

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	Mar	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	1.6%	2.4%	2.4%	9.2%	0.6%	3.9%	3.7%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.7%	2.4%	2.4%	9.7%	-0.6%	3.2%	2.9%	3.8%	10.2%
Desempenho inferior/superior	-5	-6	-6	-50	120	76	73	130	
Ações	2.5%	5.1%	5.1%	15.6%	1.5%	6.1%	4.9%	3.8%	15.2%
Benchmark	2.5%	5.2%	5.2%	15.8%	1.4%	6.1%	4.8%	3.4%	15.1%
Renda Fixa	0.8%	-0.4%	-0.4%	3.5%	-2.5%	0.4%	1.2%	4.1%	6.5%
Benchmark	0.8%	-0.4%	-0.4%	3.7%	-2.9%	0.0%	0.8%	3.5%	6.5%
Caixa	0.5%	1.3%	1.3%	5.3%	2.6%	2.0%	1.4%	1.5%	0.6%
Ouro	8.1%	6.5%	6.5%	11.9%	9.4%	11.3%	5.5%	9.7%	14.7%

Resultados em 31 de março de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

Long, long, long¹

Março deste ano marcou o melhor primeiro trimestre para ativos de risco desde 2019. No acumulado do ano, as ações globais subiram cerca de 7% e o S&P 500 subiu mais de 8%. As ações de mercados desenvolvidos, lideradas pelas ações dos EUA, lideraram os ganhos, enquanto as ações de mercados emergentes ficaram para trás, principalmente devido à América Latina, onde as ações brasileiras foram as principais detratoras, principalmente devido a empresas que têm um peso significativo no índice e que devem ser pontuais e não gerar ruído daqui para frente.

No mês, o posicionamento por classe de ativos permaneceu inalterado em relação ao passado, com uma postura neutra em ações, underweight em renda fixa e overweight em caixa.

Meses de forte *impulso* levam a uma avaliação de quão vulneráveis são os mercados acionários a uma correção. Certos fatores podem levar a isso: estamos em uma fase de desaceleração do ciclo econômico, a inflação se mostrou mais resistente ao declínio, apesar da política monetária contracionista e da retirada do estímulo, portanto, as taxas de juros caíram menos e mais tarde do que o esperado, os aumentos das ações até agora neste ano foram significativos e os valuations em certas subclasses de ações parecem relativamente altas.

" Good news is Good news "

Por outro lado, no entanto, a desaceleração nos EUA está se revelando branda e a economia está mostrando sinais de robustez, com até mesmo um cenário de reacceleração econômica começando a surgir. Estima-se que o PIB cresça 2,2% este ano, o que tem sido persistentemente corrigido para cima a partir de 1,4% no final de 2023. Portanto, boas notícias são boas notícias, e essa perspectiva favorável apoia o mercado de ações.

Esse também é o caso dos fundamentos, resultados e perspectivas do setor corporativo. Embora certos valuations pareçam caros, elas não estão em níveis de bolha, nem há uma euforia no estilo da bolha *das empresas dotcom*, quando os balanços e os lucros não justificavam os preços muito altos das ações.

Por fim, embora ainda não sejam consistentes, há sinais incipientes de recuperação na economia chinesa. Tanto o setor industrial quanto o de serviços estão entrando em território

¹ Canção de The Beatles, 1968

ÍNDICE

Long, long, long 1

Alocação de ativos.....3

Resultados globais do TAACo Abril de 2024 19

Desempenho histórico 20

A recuperação das ações se estende pelo quinto mês

Temores de correção compensados pela notável resistência econômica dos EUA.

Nos EUA, os fundamentos econômicos e corporativos dão suporte às ações

Os valuations aumentam, mas não nos níveis das bolhas do passado

Sinais incipientes de recuperação na China

expansionista, o que tem permeado seus parceiros comerciais e os preços *das commodities*. Além disso, Xi Jinping demonstrou sinais de pragmatismo político e restabeleceu a comunicação com os EUA em duas ocasiões no último mês; ele falará por telefone com Joe Biden a cada três meses e recebeu Janet Yellen, a Secretária do Tesouro dos EUA.

No lado da renda fixa, a atividade mais forte do que o esperado, a inflação "persistente" e a alta oferta devido à necessidade de financiar o déficit fiscal têm corrigido as expectativas de taxas de juros mais baixas nos EUA. Isso levou a recentes aumentos nas taxas e, atualmente, o mercado espera que a taxa de juros de referência dos EUA caia menos de 3 vezes até o final do ano. A volatilidade continua alta no mercado de renda fixa e os movimentos são rápidos e acentuados, como visto recentemente quando a taxa dos títulos do Tesouro de 10 anos passou de 4,20% ao ano para 4,50% entre o final de março e a primeira semana de abril.

Enquanto os dados positivos de atividade não impulsionarem uma recuperação significativa da inflação, o cenário *goldilocks* (crescimento e inflação sob controle) poderá se consolidar, sem a necessidade de cortes tão rápidos ou acentuados nas taxas de juros. Portanto, é fundamental monitorar os componentes dos dados relacionados à inflação, que serão decisivos para as tendências do mercado no futuro.

Entretanto, considerando o exposto acima, a renda fixa continua muito vulnerável devido à sua alta volatilidade. Portanto, a renda fixa em *caixa* ou o *Money market*, que ainda rende mais de 5% ao ano, continua sendo uma classe de ativos que agrega valor ao portfólio. Isso se deve a uma relação risco/retorno atraente, dentro de um portfólio global de múltiplos ativos.

No entanto, o risco geopolítico está em seu ponto mais alto de todos os tempos. O mundo está convergindo para eixos bipolares, liderados pelos EUA, de um lado, e pela China e pela Rússia, de outro. Uma nova forma de guerra fria está começando a se formar, o que pode ser exacerbado pela possível chegada de Donald Trump à presidência dos EUA.

Mercado prevê cortes nas taxas de juros para este ano

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

ALOCÇÃO DE ATIVOS: ABRIL DE 2024

TAACo Global	Bench.	Março	Abril	OW / UW	Câmbio		
Ações	50%	50%	50%	N			Ações neutras, títulos UW e caixa OW
Renda Fixa	50%	45%	45%	UW	-5%		
Caixa		5%	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 Un	1.3%			UW	-1.3%		
REINO UNIDO	2.9%	2.4%	2.4%	UW	-0.5%		Neutro nos EUA em todos os estilos
Crescimento de grandes capit:	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%	4.9%	4.9%	N			UW Europa e Reino Unido
Mercados desenvolvidos	56.0%	52.2%	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			Mercados emergentes da OW: OW LatAm e Ásia Em ex China, China neutra
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%	6.7%	6.7%	UW	-0.2%		
Mercados emergentes	44.0%	47.8%	47.8%	OW	3.8%		
Total de ações	100.0%	100.0%	100.0%				
Títulos do Tesouro 5Y	6.0%	6.0%	6.0%	N			
Títulos do Tesouro 10Y	11.5%	11.5%	11.5%	N			
Títulos do Tesouro 30Y	6.6%	6.6%	6.6%	N			
Dicas dos EUA	2.8%	2.8%	2.8%	N			
IG corporativo global	26.5%	26.5%	25.0%	UW	-1.5%	-1.5%	-
HY corporativo global	4.3%	4.3%	4.3%	N			
Dívida Desenvolvidos	57.7%	57.7%	56.2%	UW	-1.5%	-1.5%	-
EM Soberano IG	5.0%	5.0%	5.0%	N			
EM Soberano HY	5.5%	4.5%	5.5%	N		1.0%	+
EM Corporativo IG	3.6%	4.1%	4.1%	OW	0.5%		
EM Corporativo HY	5.0%	5.5%	6.0%	OW	1.0%	0.5%	+
Mercados locais EM	23.2%	23.2%	23.2%	N			
Emergentes	42.3%	42.3%	43.8%	OW	1.5%	1.5%	+
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%				

