assim, a reforma da previdência, que tem maior chance de ser aprovada, fracassou novamente no segundo debate no Senado porque não atingiu o quórum necessário. Por outro lado, o projeto de lei da saúde deve ser aprovado em dois debates adicionais antes de junho ou será arquivado, o que reduz suas chances de sucesso. Além disso, o risco de não conformidade com a regra fiscal aumenta e o Comitê Autônomo de Regra Fiscal advertiu que é necessário um ajuste adicional. Apesar do elevado ruído político, o mercado acionário colombiano mantém as avaliações mais atraentes da região, negociando quase 1 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos (P/E *fwd.* e Preço/Valor Contábil [P/BV]). Para este ano, espera-se que a contração dos lucros fique em torno de 6%, abaixo do esperado há um e três meses, o que está de acordo com a saída líquida de fluxos de investimento de ETFs do país de 1,0% do AUM no último mês. Assim, apesar das valuations descontadas, o elevado ruído político, juntamente com o fraco *momentum* macroeconômico e o *momentum* negativo das ações, nos levam a **manter uma posição neutra nas ações colombianas**.

No **Peru**, os rumores políticos reapareceram com a chegada de março, principalmente a votação da moção de vacância contra Dina Boluarte apresentada em dezembro do ano passado, que foi rejeitada no Congresso no início do mês. Ainda mais grave foi a renúncia do primeiro-ministro depois que se soube que ele estava envolvido em um contrato e transferência irregulares no setor público. Apesar disso, o restabelecimento do bicameralismo foi aprovado, o que, por sua vez, restaura a reeleição parlamentar. De acordo com o mercado, isso não diminuiria a volatilidade política. Assim, a sétima retirada de fundos de pensão foi adiada e se concretizaria no segundo trimestre. No lado macro, a fraqueza econômica continua e o PIB contraiu 0,6% em 2023. Para janeiro, o mercado espera que a atividade econômica se expanda 1,9% a/a, deixando parcialmente para trás os declínios e se normalizando. A inflação acelerou em fevereiro e ficou em 3,3% a/a, fora do intervalo da meta administrada pelo Banco Central (2% ± 1%), o que levou a autoridade monetária a pausar os cortes da taxa em sua reunião de fevereiro, mantendo-a em 6,25% e decepcionando o mercado que esperava que continuasse com os cortes de 25 bps. e a levasse para 6,0%. Do lado das avaliações, as avaliações estão sendo negociadas em torno da média de 5 anos, enquanto as projeções de lucros apontam para um crescimento de dois dígitos este ano, que é fortemente corrigido para cima, já que a normalização econômica é esperada ao longo de 2024. Assim, apesar das estimativas positivas de lucros e da normalização econômica, as avaliações não são atraentes e o ruído político está aumentando, de modo que **a posição neutra em ações peruanas é mantida**.

Na **Argentina**, a atividade econômica em dezembro confirmou a contração em 2023, e a queda no PIB da Argentina teria sido de 1,6% no ano passado. Uma nova contração de 2,8% é esperada para 2024. Os dados da produção industrial de janeiro continuam a mostrar declínios de dois dígitos, com queda de 12,4% a/a, confirmando o *momento* negativo da atividade, com uma queda adicional no setor de construção. Do lado da inflação, as notícias são mais positivas e, em fevereiro, o registro registrou um aumento mensal de 13,2%, desacelerando em relação ao *pico* registrado em dezembro do ano passado (25,5% MoM). Entretanto, a inflação de doze meses continua a se acelerar e atingiu 276,2%. Antes da publicação dos dados, o Banco Central havia anunciado uma redução da taxa de política monetária (da taxa passiva) para 80% (de 100%) e a eliminação da taxa mínima para colocações a prazo. Isso, em um contexto em que a entidade monetária reconhece que a inflação no varejo está em uma trajetória descendente desde o final de 2023 e que a perspectiva para o

valor subjacente é favorável. Do lado político, o ruído aumentou e fevereiro, juntamente com março até agora, foram marcados por importantes desenvolvimentos. Após discussões entre o governo central e os governadores sobre cortes nas transferências discricionárias, o Presidente Javier Milei anunciou o que é coloquialmente conhecido como Pacto de Maio, que consiste em um pacote de 10 reformas para a nova ordem econômica da Argentina. Entre elas estão a inviolabilidade da propriedade privada e o equilíbrio fiscal. Com isso, as tensões entre a nação e as províncias diminuíram, pelo menos temporariamente. Isso precedeu o anúncio de uma versão reduzida da Lei Omnibus, que incluirá cerca de 200 artigos, aproximadamente um terço da anterior. A intenção é aumentar mais de 1 ponto do PIB e o foco da discussão é se ela incluirá ou não o imposto de renda. Nesse meio tempo, o presidente cancelou o aumento salarial recebido pelo gabinete nacional e por ele próprio e, posteriormente, demitiu seu secretário do trabalho. Por fim, os eventos violentos na cidade de Rosário, associados ao tráfico de drogas, lançaram dúvidas sobre a capacidade do governo de combater esses eventos. Em suma, esses eventos permearam o sentimento do público e o Índice de Confiança do Governo caiu em fevereiro pelo segundo mês consecutivo, mas ainda está em níveis historicamente altos. Embora as avaliações pareçam atraentes e os fluxos líquidos de entrada em ETFs continuem em torno de 6,1% do AUM no último mês, a instabilidade política e a perspectiva macroeconômica negativa nos levam a **manter nosso *underweight* em ações argentinas.**

CHINA: Manutenção da posição neutra

O Congresso Nacional do Povo da China terminou sem o discurso final de Xi Jinping e o discurso do primeiro-ministro, sinalizando uma maior concentração de poder político e uma falta de comunicação. No entanto, foi anunciada a meta de crescimento econômico de 5% para 2024, além da redução do déficit fiscal para 3% do PIB, em comparação com os 3,8% revisados em 2023. Além disso, a emissão de US\$ 139 bilhões em títulos de longo prazo foi anunciada como uma medida de estímulo fiscal, enquanto o setor imobiliário recebeu menos ênfase, deixando claro que aqueles que precisam declarar falência não terão alternativa. Nesse contexto, em fevereiro, os credores do Country Garden solicitaram a liquidação da incorporadora após a inadimplência de um pagamento de US\$ 204 milhões. Por outro lado, a instância consolida o poder de Xi, pois teria votado a favor de mudanças na estrutura do Conselho de Estado. Essas mudanças poderiam alterar as figuras do vice-premiê e do chefe do Banco Popular da China e, embora seu impacto não seja claro, elas dariam aos chefes do Partido Comunista maior poder de supervisão sobre o gabinete.

O mercado acionário chinês é dividido em ações A (*onshore*) e ações H (*offshore*). As ações *onshore* foram adicionadas ao índice MSCI em 2018 e são mais dependentes da economia doméstica, para a qual temos uma perspectiva mais construtiva. Com relação ao estímulo ou reforma do governo, o UBS estima que os fundos apoiados pelo Estado compraram US\$ 57 bilhões em ações A, cujos fluxos impulsionaram o mercado acionário local. Além disso, o primeiro-ministro disse que está procurando limpar as políticas que impedem a concorrência "justa" e derrubar as barreiras explícitas e implícitas à entrada no mercado local. Ao mesmo tempo, ele prometeu reformas fiscais e tributárias para construir um mercado doméstico unificado, enquanto os órgãos reguladores implementarão a eliminação gradual dos fundos *de investimento*, que são acusados de contribuir para a venda maciça de ações chinesas. Embora o maior escrutínio possa diminuir a confiança dos investidores, o pacote de medidas fez com que o mercado acionário doméstico revertesse a tendência de queda e o índice CSI 300 está positivo até agora neste ano, apagando as perdas de janeiro. Por outro lado, em fevereiro ocorreu o Ano Novo Lunar, um feriado bancário caracterizado por um aumento na mobilidade da população chinesa. Dados não oficiais mostram uma recuperação incipiente e o número de turistas ultrapassou os níveis pré-pandêmicos (2019), enquanto os gastos com turismo cresceram cerca de 8% em relação ao ano anterior. Da mesma forma, a atividade de viagens e cassinos apresentou uma melhora. Todos os itens acima estão alinhados com uma eventual melhora nos níveis de confiança do consumidor local (aumento nos últimos dois meses). Isso também tende a impulsionar o mercado *onshore*.

No aspecto geopolítico, as tensões com Taiwan aumentaram em fevereiro, após a morte de dois pescadores que escaparam da guarda costeira taiwanesa. Posteriormente, no Congresso Nacional do Povo da China, Xi reiterou a reunificação de uma nação, mas, diferentemente de outros casos semelhantes, nessa ocasião ele não ratificou "uma reunificação pacífica". Por outro lado, os Estados Unidos pediram a seus aliados que aumentassem as restrições ao acesso tecnológico à China, seja de máquinas e/ou semicondutores. Em resposta, o Ministro das Relações Exteriores, Wan Yi, declarou que as restrições são irracionais, e Pequim está formulando um fundo de US\$ 27 bilhões para desenvolver tecnologia para combater as restrições impostas pelos Estados Unidos.

Com relação à atividade econômica, o PMI do setor industrial do Caixin continuou a se expandir ligeiramente em fevereiro (50,9 pontos), ao contrário do registro oficial, que permanece em contração (49,1 pontos), enquanto o PMI de serviços está em 52,5 pontos (Caixin). Ao mesmo tempo, as exportações cresceram 7% em relação ao mesmo período do ano passado, incluindo janeiro e fevereiro. Em relação à inflação, a inflação acelerou para 0,7% a/a em fevereiro e deixou para trás quatro meses negativos, o que o mercado considerou positivo. Por sua vez, o Banco Popular da China decidiu, em sua reunião de fevereiro, manter a taxa da facilidade de empréstimo de 1 ano em 3,45%, enquanto o corte de 25 bps na taxa de empréstimo de 5 anos para 3,95% foi uma surpresa, sendo o primeiro corte dessa magnitude desde a incorporação do sistema de taxas em 2019.

Com relação às avaliações, no lado das ações H, elas são negociadas com mais de 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos (tanto P/E fwd. quanto P/VL), sendo uma das mais descontadas globalmente. Entretanto, as ações A chinesas são negociadas com um desconto histórico menor, mas abaixo de sua média de cinco anos (P/E fwd.), ainda parecendo atraentes. Por outro lado, foram observadas entradas líquidas de ~5% do AUM do principal ETF de ações da categoria A no último mês. Com relação às projeções de lucros, para este e o próximo ano, elas foram corrigidas para baixo no último mês, mas projeta-se um crescimento de cerca de 14% para ambos os anos. Assim, decidimos **manter nossa posição neutra em ações chinesas, embora com uma perspectiva mais positiva para o mercado local, considerando** as avaliações atraentes, os estímulos fiscais e monetários e os sinais incipientes de recuperação macroeconômica. Entretanto, continuamos cautelosos com relação às ações chinesas *offshore* devido aos altos níveis de desconfiança dos investidores estrangeiros, o que impede o retorno dos fluxos de investimento.

EMERGING ASIA EX CHINA: O *Overweight* permanece

Mantém-se a alta convicção nos mercados emergentes da Ásia ex-China, pois eles contribuem para o *impulso* dos mercados globais e das ações de tecnologia. No lado indiano, a perspectiva macroeconômica continua positiva, e o *overweight* é reduzido antes das eleições. Em Taiwan e na Coreia do Sul, o *ímpeto* econômico está começando a melhorar, ou pelo menos a dar uma pausa nas quedas. Ao mesmo tempo, o comércio exterior está começando a melhorar, apoiando o crescimento econômico.

Foi tomada a decisão de reduzir o *overweight* em ações indianas. Isso se deve principalmente à realização de lucros e à aproximação das eleições gerais, uma vez que o *impulso* econômico é mantido. O PIB do quarto trimestre de 2023 cresceu 8,4% a/a, enquanto o trimestre anterior foi corrigido para 8,1% a/a. Assim, o PIB da Índia cresceu em torno de 7,7% a/a no ano civil de 2023, acima das expectativas do Fundo Monetário Internacional (6,7%). Além disso, a projeção do PIB para o ano fiscal de 2023, que termina em março deste ano, foi revisada para cima, para um crescimento de 7,6% (+0,3 p.p.). Por sua vez, tanto o PMI de manufatura quanto o de serviços estão em território amplamente expansionista, atingindo 56,9 e 60,6 p.p., respectivamente, em fevereiro. A inflação de fevereiro permaneceu em 5,1% em doze meses, dentro do intervalo da meta do Banco Central (entre 2% e 6%) e espera-se que continue com uma tendência de desaceleração. Na última reunião de política monetária, em fevereiro, o Banco Central manteve sua taxa de juros em 6,50% e o mercado