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX UK: Mantido o *underweight* em Large Cap e Small Cap

A economia está estagnada e, até 2024, deverá crescer apenas 0,5%. A Alemanha, principal economia do bloco, deverá crescer apenas 0,1% este ano (estimativa de mercado, corrigida para baixo no último mês), afetada por uma contração nas exportações e nos investimentos. *O homem doente da Europa*² 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 pelo segundo mês

² O homem doente da Europa

consecutivo para 41,6 pontos em março (50 pontos é o limite de expansão/contração do setor para os próximos seis a doze meses).

Mais recentemente, *o impulso* econômico perdeu um pouco de dinamismo. Embora o indicador principal PMI de serviços tenha subido novamente (para 51), tanto a produção industrial quanto as vendas no varejo decepcionaram. Com o aumento dos preços, o poder de compra das famílias foi corroído e a demanda enfraquecida. 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 internaliza que o Banco Central Europeu poderia começar a cortar as taxas de juros antes mesmo do Fed.

No nível agregado, a inflação continuou sua tendência de queda em março - principalmente devido ao componente de energia - e ficou em 2,4% em relação ao ano anterior (2,9% no núcleo), abaixo das expectativas do mercado. Em linha com a desaceleração da inflação e a convergência para a meta, o consenso do mercado mantém que o início dos cortes no sistema de taxas de referência seria em junho. As taxas de juros se movimentaram no último mês com um leve aumento na inversão da curva. Em 9 de abril, a taxa do Bund alemão de 2 e 10 anos estava em 2,87% e 2,37%, respectivamente.

Em março, a recuperação das ações se estendeu pelo quinto mês consecutivo, permeando países, setores e estilos mais atrasados. O Stoxx 50 subiu 4,2% (em USD) com as ações dos EUA. Os *valuations* estão ficando mais caros após quatro meses de aumentos, mas permanecem abaixo das médias e a defasagem de médio e longo prazo em relação aos pares desenvolvidos continua. O índice Preço/Utilidade de doze meses (P/E *fwd.*) é negociado abaixo da média de cinco anos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares. Em relação a seus pares, as ações são negociadas com um desconto de 20% em relação à média de cinco anos, superior ao desconto histórico de 14%. No entanto, a punição da avaliação está concentrada em estilos e setores de *valor*, como automotivo, energia e bancário.

Com relação ao setor corporativo, de acordo com a Factset, até 2024 os lucros corporativos cresceriam 9,6%, o que foi corrigido para cima no último mês, e em níveis semelhantes às expectativas dos 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, ainda é ligeiramente positivo, o que implica que os dados são apenas ligeiramente melhores do que o estimado.

Até 2024, a projeção de crescimento é de apenas 0,3%, afetado pelo consumo fraco e pelas quedas nos investimentos e nas exportações. A deterioração econômica projetada se reflete nas estimativas de lucros para este ano. De acordo com a Factset, os lucros do MSCI UK devem crescer apenas 2% este ano, o que foi corrigido para cima no último mês, mas está abaixo de seus pares desenvolvidos.

O mercado de trabalho continua apertado. A taxa de desemprego permanece em 3,9% no trimestre móvel encerrado em janeiro, com os salários reais aumentando 1,4% em relação ao ano anterior. O consumo, por sua vez, novamente superou as expectativas, com as vendas no varejo aumentando 0% em relação ao mês anterior em fevereiro, mas a produção industrial decepcionou com uma contração de 0,2% em relação ao mês anterior.

Em fevereiro, a inflação caiu mais do que o esperado (3,4% anual e 4,5% central). Assim, o mercado mantém a perspectiva de três cortes nas taxas este ano, começando entre junho e agosto. Em 9 de abril, a taxa de 2 anos estava em 4,20% e a taxa de 10 anos em 4,02%, com pouca alteração em relação ao mês anterior.

As projeções oficiais e as divulgações de dados apontam para uma deterioração da situação econômica, em linha com as estimativas de lucros decepcionantes e saídas constantes. Embora os *valuations* estejam sendo negociadas abaixo da média de cinco anos em termos absolutos, **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 não apenas o cenário de pouso suave está se consolidando, mas agora se fala em reaceleração juntamente com taxas mais altas por mais tempo. Depois de crescer 2,5% em 2023, o país crescerá 2,2% este ano, um número que foi corrigido para cima no último mês. O Fed também atualizou sua perspectiva de crescimento para este ano para 2,1%, de 1,4% em dezembro.

O *impulso* econômico é positivo. No mês passado, o consumo se recuperou após um inverno mais frio do que o normal (as vendas no varejo em fevereiro cresceram 0,6% em relação ao mês anterior, contra -1,1% em janeiro), enquanto a produção industrial superou as estimativas ao crescer 0,1% em relação ao mês anterior em fevereiro. As perspectivas para o setor também são favoráveis, com o principal indicador industrial ISM retornando ao território expansionista em março, pela primeira vez em 18 meses.

O mercado de trabalho está gradualmente começando a esfriar, mas é surpreendentemente resiliente. Em março, a criação de empregos superou as estimativas e foram criados 303 mil novos postos de trabalho, com a taxa de desemprego caindo para 3,8%. Os salários estão desacelerando e subiram 4,1% a.a., o que ainda é uma fonte de preocupação para o Fed, pois continuam a subir mais do que o nível de preços.

Do ponto de vista monetário, a inflação surpreendeu positivamente pelo terceiro mês consecutivo em março, atingindo 3,5% a/a (com a medida do núcleo permanecendo em 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 até julho ou setembro, estimando apenas dois cortes de 25 bps este ano. A curva de juros dos títulos do Tesouro tem se inclinado no último mês, com a taxa de 10 anos subindo para 4,50% e a taxa de 2 anos chegando a 4,95%.

As ações dos EUA estenderam sua recuperação por mais um mês e subiram pelo quinto mês consecutivo em março, apoiadas por uma economia forte. Essa situação permeia o setor corporativo; para o primeiro trimestre de 2024, espera-se que os lucros cresçam 3,2% em relação ao ano anterior, expandindo-se pelo terceiro trimestre consecutivo. Em média, a *orientação* para o primeiro trimestre tem sido mais negativa do que as médias históricas e, de acordo com isso, as estimativas de crescimento dos lucros foram cortadas em relação ao início do ano. A temporada de relatórios que começa na sexta-feira, 12 de abril, com o setor bancário, *movimentará o mercado*. Até 2024, espera-se que os lucros cresçam em torno de 11%, superando o desempenho de seus pares desenvolvidos. Espera-se que o crescimento dos lucros seja impulsionado pelos setores de serviços de comunicação, tecnologia e saúde.

Embora a extensão da *alta* tenha tornado os *valuations* mais caros, 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 há espaço para que ela penetre em outros setores e estilos mais atrasados, já que as taxas de juros continuam a cair.