internaliza que os cortes começarão no segundo trimestre. Do lado das avaliações, elas estão sendo negociadas na média de 5 anos (P/E *fwd.*). No lado corporativo, após o relatório de ~99% das empresas na temporada de relatórios corporativos do quarto trimestre de 2023, o crescimento dos lucros e das vendas se destaca. As projeções de crescimento dos lucros são positivas e de dois dígitos tanto para este ano quanto para o próximo, e ambas foram corrigidas para cima nos últimos um e três meses. Com relação ao fluxo, continuam os fluxos líquidos para os ETFs do país como um todo e para o ETF mais representativo no último mês. Do ponto de vista geopolítico, a Índia assina um acordo de livre comércio de 15 anos com a Associação Europeia de Livre Comércio (EFTA), gerando um investimento maciço de US\$ 100 *bilhões* e criando um milhão de empregos. Enquanto isso, o primeiro-ministro Modi visitou o Oriente Médio em fevereiro e está dando continuidade às negociações para o "Corredor Econômico Índia-Oriente Médio-Europa". Além de impulsionar o comércio entre as regiões, ele busca combater a presença da China e a iniciativa *Belt and Road*.

A decisão é manter o *overweight* em ações sul-coreanas. O *impulso* econômico da Coreia do Sul continua e o PMI industrial de fevereiro está em território expansionista, com 50,7 pontos, enquanto as exportações cresceram 4,8% a.a., o quinto mês consecutivo de expansão, e as exportações de semicondutores cresceram 67% a.a., dando continuidade às perspectivas de um novo ciclo de semicondutores que impulsionaria a economia sul-coreana. Ao mesmo tempo, a inflação acelerou mais do que o esperado pelo mercado, registrando 3,1% a.a. em fevereiro, pondo fim à trajetória de desaceleração e escapando da meta do banco central (2%). Embora a autoridade monetária, durante a reunião de fevereiro, tenha mantido a taxa de referência em 3,50%, enfatizando que é muito cedo para iniciar cortes nas taxas em meio a preocupações com a inflação, o mercado espera que os cortes nas taxas possam começar no terceiro trimestre deste ano ou depois que o Fed o fizer. Enquanto isso, as ações coreanas tiveram um retorno de US\$ 7,9% em fevereiro, um mês em que as ações emergentes foram impulsionadas pelo crescimento da China e por um won sul-coreano que se valorizou marginalmente em 0,2% no mesmo período. No lado das ações, as ações foram negociadas abaixo de suas médias históricas, devido a uma correção durante os primeiros dias de março, associada a um aumento nos lucros esperados. No último mês, as entradas líquidas de fluxos de investimento para o ETF mais representativo do país foram de ~4% do AUM. Por fim, as projeções de crescimento dos lucros para 2024 e 2025 estão entre as mais altas da Ásia emergente e cresceriam em dois dígitos, com as projeções para este ano sendo corrigidas para cima durante o último mês.

Do ponto de vista geopolítico, as tensões com a Coreia do Norte aumentaram depois que os Estados Unidos anunciaram exercícios militares em março. Por sua vez, o líder norte-coreano Kim Jong Un afirmou que tem o direito legítimo de destruir a Coreia do Sul. Enquanto isso, internamente, há certa incerteza sobre as eleições parlamentares em maio, bem como protestos de médicos sobre a intenção do governo de aumentar o número de alunos admitidos nas faculdades de medicina, o que, segundo eles, não resolverá o problema de saúde.

As ações de Taiwan permanecem neutras. As ações taiwanesas subiram 4,0% em fevereiro (em dólares), enquanto o dólar taiwanês se desvalorizou 1,0%. A *dinâmica* econômica continua a se deteriorar, com o PMI industrial diminuindo marginalmente em fevereiro e permanecendo em território contracionista (48,6 pontos). Em relação à inflação, a inflação acelerou para 3,1% a/a em fevereiro, de 1,8% em janeiro, afastando-se da meta do banco central (2%) e dificultando a convergência da inflação. Ao mesmo tempo, o banco central não se reúne desde dezembro, quando decidiu manter a taxa de referência em 1,875%. A próxima reunião será realizada em março e o mercado internaliza que os cortes começarão no 2T2024. Em relação às avaliações, as ações de Taiwan parecem caras, sendo negociadas cerca de 1 desvio padrão acima da média de 5 anos do índice P/E *fwd.* *Ao mesmo tempo, estima-se* que o crescimento dos lucros para 2024 e 2025 seja positivo e de dois dígitos, com correção para cima no último mês. Na frente política, as tensões com a China aumentaram no último mês. Em resposta, Pequim aumentou as patrulhas ao redor da ilha e a guarda costeira chinesa

abordou um navio de cruzeiro taiwanês. Por sua vez, uma delegação dos EUA visitou a ilha para oferecer apoio, o que o governo chinês considerou uma interferência, reiterando sua oposição.

A postura neutra em relação à Indonésia é mantida. As ações indonésias ficaram atrás de seus pares asiáticos, com retorno de 2,9% (em dólares) em fevereiro. Enquanto isso, as avaliações parecem atraentes, estando abaixo de sua média histórica (tanto P/E quanto P/VL). *No lado econômico, o impulso* positivo continua e o PMI industrial subiu para 52,7 pontos em fevereiro. A inflação acelerou marginalmente para 2,8% a.a. em fevereiro, dentro do intervalo da meta (2-4%). Durante a reunião de política monetária de fevereiro, foi decidido manter a taxa de referência em 6,0%, para apoiar a moeda e comunicar que não há pressa para iniciar o ciclo de corte de taxas. Do lado político, o resultado não oficial (que poderá ser conhecido em 20 de março) das eleições presidenciais de 14 de fevereiro dá o atual ministro da defesa, Prabowo Subianto, como vencedor. Até o momento, o resultado apresenta riscos de populismo fiscal e nacionalismo econômico, principalmente, além de incerteza devido a conflitos internos do partido. **No lado tailandês, o *underweight* está diminuindo.** O *impulso* econômico continua fraco e o PMI industrial caiu em fevereiro para 45,3 pontos. Com relação aos preços, a inflação continua negativa pelo quinto mês consecutivo (-0,8% no período de 12 meses em fevereiro). Na última reunião de política monetária, foi decidido manter a taxa de referência em 2,5% em fevereiro. As autoridades estão pressionando o banco central a iniciar o ciclo de cortes nas taxas, dada a deterioração econômica. Além disso, a Comissão Eleitoral Nacional solicitará ao Tribunal Constitucional a dissolução do principal partido de oposição. No lado das ações, as ações caíram 0,7% em fevereiro, sendo o único país com retornos negativos de ações na Ásia EM. No entanto, as avaliações das ações estão sendo negociadas abaixo de sua média de 5 anos (P/E *fwd.*) e as projeções de crescimento dos lucros estão fortemente corrigidas para cima, tanto para este ano quanto para o próximo, projetando um crescimento da ordem de 18% para este ano.

EMEA: diminuição do *underweight*

Em relação à região EMEA, fevereiro teve um bom desempenho, impulsionado por países como Turquia, Arábia Saudita e Polônia. A África do Sul ficou para trás, ajudada por uma forte desvalorização do rand. Em março, o *overweight* a esse mercado diminuiu devido a uma perspectiva melhor para a África do Sul. A desvalorização da moeda não deve continuar nesse caminho, e a perspectiva para o ouro, um metal precioso significativamente correlacionado com o mercado de ações e cuja demanda do gigante asiático aumentou significativamente, está melhorando.

A Eskom, empresa estatal de eletricidade da **África do Sul**, não conseguiu concretizar a venda da Eskom Finance Company, o que resultará em receitas estatais menores. De acordo com o orçamento revisado do tesouro, a Eskom receberá ZAR 76 bilhões do governo, ZAR 2 bilhões a menos do que o projetado. Com relação aos cortes de energia, o ministro da eletricidade anunciou que seriam acrescentados mais 6.000 megawatts ao fornecimento de eletricidade, embora não tenha dito a partir de quando isso seria feito. Por outro lado, e devido ao fracasso da Eskom em resolver os cortes de energia, a Hohm Energy, uma *startup* de energia solar, levantou US\$ 8 milhões em sua rodada de financiamento inicial. A *dinâmica* econômica melhora ligeiramente e o PMI industrial de fevereiro passa para território expansionista (50,8 pontos), enquanto o PIB do 4º trimestre de 2023 cresceu 0,1% em relação ao trimestre anterior, após uma contração de 0,2% no trimestre anterior, evitando uma recessão técnica, enquanto o déficit em conta corrente como porcentagem do PIB aumentou para 2,3% no mesmo período. Quanto à inflação, ela permanece dentro do intervalo da meta (3,0% a 6,0%), com 5,3% ao ano em janeiro, enquanto o núcleo da inflação acelerou marginalmente para 4,6% (4,5% em dezembro). Essa economia é uma importadora líquida de petróleo e gás, o que a torna suscetível a pressões inflacionárias e à deterioração dos termos de troca diante de eventuais aumentos de preços, como foi observado até agora neste ano com o preço do petróleo. Durante a última reunião de política monetária, o Banco Central decidiu manter a taxa em 8,25%, enquanto o mercado internaliza que os cortes na taxa de referência começarão no segundo trimestre, com um corte

inicial de 25 bps, caindo para 8%. Do lado político, as eleições são o principal foco de monitoramento, pois foram definidas como as mais "próximas". A desaceleração econômica aumentou a incerteza e diminuiu o apoio ao partido no poder. Com relação às avaliações, as ações estão sendo negociadas em torno de sua média de 5 anos (*P/E fwd.*), enquanto as projeções de crescimento dos lucros para 2024 e 2025 são positivas e de dois dígitos; no entanto, durante o último mês, elas foram corrigidas para baixo para este ano. Apesar desse cenário de incerteza política, preocupações fiscais, problemas contínuos de energia e valuations apertados, **foi tomada a decisão de reduzir o UW para as ações sul-africanas** após a melhora das condições econômicas e o controle da inflação.

Decidiu-se levar as ações turcas para a UW. O impulso econômico continua fraco. O PMI industrial de fevereiro melhorou e, pela primeira vez em 8 meses, está acima de 50 pts. No entanto, a inflação atingiu um nível não visto desde novembro de 2022 e acelerou para 67% a/a em fevereiro, de 65% em janeiro, acima do esperado, enquanto o núcleo da medida também ficou acima das expectativas do mercado (73% vs. 73%E). Em sua reunião de política de fevereiro, o banco central decidiu manter a taxa de referência em 45,0%, informando que os indicadores recentes sugerem que a demanda doméstica está se moderando, embora a rigidez da inflação de serviços, o risco geopolítico e os preços dos alimentos mantenham as pressões inflacionárias. A declaração também dizia que, se necessário, a taxa de juros poderia ser aumentada novamente. No lado político, o presidente Recep Tayyip Erdogan se reuniu com o presidente da Autoridade Palestina, Mahmoud Abbas, para discutir e interromper a chamada "agressão israelense brutal e a guerra genocida" da Autoridade Palestina. Enquanto isso, Erdogan alertou sobre as terríveis consequências para Israel caso ele bloqueie locais sagrados no mês do Ramadã. Por outro lado, o ministro das relações exteriores turco busca laços militares mais estreitos com os Estados Unidos, embora Erdogan esteja interessado em manter relações com a Rússia. As ações turcas tiveram um retorno de USD 5,0% em fevereiro, mas a lira turca se desvalorizou 1,7%. As eleições locais serão realizadas em março, aumentando ainda mais a incerteza, pois podem determinar o apoio do presidente. Historicamente, a lira turca tem se desvalorizado após as eleições, acrescentando outro elemento de incerteza e risco. Quanto às avaliações, elas estão sendo negociadas abaixo de suas médias de 5 anos (*P/E fwd.*). Por outro lado, as projeções de crescimento dos lucros são positivas e de dois dígitos para 2024 e 2025, e foram corrigidas para cima durante o último mês, ao mesmo tempo em que houve saídas líquidas de fluxos de investimento em fevereiro dos ETFs do país como um todo. **A decisão de levar as ações turcas para o UW é, portanto, tomada** devido à incerteza política em torno das eleições locais, o que poderia levar a uma possível depreciação da moeda, enquanto a deterioração econômica e os fluxos de saída continuam.