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 conseguir 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 pressionar novamente 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 na pré-pandemia.

Apesar do *momentum* econômico e de fluxo positivo, a vulnerabilidade às condições financeiras restritivas, as taxas de juros que podem permanecer elevadas por mais tempo, a alta volatilidade das taxas de juros e a vulnerabilidade a estimativas de lucros menores nos levam a manter a **cautela em relação às ações dos EUA em todos os estilos, com uma classificação neutra**.

JAPÃO: Mantida a exposição neutra às ações japonesas

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 19% em termos de ienes até agora neste ano, atingindo recordes de alta. Por trás da *recuperação* está a inflação que parece lubrificar a economia, o *impulso* econômico positivo, os influxos, valuations atraentes, a força corporativa, as reformas estruturais e o enfraquecimento do iene, entre outros fatores.

Depois que os sindicatos que representam 7 milhões de trabalhadores chegaram a um acordo para aumentar os salários em 5,3% este ano, o ciclo virtuoso de redeflação/inflação foi confirmado. O aumento salarial é o maior em 33 anos e espera-se que se propague, impulsionando o consumo, dada a baixa inflação atual (2,8% anualizada em fevereiro).

Com o espectro da deflação se dissipando, o Banco do Japão, com 7 votos a favor e 2 contra, decidiu encerrar uma era de taxas negativas. A taxa de política monetária foi definida entre 0 e 0,1% e o controle da curva (que limitava a taxa soberana de 10 anos a uma faixa de $\pm 1\%$) foi eliminado. Também foi decidido encerrar o programa de compra de ativos imobiliários e de ETFs, mas foi anunciado que o ritmo de compras de títulos seria mantido.

A decisão foi parcialmente internalizada nos preços dos ativos financeiros, mas a mensagem, dada a fraqueza econômica do país, foi interpretada como "*dovish*". Ou seja, menos "*hawkish*" em relação aos movimentos futuros da taxa de juros. O governador Kazuo Ueda não apontou explicitamente para futuros aumentos nas taxas e enfatizou que a normalização monetária será gradual. Por sua vez, o mercado internaliza que poderia haver um aumento adicional de 10 pontos-base (bps.) entre julho e setembro.

Em março, as ações japonesas subiram menos do que as de seus pares globais e os valuations ficaram mais caros. 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 mais alta do que a de seus pares desenvolvidos e corrigida para cima no último mês.

Embora a maioria desses fundamentos permaneça intacta, após a realização de lucros no mês passado, decidiu-se permanecer neutro devido a alguma perda de impulso de fluxo, valuations subindo para níveis justos e a política monetária começando a se normalizar.

OW EMERGING STOCKS: OW América Latina e Ásia EM ex China, UW EMEA e China neutra

Em março, os mercados emergentes se juntaram à recuperação dos países desenvolvidos, mas com algumas regiões ficando para trás. A América Latina liderou em termos de *desempenho inferior*, com uma contribuição negativa principalmente do Brasil. Na Ásia EM ex. O desempenho das ações da China se destacou, impulsionado por países como Taiwan e Coreia, que estão intimamente relacionados ao setor de tecnologia. Por outro lado, a EMEA ficou para trás, em um contexto em que, apesar do aumento dos preços *das commodities*, o ambiente político e a realização ou preparação para as eleições permearam os retornos do mercado.

AMÉRICA LATINA: Overweight permanece o mesmo

A região ficou para trás em março, mas foi particularmente influenciada por um desempenho negativo do mercado acionário brasileiro, pelo qual as duas empresas que têm uma participação significativa no índice foram as principais responsáveis. Entretanto, os outros mercados latino-americanos apresentaram retornos positivos em março, acompanhando a recuperação global. Para o futuro, observa-se um potencial maior nos mercados brasileiro e chileno. No caso do primeiro, parte do ruído em torno desses dois principais participantes está se dissipando e eles parecem ter atingido um piso. No caso das ações chilenas, a redução do ruído político, o impulso do mercado acionário e a força do cobre geram um desempenho melhor. Os mercados acionários da região continuam a ser negociados com desconto em relação a seus pares e a seus históricos específicos. Além disso, eles continuam a ser pioneiros na política monetária, tendo iniciado o ciclo de cortes nas taxas de juros de forma generalizada. Diante desse cenário, a decisão é **manter o Overweight na América Latina**.

As ações brasileiras ficaram defasadas em março, com o índice MSCI Brazil caindo 2,5% (em termos de dólares), influenciado principalmente por duas das ações de maior peso. Em primeiro lugar, as ações da Vale, a maior produtora de minério de ferro do mundo, caíram acentuadamente durante o mês, associadas aos preços mais baixos do minério e à suspensão da licença de operação de uma de suas minas. A outra ação é a Petrobras, que suspendeu a distribuição de dividendos extraordinários, por influência do poder executivo, o que deu um sinal negativo ao mercado. A incerteza em torno dessa empresa se dissipou, e é provável que o dinheiro seja distribuído durante o segundo semestre do ano. Além disso, o aumento dos preços do petróleo tem um impacto positivo sobre a empresa. Do lado da Vale, o preço das ações parece estar próximo de um piso e o preço do minério de ferro parou de cair. No que diz respeito à *dinâmica econômica*, a dinâmica econômica permanece positiva e os PMIs de serviços e manufatura permaneceram em território expansionista em março (54,8 e 53,6 pontos, respectivamente). As projeções de crescimento para 2024 continuaram a ser revisadas para cima, para cerca de 1,7%, e a atividade econômica em janeiro avançou 3,5% em relação ao ano anterior (0,6% no mês). No que diz respeito à inflação, em março ela desacelerou acentuadamente para 3,9% a/a, enquanto o núcleo da inflação caiu para 4,4%. Assim, o banco central, em sua última reunião, continuou com os cortes de 50 bps. e levou a taxa Selic para 10,75%, dando a entender que na próxima reunião continuaria nesse ritmo. No entanto, esclareceu que, daqui para frente, o futuro é mais incerto, sugerindo que poderia cortar a taxa de juros em um ritmo mais lento. Assim, o mercado ajustou para cima sua projeção da taxa Selic para o final do ano, para 9,75%. Entretanto, uma taxa referencial abaixo de 10% já é um bom sinal para o mercado acionário. Os valuations continuam a ser negociados com um desconto histórico, com P/E *adiantado* em torno de 0,7 desvios-padrão abaixo da média de cinco anos. As projeções de lucros para este ano foram ajustadas para cima e espera-se um crescimento da ordem de 6,1%. Com relação aos fluxos de

investimento, as saídas líquidas de ETFs continuaram no último mês, mas em um ritmo mais lento. A questão fiscal permanecerá no centro da agenda política até o final do mandato do governo e, em 15 de abril, o executivo deverá apresentar o projeto de lei orçamentária para 2025, incluindo a meta fiscal, que até agora é um superávit primário de 0,5% do PIB. Entretanto, para este ano, o mercado espera um déficit primário de 0,7% do PIB e, para o próximo ano, um déficit primário de 0,6%, em ambos os casos não atingindo a meta fiscal. No entanto, os números fiscais têm sido surpreendentes este ano e isso pode continuar a se repetir nos próximos meses. Com relação às notícias sobre a agenda econômica, o governo declarou que, em abril, apresentará projetos de lei complementares sobre a reforma do IVA. Quanto às outras medidas para aumentar a receita, é possível que sua entrada e processamento sejam adiados até depois das eleições municipais de outubro. Embora o ruído político seja parte da norma, as reformas deste governo não foram radicais e os riscos permanecem baixos. Por sua vez, os valuations com desconto, uma economia resiliente e o atraso do mercado brasileiro nos levam a **manter nosso OW no Brasil**.