As demais economias da Europa emergente (Polônia e Grécia) foram mantidas neutras. A *dinâmica* econômica está divergindo; o PMI industrial da Polônia permanece em território contracionista e o da Grécia está em território expansionista e melhorando. Entretanto, ambos têm fatores qualitativos menos favoráveis. Na Grécia, os agricultores continuam a protestar por mais apoio fiscal diante do aumento dos custos e das novas regulamentações da UE em seu acordo verde. Enquanto isso, a Polônia está se preparando na fronteira por causa do avanço da Rússia em sua guerra com a Ucrânia, enviando um pedido ao presidente Biden para aumentar as tropas dos EUA na fronteira ucraniana. Apesar das avaliações com desconto, o ruído político nos leva a permanecer cautelosos em relação a esses mercados acionários.

O PMI do setor industrial da **Arábia Saudita** melhorou em fevereiro e está em território amplamente expansionista (57,2 pts.). O índice de preços ao consumidor continua sem pressões inflacionárias, registrando 1,6% a/a em janeiro. Ao mesmo tempo, o Banco Central tem mantido sua taxa de referência em 6,0% desde julho do ano passado, e o mercado espera que ele comece a cortá-la entre junho e julho, em linha com o Fed, devido à taxa de câmbio fixa. Quanto às avaliações, as ações estão sendo negociadas abaixo de suas médias de cinco anos (*P/E fwd.*) e as projeções de crescimento dos lucros são positivas e de dois dígitos para este e o próximo ano, ambas corrigidas para baixo no último mês. Com relação aos fluxos de investimento, foram observadas saídas líquidas no último mês nos ETFs do país como um todo. Essa economia

altamente dependente do petróleo implementou cortes voluntários na produção de 1 milhão de barris por dia em 2023 para manter os preços do petróleo em um patamar mínimo. No comunicado de março, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo comunicou a extensão dos cortes na produção de petróleo até o segundo trimestre deste ano. Da mesma forma, a Arábia estendeu seu corte voluntário de produção de 1 milhão de barris por dia até o segundo semestre do ano. A Saudi Aramco, empresa estatal de petróleo do país, anunciou que havia abandonado o projeto de expandir sua capacidade máxima de produção para 13 milhões de barris por dia, de modo que a produção permanecerá em 12 milhões de barris por dia. Até o momento, o preço do petróleo Brent neste ano subiu 6,9%, recuperando a queda dos últimos meses do ano passado. Do ponto de vista geopolítico, a Arábia Saudita, juntamente com os Emirados Árabes Unidos, condenou os ataques israelenses na Faixa de Gaza. Em um contexto de resiliência econômica e baixas pressões inflacionárias, mas de tensões geopolíticas e fluxos de saída, decidiu-se **manter a posição neutra em ações sauditas**.

RENDA FIXA

TREASURIES DOS EUA: o overweight em títulos do tesouro de 5 anos e o underweight em títulos do tesouro de 10 anos foram neutralizados, enquanto o neutral em títulos do tesouro de 30 anos e TIPS foi mantido.

Embora o final de 2023 e o início de 2024 tenham sido caracterizados pela resiliência da economia dos EUA, juntamente com a consolidação do cenário de *aterrissagem suave* nos mercados, com a chegada de fevereiro, a inflação voltou a ocupar o centro do palco e lançou dúvidas sobre a trajetória de convergência esperada, mostrando que essa *"última milha"* da inflação em direção à meta levaria mais tempo do que o estimado anteriormente. Assim, o mercado continuou a moderar suas expectativas de cortes nas taxas este ano para entre 3 e 4 cortes, alinhando-se com os 3 cortes atualmente esperados pelo Fed e adiando o início desses cortes para a reunião de junho ou julho. Por outro lado, nos dados econômicos mais recentes, a força da economia dos EUA continua e, apesar de o último relatório de emprego ter fornecido sinais mais mistos, o mercado de trabalho permanece em níveis de pleno emprego, com a criação de empregos em fevereiro novamente superando as expectativas e a taxa de desemprego permanecendo abaixo de 4%. Ao mesmo tempo, o mercado ajustou suas expectativas de crescimento para este ano para cima, de 1,5% para 2,1%. Quanto aos dados de inflação, que foram o foco das atenções no mês passado, o IPC *básico* de fevereiro surpreendeu positivamente ao acelerar para 3,2% em doze meses, enquanto o núcleo da medida caiu menos do que o esperado para 3,8% em relação ao ano anterior, de modo que a inflação está acima das expectativas. Essas surpresas inflacionárias são explicadas principalmente pela persistência do setor de serviços, em que o componente de habitação é um dos principais contribuintes para os aumentos mensais, e é também por isso que o PCE - em que o componente de habitação tem um peso menor - caiu para 2,4% em janeiro, em linha com as expectativas. Em fevereiro, observamos aumentos ao longo da curva, explicados principalmente pela correção das expectativas do mercado e pelas surpresas da inflação, depois, no início de março, as taxas foram ajustadas para baixo após os dados de inflação PCE em linha e comentários mais *dovish* de alguns membros do Fed e, finalmente, nesta semana, com a nova surpresa no IPC, as taxas voltaram a subir. Assim, a taxa do título do tesouro de 10 anos chega a 4,18%, enquanto a taxa de 2 anos chega a 4,61%, aprofundando a inversão da curva. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimento dos títulos do Tesouro - permaneceu estável em 101 pontos, historicamente alto, mas moderado em relação aos níveis de 2023. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, aumentaram no mês passado e atingiram 2,79% e 2,30%, respectivamente. Esse movimento ocorreu principalmente nos *breakevens* de duração mais curta, incorporando as surpresas de inflação de janeiro e fevereiro e a expectativa de queda mais lenta da inflação no curto prazo. Entretanto, os *breakevens* de duração mais longa não sofreram grandes movimentos, de modo que as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas na meta do Fed (2%). Assim, apesar das quedas das taxas nos últimos dias e do fato de o mercado estar agora mais alinhado com o Fed, no curto prazo, vemos espaço para uma correção para cima nas taxas, considerando o aumento dos riscos inflacionários e a

divulgação do *dot-plot* de março na próxima reunião do Fed, em que acreditamos ser provável uma mudança nas expectativas de política monetária do comitê para um ciclo de aperto menos agressivo. Em um horizonte de tempo mais longo, embora os cortes comecem este ano, ainda há incerteza quanto à política fiscal dos EUA e aos riscos de longo prazo envolvidos. Com base no exposto, mantemos uma **visão neutra em relação à duração, juntamente com uma posição neutra em títulos do Tesouro de todas as durações e TIPS, aproveitando o UW tático em títulos do Tesouro de 10 anos, já que vemos menos dispersão entre as expectativas.**

INVESTMENT GRADE GLOBAL: permanece neutro

Do lado da dívida dos países desenvolvidos, duas tendências elevaram as taxas dos países desenvolvidos no mês passado. A primeira foram as surpresas inflacionárias nos dados de janeiro, que lançaram dúvidas sobre a trajetória do processo de desinflação, mostrando uma inflação mais persistente, especialmente no componente de serviços. A segunda tendência, relacionada à primeira, foi o ajuste para baixo das expectativas de corte das taxas pelo mercado, em linha com a mensagem *hawkish* dos bancos centrais desenvolvidos e a perspectiva de uma inflação mais lenta. Assim, durante a maior parte do mês de fevereiro, as taxas se ajustaram para cima com o mercado moderando suas expectativas de cortes nas taxas e quedas no nível de preços; no entanto, com a chegada de março, as taxas caíram novamente com novos dados de inflação mais neutros e comentários *dovish* de alguns membros do Fed. Em relação à política monetária, vemos o Federal Reserve Bank e o Banco Central Europeu realinhando suas mensagens, destacando sua abordagem de dependência de dados e mencionando que precisam de mais confiança de que a inflação está se encaminhando para a meta de 2% antes de iniciar o ciclo de corte de taxas, mas reconhecendo de certa forma que os cortes começariam este ano. Quanto ao cenário econômico, as duas economias continuam a divergir acentuadamente, nos EUA: o mercado de trabalho continua forte e o consumo ainda mostra sinais de resistência ao aperto monetário. Na Europa, por outro lado, o mercado de trabalho está começando a mostrar sinais de fraqueza em face do aperto monetário e a atividade econômica continua a se deteriorar. Entretanto, apesar dessas divergências em alguns indicadores, ambas as economias enfrentam problemas semelhantes no que diz respeito à inflação, já que essa "última milha" da inflação em direção à meta parece levar mais tempo do que o estimado anteriormente, de modo que o mercado alinha suas expectativas para ambos os bancos centrais e espera um início do ciclo de aperto nas reuniões de junho/julho. Quanto ao *grau de investimento*, depois de um fevereiro ruim, quando as taxas subiram e os spreads das classes de ativos aumentaram, no início de março as taxas estão caindo novamente, impulsionando os retornos dos produtos de duração mais longa. Embora a classe de ativos continue sendo uma alternativa atraente do ponto de vista do risco-retorno, a consolidação do cenário de *aterrissagem suave* da economia dos EUA como cenário básico levou os *spreads* a níveis pouco atraentes, enquanto as preocupações crescentes com os dados inflacionários mais recentes estão elevando as taxas e tornando a duração da classe de ativos menos atraente no médio e curto prazo. Como **resultado, o *Global Investment Grade Neutral* é mantido.**

GLOBAL HIGH YIELD: Manutenção da neutralidade

No lado do *alto rendimento*, a classe de ativos continua a mostrar resistência aos movimentos das taxas e, em fevereiro, *superou* o restante da dívida desenvolvida, devido à duração mais curta da classe de ativos e aos níveis de *spread* que permanecem baixos. Dessa forma, o *alto rendimento* continua a ser favorecido por uma melhora nas perspectivas econômicas dos EUA, com o cenário de *pouso suave* se consolidando como cenário base. Por outro lado, a classe de ativos continua a oferecer um nível de *rendimento* relativamente alto, de 7,7%, ao custo de uma qualidade mais baixa; no entanto, por enquanto, a força do mercado de trabalho, que permanece em níveis de pleno emprego, e o crescimento econômico acima das expectativas contribuíram para manter os *spreads* comprimidos. Dado o exposto, apesar da excelente proteção que a classe de ativos tem proporcionado contra os movimentos das taxas, com o cenário de *pouso suave* já incorporado pelo mercado, acreditamos que há pouco espaço para uma maior compressão dos *spreads*, tornando

a classe de ativos menos atraente em um ambiente em que os riscos geopolíticos ainda estão presentes. Com base no exposto, mantemos **nossa posição neutra em relação ao Global HY**.

DÍVIDA EMERGENTE: Neutro em títulos soberanos IG, enquanto UW em títulos soberanos HY e OW em títulos corporativos HY e IG são moderados. Neutro em relação aos mercados locais.

Com relação à dívida dos mercados emergentes, a classe de ativos continua a apresentar desempenho *superior* em relação à dívida dos países desenvolvidos e, em fevereiro, a renda fixa dos mercados emergentes acumulou um desempenho positivo, em um mês em que as taxas dos países desenvolvidos subiram. Esse desempenho superior foi impulsionado principalmente pela dissociação das taxas locais das taxas de *tesouraria*, com vários bancos centrais emergentes dando continuidade a um ciclo de cortes nas taxas de juros, enquanto os países desenvolvidos adiaram o início do ciclo. Outro fator relevante foi a recuperação da China nos últimos meses; embora as medidas do governo ainda não tenham conseguido reativar a economia de forma significativa, a melhora no cenário geral e os aumentos no mercado de ações impulsionaram a recuperação das *commodities*, beneficiando os países emergentes. Nesse cenário, mantemos uma perspectiva positiva para a renda fixa emergente; a dívida emergente continua atraente não apenas por causa dos altos *rendimentos* em relação ao mundo desenvolvido, mas também por causa do potencial de valorização dos preços dos títulos à medida que as taxas caem, as pressões externas diminuem e a inflação continua a desacelerar. Com relação à dívida soberana emergente, em fevereiro a classe de ativos superou o desempenho da dívida corporativa. Esse *desempenho superior* é explicado principalmente pelas grandes compressões de *spread* no segmento de *alto rendimento*, juntamente com a dissociação da renda fixa emergente das quedas da dívida desenvolvida. Entretanto, apesar do alto *rendimento* e das avaliações mais atraentes em termos de *spread*, a alta duração e a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos nos levam a permanecer cautelosos, considerando os níveis de incerteza geopolítica, mantendo a preferência por outras opções que envolvam menos riscos. Quanto à dívida corporativa emergente, mantemos nossa preferência tanto pelo *High Yield* quanto pelo *Investment Grade*, especialmente na América Latina, dada a menor exposição da região a conflitos geopolíticos, a boa saúde corporativa das empresas com baixos níveis de alavancagem e os bancos centrais em um ciclo expansivo de aperto monetário.