No **México**, o **banco** central cortou a taxa de referência em março, em linha com as expectativas do mercado e liberando alguma pressão sobre as taxas de juros, levando-a para 11,00% (-25 bps). Entretanto, e após a publicação da ata, ficou implícito que esse primeiro corte não é o início de um ciclo, mas um *ajuste fino*, e o mercado espera que na reunião de maio eles mantenham a taxa, enquanto na reunião de junho eles a reduzirão novamente. Além disso, até o final do ano, espera-se que a taxa de referência fique em 10,50%, revisada para cima em relação às estimativas anteriores. Do lado da inflação, a inflação total de março permaneceu em 4,4% a/a, enquanto o núcleo da inflação retomou sua trajetória de desaceleração (4,55% em doze meses, contra 4,64% em fevereiro), embora os serviços tenham acelerado para 5,4%. O *impeto* econômico permanece resiliente, e tanto o IMEF industrial quanto o não industrial estiveram em território expansionista em março, com o primeiro acelerando significativamente para 54,5 pontos percentuais. A atividade econômica também se expandiu em janeiro em termos anuais (2,0%), mas contraiu-se 0,6% em relação a dezembro. A projeção de crescimento do PIB para este ano é de 2,4%. Com relação aos valuations, o mercado acionário mexicano continua a ser negociado com um *avanço* P/E de cerca de 0,5 desvios-padrão abaixo de sua média de 5 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, porém, no acumulado do ano, eles estão negativos. No aspecto político, as eleições de junho estão se aproximando e o primeiro debate presidencial foi realizado. De acordo com o que aconteceu, não se espera que tenha impacto sobre as pesquisas ou o resultado das eleições. Enquanto isso, a polícia equatoriana invadiu a Embaixada do México em Quito para prender o ex-vice-presidente Jorge Glas. O ministro das Relações Exteriores do México declarou que a embaixada no Equador permaneceria fechada por tempo indeterminado. Apesar do fato de que a economia mexicana é estruturalmente apoiada pelo *nearshoring*, alguns órgãos do mercado começaram a revisar para baixo suas projeções de crescimento para este ano. Assim, e após o mês de março positivo para o mercado acionário, tendo em vista as eleições, decidiu-se **neutralizar a posição em ações mexicanas** para aproveitar a situação.

A recuperação do mercado **chileno** continuou em março, o que foi parcialmente compensado pela depreciação da taxa de câmbio que continuou durante o terceiro mês do ano. Essa tendência de perda de valor relativo em relação ao dólar foi quebrada após a reunião de política monetária de abril, na qual, de acordo com as expectativas, o Banco Central decidiu reduzir o ritmo de cortes nas taxas de juros e comunicou um viés menos *dovish*. Com isso, também foi publicado o Relatório de Política Monetária do primeiro trimestre, no qual os principais destaques foram a revisão para cima da projeção de crescimento e inflação para este ano. O Conselho reconheceu que os dados do IMACEC dos primeiros meses do ano que surpreenderam, juntamente com um impulso externo mais forte, levarão o PIB chileno a crescer na ordem de 2,5% este ano. As surpresas inflacionárias no Chile se dissiparam com os dados de março e a inflação caiu para 3,7% a/a, um mês em que a educação tem grande incidência e, com a mudança de cesta, esse componente pesa menos. Um

destaque adicional no Chile é que os índices de incerteza econômica e política voltaram pela primeira vez a níveis não vistos desde antes da explosão social de 2019, o que apoia a correção do prêmio de risco que tem sido observada. No lado político, abril é o prazo final para os partidos registrarem seus candidatos para as primárias a serem realizadas em junho. Em outubro, serão realizadas as eleições regionais, nas quais prefeitos e governadores, entre outros, serão eleitos e geralmente antecipam, em certa medida, o resultado da próxima eleição presidencial. Com relação à agenda legislativa do governo, não houve grandes avanços nas reformas "ícones", como a reforma da previdência e o pacto fiscal. Com relação às variáveis de mercado, os valuations do mercado acionário chileno continuam a apresentar um desconto, tanto historicamente quanto em relação aos pares emergentes, e os lucros devem crescer cerca de 5% este ano, o que pode ser corrigido para cima com relatórios corporativos do primeiro trimestre que surpreendam os analistas de mercado. A alta do cobre, alinhada com a alta do ouro, apoiou o forte desempenho das ações chilenas; nos primeiros três meses do ano, elas subiram 3,3% e, até agora, em abril, subiram mais de 6%. No último mês, foram observadas entradas líquidas de fluxos de investimento de 1,7% do AUM para ETFs, o que, juntamente com as revisões de crescimento para cima, levou os investidores estrangeiros a retomar seu apetite pelas ações chilenas. Assim, em um contexto de menor incerteza, melhor crescimento, valuations atraentes, ausência de progresso radical na política, pausa na depreciação do peso chileno, força do cobre e normalização dos lucros, decidiu-se **manter o OW em ações chilenas**.

Na **Colômbia**, o barulho político continua e, entre os últimos anúncios do presidente, está a Assembleia Constituinte, que provavelmente será rejeitada pelo Congresso. Embora tenha excluído a possibilidade de permanecer no poder, ele propôs mudanças em oito áreas, incluindo o Banco Central. Por sua vez, e em relação às suas reformas, a reforma da saúde foi arquivada, ao que o governo respondeu emitindo um decreto para repassar recursos a clínicas e hospitais, eliminando a intermediação das Empresas de Promoção da Saúde (EPS) e assumindo a gestão de mais de 20 milhões de usuários do sistema de saúde. A derrota da reforma da saúde aumentou as tensões entre os poderes executivo e legislativo, o que levou a uma chance quase nula de aprovação das reformas previdenciária e trabalhista, ambas com prazo de validade até 20 de junho. A atividade econômica mostrou sinais de crescimento em janeiro, com expansão de 1,6% a.a., surpreendendo o mercado que previa uma contração de 0,4%, e espera-se que o PIB se expanda este ano em torno de 1,0%. Do lado da inflação, a inflação continua a cair e, em março, ficou em 7,4% em doze meses, o que dialoga com um Banco Central que acelerou seu ritmo de cortes em sua reunião de março, reduzindo a taxa de juros em 50 bps. para 12,25%, em linha com as expectativas do mercado. Espera-se que a taxa de referência fique em 8,0% no final do ano e as atas da última reunião indicam que os cortes nas taxas de juros podem se acelerar daqui para frente. Apesar do grande ruído político, o mercado acionário colombiano continua resiliente e com um desempenho significativo em relação a seus pares, em linha com o fortalecimento do preço do petróleo. Ao mesmo tempo, tem valuations atraentes e um P/E *fwd.* que é negociado quase 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos. A perspectiva de lucros para este ano é negativa e projeta a pior contração entre os países emergentes, esperando uma queda de 6,5% até 2024. Por sua vez, o peso colombiano tem sido uma das moedas da região que mais se valorizou até agora neste ano, depois do peso mexicano. Assim, o mercado de ações colombiano mantém um *impulso* positivo, que não foi afetado pelo aumento do ruído político. Entretanto, dado o risco envolvido e a perspectiva negativa de lucros, **a posição neutra nas ações colombianas é mantida**.