No lado do *High Yield*, essa continua sendo a classe de ativos de renda fixa com melhor desempenho até o momento este ano, tanto para a dívida emergente quanto para a desenvolvida. A classe de ativos continua a oferecer um *rendimento* alto de 8,7% em relação ao mundo desenvolvido, incorporando um risco de crédito mais alto; no entanto, os riscos permanecem limitados com as expectativas de inadimplência para 2024 em 4%, bem abaixo dos 8,7% de 2023. Quanto aos *spreads*, embora pareçam baixos em comparação com sua média histórica, eles estão alinhados com os movimentos globais e com a melhoria das perspectivas para o cenário econômico mundial e, portanto, após uma correção no início de março, eles têm espaço para manter seus níveis atuais. O *Investment Grade*, por outro lado, continua sendo uma opção atraente do ponto de vista de risco-retorno, oferecendo um *rendimento* de 5,6%, maior proteção contra eventos de risco devido à sua maior qualidade de crédito e uma duração mais longa que beneficiaria a classe de ativos à medida que os bancos centrais emergentes continuassem com o ciclo de corte de taxas e os desenvolvidos se aproximassem do início. Com relação aos *mercados locais*, o dólar recuperou terreno em fevereiro, impulsionado pelo ajuste do mercado à expectativa de um ciclo de corte de taxas menos agressivo e mais tardio do que o esperado anteriormente. Assim, a moeda norte-americana se valorizou 0,9% (DXY) em fevereiro, enquanto o restante das moedas das economias desenvolvidas e emergentes perdeu valor ao longo do mês. Entretanto, com esse último ajuste, as expectativas do mercado estão muito mais alinhadas com o Fed, o que daria às moedas emergentes espaço para se valorizarem, como observamos nos primeiros dias de março. Entretanto, essa tendência pode terminar com a reunião de março do Fed se a entidade monetária projetar um caminho mais *hawkish* para sua política monetária. De acordo com o exposto acima, a

neutralidade em relação aos títulos soberanos IG é mantida, enquanto a UW em títulos soberanos HY e a OW em títulos corporativos HY e IG são moderadas. Neutro em relação aos *mercados locais*.

EXPOSIÇÃO CAMBIAL: MARÇO DE 2024

Moedas	Bench.	Fevereiro	Março	OW/UW	Câmbio
USD	55.1%	59.6%	56.3%	OW 1.2%	-3.3%
EUR	7.4%	5.2%	5.8%	UW -1.7%	0.6%
GBP	1.5%	1.1%	1.2%	UW -0.3%	0.1%
JPY	2.5%	2.9%	2.5%	N	-0.5%
GEMs	33.6%	31.2%	34.3%	OW 0.7%	3.1%
	100.0%	100.0%	100.0%		

O resultado da alocação da TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições compradas e/ou vendidas. Nenhuma posição ativa foi assumida neste mês.

RESULTADOS TAACO GLOBAL | FEVEREIRO DE 2024

Categoria de atividade / Região	Benchmark	Compass	Acima/Abaixo	Índices de rentabilidade mensal	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Referência	Compass	Diferença	Seleção
Ações	50%	45%	-5%	4.2%	2.1%	1.9%	-12.0	0.8
Renda Fixa	50%	45%	-5%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	12.0	0.0
Caixa	0%	10%	10%	0.4%	0.0%	0.0%	-13.6	
Ouro	0%	0%	0%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0	
Hedge						0.0%	0.0	
Portfólio					1.78%	1.65%	-13.6	0.8
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								-12.7
Europa, exceto Reino Unido	13.5%	11.5%	-2.0%	1.9%	0.26%	0.22%	4.5	
Europa Small Cap ex Reino L	1.3%	0.0%	-1.3%	0.2%	0.00%	0.00%	5.1	
REINO UNIDO	2.9%	2.4%	-0.5%	0.0%	0.00%	0.00%	2.1	
Crescimento de grandes cap	15.8%	15.8%	0.0%	7.1%	1.12%	1.12%	0.0	
Valor Large Cap dos EUA	14.0%	14.0%	0.0%	3.2%	0.45%	0.45%	0.0	
Pequenas empresas dos EUA	3.6%	3.6%	0.0%	5.3%	0.19%	0.19%	0.0	
Japão	4.9%	6.5%	1.6%	3.0%	0.15%	0.19%	-1.9	
Desenvolvidos	56.0%	53.8%	-2.2%	3.9%	2.17%	2.18%	9.7	
América Latina	4.1%	7.1%	3.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	-13.0	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
China	12.7%	12.7%	0.0%	8.4%	1.07%	1.07%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	4.6%	0.73%	0.77%	0.5	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	2.8%	0.11%	0.11%	0.0	
EM Europa e Oriente Médio	6.9%	5.1%	-1.8%	1.6%	0.11%	0.08%	4.7	
Emergentes	44.0%	46.2%	2.2%	4.6%	2.01%	2.02%	-7.9	
Ações					4.18%	4.19%	1.9	
Títulos do Tesouro 5Y	6.0%	6.7%	0.7%	-1.4%	-0.09%	-0.10%	-0.6	
Títulos do Tesouro 10Y	11.5%	10.0%	-1.5%	-2.1%	-0.24%	-0.21%	2.2	
Títulos do Tesouro 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-2.2%	-0.14%	-0.14%	0.0	
Dicas dos EUA	2.8%	2.8%	0.0%	-1.1%	-0.03%	-0.03%	0.0	
IG corporativo global	26.5%	26.5%	0.0%	-1.3%	-0.35%	-0.35%	0.0	
HY corporativo global	4.3%	4.3%	0.0%	0.3%	0.01%	0.01%	0.0	
Dívida dos Desenvolvidos	57.7%	56.9%	-0.8%	-1.5%	-0.84%	-0.82%	1.6	
EM Soberano IG	5.0%	5.0%	0.0%	-0.6%	-0.03%	-0.03%	0.0	
EM Soberano HY	5.5%	4.0%	-1.5%	2.5%	0.14%	0.10%	-4.7	
EM Corporativo IG	3.6%	5.0%	1.4%	0.0%	0.00%	0.00%	0.9	
EM Corporativo HY	5.0%	5.9%	0.9%	1.8%	0.09%	0.11%	2.2	
Mercados locais EM	23.2%	23.2%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
Emergentes	42.3%	43.1%	0.8%	0.5%	0.21%	0.19%	-1.6	
Renda fixa					-0.62%	-0.62%	0.0	

*Anualizado ** Desde 2001

Dados em 29 de fevereiro de 2024

Em fevereiro, a alocação em ações e títulos permaneceu *underweight*, com uma alocação de 10% em dinheiro. No final do mês, o portfólio do TAACo Global teve um ganho de 1,7%, 13 bps abaixo do *benchmark*, principalmente devido à posição vendida em ações e comprada em dinheiro.