No **Peru**, o ruído político aumentou novamente, com Dina Boluarte envolvida na polêmica do relógio e testemunhando no Ministério Público por mais de cinco horas. De qualquer forma, o cenário básico continua sendo o de que ela permanecerá no cargo até 2026, o que está de acordo com as duas moções de vacância que foram rejeitadas contra ela. Isso, considerando que, caso a presidente seja substituída, o parlamento também será substituído. Por outro lado, há o maior ruído em torno da aprovação da sétima retirada de fundos de pensão na Comissão Econômica do Congresso para até 4 UITs, sem limites. É provável que o executivo tente adiar a aprovação, possivelmente estendendo-a até junho, no máximo, e com estimativas de que isso significará um saque de cerca de USD 8 bilhões (~30% do sistema). Além disso, em

meio a tudo isso, a presidente decidiu trocar seis ministros, incluindo a pasta do interior, em resposta ao descontentamento público com sua administração. Em relação aos dados macro, a inflação retomou sua tendência de queda em março e ficou em 3,1%, ainda acima da faixa de tolerância administrada pelo Banco Central ($2\% \pm 1\%$). Assim, após a surpreendente pausa nos cortes da taxa de referência da autoridade monetária em março, o mercado espera que ela mantenha sua taxa de juros em 6,25% na reunião de abril. A atividade econômica parou de cair em janeiro e cresceu 1,4% a/a, abaixo dos 1,8% esperados pelo mercado. Este ano será um ano de normalização econômica, após a contração observada em 2023. Os valuations estão sendo negociados em torno da média de 5 anos, enquanto as projeções de lucros apontam para um crescimento de dois dígitos este ano, com correção para cima no último mês. O aumento do ruído político e a eventual liquidação de grande parte dos fundos de pensão nos levam a adotar uma postura cautelosa em relação às ações peruanas. Entretanto, devido à *dinâmica* do mercado de ações (índice MSCI, associado a uma contribuição positiva do setor de mineração), optamos por **manter uma posição neutra nas ações peruanas**.

Na **Argentina**, a tendência de dados econômicos melhores do que o esperado continua, principalmente em relação à inflação e à consolidação fiscal. O IPC de fevereiro subiu 13,2% no mês e foi um motivo de comemoração para o governo. Para março, o mercado espera que a trajetória de desaceleração continue e uma inflação mensal de 12,1%. Nesse contexto, os analistas vêm ajustando para baixo as expectativas de inflação e, de acordo com a última pesquisa publicada pelo Banco Central, as projeções de inflação para dezembro são de 189,4% em doze meses (20,8 pontos percentuais abaixo da pesquisa de fevereiro). Do lado da atividade, as expectativas permanecem inalteradas em relação a fevereiro e o PIB deverá cair 3,5% em 2024 (pesquisa do Banco Central), enquanto a recuperação no segundo semestre do ano ainda é uma incógnita. A atividade em janeiro continuou a declinar e contraiu 4,3% a/a (1,2% no mês), enquanto a produção industrial caiu 9,9% a/a em fevereiro. No lado político, ainda há muito movimento e o governo continua tentando avançar com sua agenda. Assim, ele revelou a nova versão da Lei Omnibus, que inclui um terço dos artigos da versão anterior. Ao mesmo tempo, esperava-se a assinatura posterior do "Pacto de Maio", mas o executivo declarou recentemente que os governadores "podem fazer o que quiserem". Com relação à DNU, a votação na Câmara dos Deputados ainda está pendente e, se for rejeitada, o governo declarou que a dividirá. Com relação ao aspecto fiscal, Milei afirma que esse é o maior ajuste da história. No entanto, dado o impacto macroeconômico e sobre a pobreza que poderia ter, o FMI advertiu que o ajuste deve ser de qualidade, e não se concentrar apenas na quantidade. Nesse contexto, a Argentina atrasou os pagamentos ao FMI no final de abril, e o Fundo pode liberar novos desembolsos no segundo semestre do ano, com a promessa de liberalização do regime cambial. Embora os valuations pareçam atraentes, no mês passado houve uma reversão nos fluxos líquidos de entrada e saídas de ETFs de 1,6% do AUM. Assim, apesar dos dados surpreendentes sobre a inflação, a eventual recuperação econômica ainda não é um evento certo e a incerteza política permanece, de modo que se decidiu **manter o *underweight* em ações argentinas**.

CHINA: Manutenção da posição neutra

Na China, março foi um mês menos noticioso do que o habitual, a começar pelas definições econômicas do Congresso Nacional do Povo, que estabeleceu a meta de crescimento para 2024 em 5,0%, a mesma de 2023, dando alguns sinais de maior comprometimento do governo com a atividade econômica. No âmbito comercial, dadas as restrições dos EUA ao setor de semicondutores, o governo está trabalhando em um fundo de investimento para financiar o setor de chips em até US\$ 27 bilhões, buscando avançar no desenvolvimento de tecnologia de ponta. Por outro lado, as importações de petróleo da Rússia continuaram a aumentar, o que favorece a balança comercial da China, devido ao seu status de importador líquido e ao valor mais baixo do petróleo russo em relação a outros produtores, em meio a um aumento sustentado dos preços do petróleo. Em termos de relações diplomáticas com os EUA, a Secretária do Tesouro, Janet Yellen, visitou o gigante asiático e levantou alguns alertas, pedindo ao governo chinês que repensasse sua estratégia de

crescimento e ameaçando com sanções se os bancos chineses continuarem a financiar a guerra russa. Além disso, as tensões com os EUA continuam a se agravar na frente do Mar do Sul.

No setor imobiliário, a crise continua, com a Evergrande supostamente inflando sua receita em dois anos a partir de 2020. Por outro lado, o Country Garden entrou em default pela primeira vez em sua dívida denominada em yuans. Mais recentemente, a Fitch Ratings decidiu cortar a perspectiva da classificação de crédito da China de estável para negativa, mantendo a classificação A+, alertando sobre o aumento da dívida para evitar uma forte desaceleração econômica devido à crise imobiliária. Entretanto, a Moody's já havia feito essa mudança em dezembro passado e ela foi internalizada pelo mercado.

Em uma perspectiva mais otimista, o *impulso* econômico se fortalece e os PMIs oficial e Caixin estão em território expansionista em março, tanto para o setor industrial quanto para o de serviços. A produção industrial avançou 7,0% em termos cumulativos nos dois primeiros meses do ano, enquanto as vendas no varejo cresceram 5,5% no mesmo período. O PIB do primeiro trimestre deste ano será divulgado em breve, e espera-se que cresça 5,0% a/a e 1,6% q/t (ajustado sazonalmente), o que implica uma aceleração em relação ao quarto trimestre de 2023 (1,0%). Por outro lado, a inflação deixou de ser negativa em fevereiro e avançou 0,7% a/a, enquanto em março espera-se que registre 0,4% em doze meses. Assim, embora o banco central tenha mantido suas taxas de empréstimo de 1 ano e 5 anos na reunião de março, ele sinalizou que há espaço para continuar a reduzir a taxa de reserva obrigatória (reserve requirement), o que poderia ser uma injeção de liquidez adicional.

Com relação aos valuations, as ações H (*offshore*) são negociadas com um desconto de 1,4 desvios-padrão abaixo de sua média de 5 anos (P/E *fwd.*), enquanto as ações A (*onshore*) têm uma relação P/E de 12 meses em torno de sua média de 5 anos. Além disso, a projeção é de que os lucros cresçam em torno de 15% tanto neste ano quanto no próximo. Com relação aos fluxos de investimento no ETF principal, foram observadas saídas líquidas de 1,9% do AUM para as ações H, enquanto os fluxos para as ações A permaneceram estáveis no último mês.

Assim, decidimos **manter uma posição neutra em relação às ações chinesas e uma perspectiva mais positiva sobre o mercado local**, considerando que, apesar da situação de depressão, a confiança do consumidor aumentou em fevereiro pelo terceiro mês consecutivo, o estímulo fiscal e monetário pode significar mais liquidez para os consumidores e uma melhora nos indicadores de *impulso* econômico. No lado das ações *offshore*, a cautela permanece em vigor antes de aumentos significativos nas tensões comerciais e/ou geopolíticas que poderiam desencadear saídas maciças do mercado acionário.

EMERGING ASIA EX CHINA: O *Overweight* permanece

Os mercados acionários da Ásia emergente ex. China ainda têm alto potencial. A preferência continua sendo pelas ações sul-coreanas, com as exportações continuando a crescer e a inflação sob controle, bem como o *impulso* herdado dos mercados acionários desenvolvidos. Embora Taiwan tenha um caráter global, a cautela é mantida devido ao aumento das tensões geopolíticas globais e ao papel que desempenha junto à China. Por fim, decidimos neutralizar a posição na Índia, que, apesar de manter um *momentum* macro positivo, durante abril e maio serão realizadas as eleições gerais, cujos resultados parlamentares podem adicionar volatilidade ao mercado.

Decidiu-se neutralizar as ações indianas. Decidiu-se realizar lucros devido à volatilidade que as eleições gerais, que começam em 19 de abril, podem acrescentar ao mercado. Por outro lado, o *impulso* econômico foi mantido e tanto o PMI de manufatura quanto o de serviços estão em território amplamente expansionista, atingindo 59 pontos e 61 pontos,

respectivamente, em março. A inflação de fevereiro permaneceu em 5,1% em uma base de 12 meses, dentro do intervalo da meta do Banco Central (entre 2% e 6%), no entanto, espera-se que os preços dos alimentos gerem pressões inflacionárias adicionais nos próximos meses devido às ondas de calor que podem afetar a produção agrícola. Por sua vez, na última reunião de política monetária, em abril, o Banco Central manteve sua taxa de juros em 6,50%, comunicando que a batalha contra a inflação ainda não terminou. Com relação aos valuations, elas estão sendo negociadas na média de 5 anos (P/E *fwd.*). Com relação às projeções de crescimento dos lucros, elas estão em torno de 18% e 14% para este e o próximo ano, respectivamente, sendo ambas corrigidas para cima nos últimos três meses. Quanto aos fluxos de investimento, os fluxos líquidos para todos os ETFs do país e para o ETF mais representativo continuaram durante o último mês. Na frente política interna, o país entra em um processo de eleição nacional em abril e os resultados serão conhecidos em 4 de junho. Um total de 543 assentos no Lok Sabha (parlamento) estará em disputa; apenas 272 assentos são necessários para a maioria e o líder do partido vencedor será o próximo primeiro-ministro. As pesquisas mostram Modi vencendo com 78% de apoio, possibilitando um terceiro mandato consecutivo, desde 2014, quando foi eleito pela primeira vez.

A decisão é manter o *overweight* em ações sul-coreanas. Apesar de uma leve deterioração no PMI industrial de março (49,8 pontos, em território contracionista), outros indicadores econômicos apontam para a continuidade do *impulso* econômico na Coreia do Sul. As exportações cresceram 3,1% em relação ao ano anterior, o sexto mês consecutivo de expansão, impulsionadas pelo setor de semicondutores, enquanto as exportações de chips aumentaram 36% em relação ao ano anterior. Por outro lado, a produção industrial cresceu 4,8% a.a. em fevereiro e a produção de semicondutores aumentou 65% em doze meses, a maior alta em 14 anos. A inflação permaneceu em 3,1% a.a. em março, acima das expectativas do mercado e da meta do banco central (2%), enquanto o núcleo da inflação continuou a desacelerar acentuadamente (2,4% a.a.). A autoridade monetária não realizou uma reunião de política monetária em março e o mercado espera que, durante a reunião de abril, ela decida manter a taxa de referência em 3,50%. Em sua reunião de fevereiro, o banco central enfatizou que ainda é muito cedo para começar a reduzir as taxas. Em relação aos valuations, elas estão sendo negociadas abaixo de suas médias de 5 anos (P/E *fwd.*), enquanto as projeções de crescimento dos lucros são as mais altas da Ásia emergente e estão corrigidas para cima para este e o próximo ano. Ao mesmo tempo, a Samsung e a SK Hynix, as maiores empresas do índice de ações MSCI do país, expandiriam sua produção de semicondutores para os EUA, com novas fábricas. No último mês, as entradas líquidas de fluxos de investimento para o ETF mais representativo do país foram registradas em ~6% do AUM. No aspecto político, em 10 de abril, serão realizadas eleições legislativas, nas quais serão eleitos 300 membros da Assembleia Nacional. A última pesquisa pública antes das eleições dá ao partido governista a maior liderança, com 37% de apoio, e são necessárias 151 cadeiras para controlar o parlamento. Caso o partido da oposição vença, o mercado espera uma estagnação das políticas pró-negócios durante os três anos restantes do governo do Presidente Yoon.

As ações de Taiwan permanecem neutras. As ações taiwanesas subiram 5,4% em março (em dólares), enquanto o dólar taiwanês se desvalorizou 0,3%. A *dinâmica* econômica continua a se deteriorar, o PMI industrial permaneceu em território contracionista em março (49,3 pontos). Quanto à inflação, ela foi de 2,1% a.a. em março, ante 3,1% a.a. em fevereiro, aproximando-se da meta do banco central. Ao mesmo tempo, a autoridade monetária surpreendeu ao elevar a taxa de juros durante a reunião de março, aumentando-a em 12,5 bps para 2,0% de 1,875%, a maior desde 2008, principalmente devido às pressões inflacionárias que persistiram desde 2021. No entanto, o governador do banco central enfatizou que a estrutura da inflação é diferente agora e que eles continuarão a monitorar os dados à medida que forem divulgados. Do lado da avaliação, as ações taiwanesas parecem caras, sendo negociadas cerca de 1 dev. est. acima da média de 5 anos do índice P/E *fwd.* Apesar disso, foram observados influxos de 3% de AUM para o ETF mais representativo do país no último mês. Ao mesmo tempo, o crescimento dos lucros para este ano é estimado em cerca de 21% e foi corrigido para

cima no último mês. Por outro lado, um terremoto de 7,4 graus atingiu a ilha na manhã de 3 de abril. O terremoto foi o maior dos últimos 25 anos, ferindo mais de 700 pessoas e deixando 9 mortos, além de danificar parte da infraestrutura. A produção de semicondutores foi interrompida para evacuar os trabalhadores, colocando a produção em risco porque alguns chips de alta qualidade são produzidos 24 horas por dia, 7 dias por semana. Por outro lado, de acordo com um acordo preliminar, a Taiwan Semiconductor Manufacturing Co receberia US\$ 6,6 bilhões em subsídios e US\$ 5 bilhões em empréstimos para fábricas de semicondutores no Arizona.