A alta das ações continuou em fevereiro. No nível da *análise de atribuição*, (i) a **alocação de ativos** gerou perdas, principalmente com a posição comprada em dinheiro e vendida em ações; (ii) a **seleção de instrumentos** foi positiva na margem: a Europa e a EMEA vendidas geraram ganhos, mas foram subtraídas por perdas na LatAm OW. Em títulos, nos

beneficiamos da posição vendida em títulos do *tesouro* de 10 anos e da posição comprada em CEMBI IG e HY. O EMBI HY foi prejudicado.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início**	
TAACo	1.6%	4.7%	0.7%	10.3%	0.1%	3.8%	3.6%	5.0%	10.4%
Benchmark	1.8%	4.9%	0.7%	10.7%	-1.3%	3.0%	2.9%	3.7%	10.2%
Perf. inferior/superior (bps)	-13	-14	-0	-41	140	77	74	131	
Ações	4.2%	7.2%	2.6%	15.8%	1.2%	5.7%	4.8%	3.8%	15.2%
Benchmark	4.2%	7.1%	2.6%	15.9%	1.0%	5.7%	4.6%	3.3%	15.1%
Europa, exceto Reino Unido	1.9%	7.3%	2.1%	12.2%	3.4%	6.0%	2.4%	3.0%	20.0%
Europa Small Cap ex Reino Ur	0.2%	5.1%	-2.5%	0.7%	-3.5%	4.4%	3.2%	6.9%	23.9%
REINO UNIDO	0.0%	3.1%	-1.3%	5.3%	7.1%	4.3%	2.2%	4.2%	19.5%
Crescimento de grandes capit	7.1%	14.1%	10.2%	50.8%	12.3%	19.7%	16.2%	--	21.5%
Valor Large Cap dos EUA	3.2%	9.4%	4.2%	13.4%	9.2%	8.5%	8.2%	--	16.7%
Pequenas empresas dos EUA	5.3%	13.2%	1.7%	10.5%	2.1%	8.5%	8.2%	9.1%	23.7%
Japao	3.0%	12.3%	7.7%	24.3%	0.9%	5.1%	4.2%	2.1%	15.8%
Desenvolvidos	4.2%	10.7%	5.5%	25.0%	8.6%	11.7%	9.1%	6.8%	19.2%
America Latina	-0.2%	2.9%	-5.0%	21.5%	11.7%	2.5%	2.4%	8.1%	30.8%
LatAm Small Cap	0.0%	2.2%	-5.8%	19.8%	2.6%	-0.8%	-1.8%	6.3%	33.6%
China	8.4%	-5.4%	-3.1%	-14.1%	-20.9%	-6.1%	1.0%	6.6%	26.8%
EM Asia ex China	4.6%	8.7%	2.1%	21.5%	1.5%	9.1%	6.9%	--	20.2%
EM Asia Small Cap	2.8%	4.7%	0.6%	20.4%	3.2%	9.4%	6.2%	9.2%	19.9%
EM Europa e Oriente Médio	1.6%	5.3%	0.5%	7.6%	-6.7%	-4.7%	-4.3%	2.3%	20.3%
Emergentes	4.8%	3.8%	-0.1%	6.1%	-6.5%	1.8%	3.1%	7.6%	19.2%
Renda Fixa	-0.6%	2.6%	-1.2%	5.4%	-3.3%	0.4%	1.2%	4.1%	6.5%
Benchmark	-0.6%	2.6%	-1.2%	5.5%	-3.7%	0.0%	0.8%	3.5%	6.5%
Títulos do Tesouro 5Y	-1.4%	1.1%	-1.2%	3.0%	-2.9%	0.3%	0.8%	3.1%	4.8%
Títulos do Tesouro 10Y	-2.1%	1.7%	-2.2%	0.7%	-5.2%	-0.5%	0.7%	3.3%	8.4%
Títulos do Tesouro 30Y	-2.2%	3.5%	-4.4%	-4.5%	-11.3%	-3.1%	0.6%	4.1%	17.4%
Dícas dos EUA	-1.1%	1.8%	-0.9%	2.5%	-0.9%	2.7%	2.1%	4.3%	6.2%
IG corporativo global	-1.3%	2.3%	-1.9%	6.8%	-3.8%	0.9%	1.3%	4.3%	9.0%
HY corporativo global	0.3%	4.1%	0.3%	11.2%	0.2%	3.3%	3.4%	6.8%	10.0%
Dívida dos Desenvolvidos [1]	-1.4%	2.3%	-2.0%	4.2%	-4.5%	-0.2%			
EM Soberano IG	-0.6%	2.7%	-2.0%	4.5%	-4.0%	0.6%	2.4%	5.7%	9.8%
EM Soberano HY	2.5%	6.6%	1.6%	15.7%	0.8%	0.9%	2.9%	7.4%	14.5%
EM Corporativo IG	0.0%	3.1%	0.2%	6.5%	-2.3%	1.6%	2.6%	--	6.5%
EM Corporativo HY	1.8%	6.2%	3.3%	8.3%	-2.2%	1.9%	4.0%	--	10.8%
Mercados locais EM	0.1%	1.5%	-0.8%	5.9%	-1.2%	0.7%	0.4%	--	10.0%
Dívida dos Emergentes [1]	0.4%	2.9%	-0.1%	6.8%	-1.9%	0.9%			
Caixa	0.4%	1.3%	0.9%	5.3%	2.5%	2.0%	1.3%	1.5%	0.6%
Ouro	-0.3%	0.6%	-1.5%	12.2%	5.5%	9.2%	4.4%	9.4%	14.4%

* Anualizado ** Desde abril de 2001

[1] Considera índices de elaboração própria

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe usando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que elas serão realizadas. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Compass, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações aqui contidas. A Compass, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários ou transações de mercado, orais ou escritos, que reflatam uma visão diferente da expressa neste relatório.