A Indonésia permanece neutra. Os números oficiais das eleições presidenciais mostram que Prabowo Subianto, o atual ministro da Defesa do país, obteve 58% dos votos e assumirá o cargo em 20 de outubro para um mandato de cinco anos. Embora o presidente eleito tenha clamado por unidade, estão sendo levantadas preocupações sobre medidas populistas e nacionalistas. As ações indonésias ficaram atrás de seus pares asiáticos, com retorno de 0,6% (em dólares) em março, enquanto a rupia se desvalorizou 0,3%, atingindo o nível mais baixo em quatro anos, o que provocou a intervenção do banco central, que afirmou que, se a pressão sobre a moeda persistir, a taxa de referência poderá ser aumentada. Do lado econômico, o *impulso* positivo continua e o PMI de manufatura subiu para 54,2 pontos em março, o nível mais alto desde novembro de 2021. Enquanto isso, a inflação acelerou para 3,1% a/a em março, de 2,8% no mês anterior, dentro do intervalo da meta (2-4%). Durante a reunião de política monetária de março, foi decidido manter a taxa de referência em 6,0%, e a declaração enfatizou que não há pressa para iniciar o ciclo de corte de taxas, que poderia ser adiado devido a pressões sobre a moeda. Enquanto isso, as valuations parecem atraentes, estando abaixo de sua média histórica (tanto P/E *fwd.* quanto P/VL). Ao mesmo tempo, as projeções de crescimento dos lucros são corrigidas para baixo em 2024 e 2025 e as restrições à importação são aumentadas para estimular a produção doméstica, o que poderia provocar um déficit em produtos que vão desde dispositivos tecnológicos até pneus. Com relação à **Tailândia, decidiu-se manter o *underweight*.** O Tribunal Constitucional aceitou o pedido da Comissão Eleitoral Nacional para dissolver o partido opositor *Move Forward*. O partido busca reformar uma lei que protege a monarquia de críticas, o que é interpretado como uma tentativa de derrubar o governo, no qual o rei é o chefe de Estado. Do ponto de vista econômico, a economia continua fraca, com o PMI do setor industrial registrando 49,1 pontos em março, em território contracionista pelo oitavo mês consecutivo. Com relação aos preços, a inflação continua negativa pelo sexto mês consecutivo (-0,5% no período de 12 meses em março). Durante o mês de março não houve reunião de política monetária e a taxa de referência permaneceu em 2,50%. Para a reunião de abril, o Banco Central comunicou que avaliaria a postura atual devido à fraqueza da economia, no entanto, o mercado internaliza que a taxa permanecerá no nível atual. No lado das ações, elas caíram 1,2% em março (em dólares), sendo o pior desempenho de ações na Ásia EM. Entretanto, os valuations das ações estão sendo negociadas abaixo de sua média de 5 anos (P/E *fwd.*) e as projeções de crescimento dos lucros foram corrigidas para baixo para este ano, projetando um crescimento da ordem de 14%, enquanto foram corrigidas para cima para o próximo ano.

EMEA: permanece o *underweight*

A EMEA ficou para trás em março, marcada pelas eleições que ocorreram ou ainda estão por vir, apesar do forte desempenho das *commodities*. Entretanto, até o momento, em abril, os mercados acionários estão avançando, em meio a conflitos geopolíticos com maior preponderância na região, o que pressionou para cima os preços das *commodities de energia e metais*. Assim, o *UW* permanece limitado e a visão cautelosa em alguns países, embora os *underweights* na Turquia e na África do Sul tenham sido neutralizadas; a primeira, após o reconhecimento pelo governo da perda de capital político após as eleições, e a segunda, devido a um *impulso* positivo nos preços das *commodities*.

Em março, as ações **sul-africanas** ganharam 4,1% (em USD), impulsionadas pela *alta* do ouro e por uma moeda forte. A Gold Fields e a AngloGold, que estão entre as 10 maiores empresas do índice de ações do país e juntas representam cerca de 13%, são empresas de mineração de ouro, cujo preço subiu 8,1% (em dólares) em março, impulsionando o mercado

de ações, enquanto o rand sul-africano se valorizou 1,4% em relação ao dólar. A Eskom, empresa pública de eletricidade da África do Sul, sofreu menos interrupções não planejadas, embora tenham sido parcialmente compensadas por interrupções planejadas para manutenção, o que significa que a disponibilidade de energia este ano é semelhante à do ano passado. Embora a demanda de energia da Eskom tenha diminuído, isso se deve em parte ao uso de fontes alternativas e aos aumentos de preços. No entanto, menos interrupções de energia melhoraram a perspectiva econômica. Por outro lado, as interrupções de energia são uma das questões dominantes na eleição para a Assembleia Nacional em maio deste ano, em que o Congresso Nacional Africano (ANC), no poder, pode perder a maioria dos votos pela primeira vez desde 1994, enviando um sinal de insatisfação com o fraco desempenho. As pesquisas mostram que o apoio do ANC é de 39%, muito distante dos 57,5% que obteve na eleição de 2019. No lado econômico, o *ímpeto* se deteriora e o PMI de manufatura de março volta a cair em território contracionista (48,4 pontos). A inflação permanece dentro do intervalo da meta (3,0% a 6,0%), embora tenha subido para 5,6% a/a em fevereiro, acelerando em relação ao mês anterior (5,3%), enquanto o núcleo da inflação acelerou para 5,0% a/a (4,6% em janeiro). Durante a última reunião de política monetária, em março, o banco central decidiu manter a taxa em 8,25%, enquanto o mercado adiou o início dos cortes na taxa de referência para setembro deste ano, a partir do segundo trimestre deste ano, embora mantendo um corte inicial de 25 bps para 8%. Em relação aos valuations, as ações estão sendo negociadas acima de meio desvio padrão 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, ambas corrigidas para cima. Apesar desse cenário de incerteza política, a perspectiva econômica de recuperação e o impulso da moeda e das *commodities* **devem neutralizar as ações sul-africanas**, apesar das valuations apertadas.

Decidiu-se neutralizar o *underweight* em ações turcas. Em 31 de março, foram realizadas eleições municipais, nas quais o partido de oposição de Erdogan liderou as eleições pela primeira vez na história, com 38% de apoio contra 36% dos votos do partido governista (com 99,8% dos votos apurados). Erdogan reconheceu a derrota em um discurso diante de seus partidários, prometendo autocrítica, respeito pelo resultado e a recuperação do apoio dos eleitores para a próxima eleição presidencial em 2028. Em março, as ações turcas tiveram um retorno de -4,2% (em dólares), enquanto a lira turca se desvalorizou 3,5%. *O impulso* econômico continua fraco. O PMI industrial de março melhorou ligeiramente e, pelo segundo mês consecutivo, está acima de 50 pontos, após 8 meses em território contracionista. Entretanto, a inflação acelerou para 68,5% a/a em março, de 67% no mês anterior, e acima das expectativas para o primeiro trimestre deste ano. Os preços foram pressionados principalmente por serviços, alimentos e energia devido aos riscos geopolíticos. Enquanto isso, a medida subjacente continuou a apresentar tendência de alta e atingiu um novo recorde de 75,2% a.a., acima das expectativas. Ao mesmo tempo, o Banco Central, durante a reunião de política de março, decidiu aumentar a taxa de referência em 500 bps, para 50%, a fim de combater as pressões inflacionárias persistentes, e as autoridades comunicaram que não hesitariam em aumentar a taxa, se necessário, para manter as projeções de inflação. A medida também tranquilizou os investidores, pois demonstra a independência do banco central em um mês de eventos políticos significativos. Quanto aos valuations, estão sendo negociados em torno de suas médias de cinco anos (P/E *fwd.*). Enquanto isso, as projeções de crescimento dos lucros são positivas e de dois dígitos para 2024 e 2025; no entanto, ambas foram corrigidas para baixo no último mês. Ao mesmo tempo, o ETF mais representativo do país mostra entradas de 4% do AUM no último mês. Assim, apesar da inflação persistente e dos aumentos das taxas de juros, **as ações turcas estão neutralizadas**, já que, após as eleições, o tom autocrítico de Erdogan foi bem recebido e a inflação alta fez com que as pessoas se refugiassem em ativos reais, como ações, onde, até o momento, este ano, as ações tiveram um retorno de ~20%.

O restante das economias da Europa emergente (Polônia e Grécia) foi mantido neutro. A *dinâmica* econômica está divergindo; o PMI industrial da Polônia permanece em território contracionista e o da Grécia está em território expansionista e melhorando. No lado polonês, os legisladores iniciaram uma investigação sobre o governador do Banco

Central, aumentando o risco de demissão. Ao mesmo tempo, a inflação na economia cai abaixo da meta pela primeira vez em 36 meses. No lado grego, a notícia positiva é que os bancos podem pagar dividendos pela primeira vez desde 2008, embora os protestos dos agricultores continuem, o que poderia levar a União Europeia a repensar os acordos "verdes" para atingir emissões líquidas zero até 2050. Apesar de valuations com desconto, o ruído político nos leva a permanecer cautelosos em relação a esses mercados acionários.

O PMI do setor industrial da **Arábia Saudita** permanece em território amplamente expansionista em março (57,0 pontos). O índice de preços ao consumidor continua sem pressão, registrando 1,8% a.a. em fevereiro. Ao mesmo tempo, o banco central manteve sua taxa de referência em 6,0% desde julho do ano passado, e o mercado espera que ele inicie novos cortes após os movimentos do Fed, devido à taxa de câmbio fixa. Do lado das ações, as ações sauditas renderam -1,4% em março (em dólares), ao mesmo tempo em que estão sendo negociadas em torno de suas médias de 5 anos (P/E *fwd.*) e as projeções de crescimento dos lucros são positivas e de dois dígitos para este e o próximo ano, com as expectativas para 2024 sendo corrigidas para cima. Com relação aos fluxos de investimento, foram observadas saídas líquidas no último mês nos ETFs do país como um todo e no ETF mais representativo do país em 3% do AUM. Essa economia altamente dependente de petróleo implementou cortes voluntários na produção em 2023, que foram aumentados para 2 milhões de barris por dia em março. Em abril, as autoridades comunicaram a continuação da política de limite de produção pelo menos durante o segundo trimestre de 2024. O preço do petróleo Brent até agora neste ano subiu ~18%, durante os primeiros dias de abril alcançou altas não vistas desde outubro do ano passado devido às tensões geopolíticas no Oriente Médio, recuperando a queda dos últimos meses do ano passado. Do ponto de vista geopolítico, o Secretário de Estado dos EUA, Antony Blinken, visitou a Arábia Saudita em março com o objetivo de estabelecer uma relação diplomática de longo prazo entre Israel e a Arábia, um marco relevante para estabilizar as tensões no Oriente Médio. Mesmo levando em conta a resiliência econômica e a alta do preço do petróleo, optou-se por **manter uma posição neutra nas ações sauditas** devido às valuations apertadas e aos fluxos de saída.

RENDA FIXA

TREASURIES DOS EUA: neutro em relação aos títulos do tesouro de 5 anos, 10 anos e 30 anos, bem como TIPS.

Durante o mês de março, o Fed surpreendeu os mercados mais uma vez e, apesar das surpresas inflacionárias de janeiro e fevereiro, o comitê manteve sua projeção de 3 cortes nas taxas este ano, argumentando que, no caminho para a meta de inflação, veríamos alguns "solavancos", dando um sinal *dovish* ao mercado. Com o início de abril, o cenário mudou radicalmente com a chegada de novos dados econômicos, onde a força da economia dos EUA permanece, com o mercado de trabalho ainda em níveis de pleno emprego e a criação de empregos em março novamente superando as expectativas. Do lado da inflação, o IPC de março surpreendeu positivamente, acelerando para 3,5% em doze meses, enquanto o núcleo permaneceu estável em 3,8% a.a., de modo que a inflação novamente superou as expectativas pelo terceiro mês consecutivo e a natureza transitória dos últimos números e a trajetória de convergência para a meta de inflação começaram a ser questionadas. Assim, o mercado continuou a moderar suas expectativas de cortes nas taxas para este ano para 2 cortes, abaixo dos 3 cortes atualmente esperados pelo Fed, e adiou o início desses cortes para a reunião de julho. Assim, após um mês de março com taxas relativamente estáveis, com os novos dados econômicos, as taxas dos títulos do Tesouro começaram a subir ao longo da curva, atingindo novos máximos neste ano. Assim, o *Treasury* de 10 anos subiu acima de 4,50%, enquanto a taxa de 2 anos atingiu 4,95%, aprofundando a inversão da curva à medida que as taxas curtas reagem mais à política monetária. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro - caiu abaixo de sua média de 5 anos, para 86 pontos; entretanto, com o início de abril e o aumento das taxas, a volatilidade começa a aumentar e sobe novamente para 100 pontos. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, aumentaram nos prazos

mais curtos após as surpresas inflacionárias dos últimos três meses, incorporando a expectativa de queda mais lenta da inflação no curto prazo, atingindo 2,92% e 2,31%, respectivamente. Assim, no curto prazo, vemos espaço para uma correção para cima nas taxas, considerando que os riscos inflacionários crescentes e a força atual da economia dos EUA não parecem estar de acordo com o ciclo de aperto projetado pelo Fed e um cenário de "no landing", em que a economia dos EUA não desaceleraria, implicando menos cortes e taxas mais altas por mais tempo, está se tornando cada vez mais possível. Em um horizonte de tempo mais longo, apesar do fato de que os cortes começariam este ano, a incerteza permanece em relação à política fiscal dos EUA e aos riscos de longo prazo envolvidos. Com base no exposto, **mantemos uma visão neutra em relação à duration, juntamente com uma posição neutra em títulos do Tesouro e TIPS; no entanto, os níveis atuais das taxas parecem atraentes para fechar os gaps de duration.**

INVESTMENT GRADE GLOBAL: A exposição foi reduzida de neutra para UW.

Em termos de dívida desenvolvida, a divergência entre os países desenvolvidos se aprofundou no mês passado, com os EUA e a Europa enfrentando cenários diferentes à medida que seus respectivos bancos centrais se aproximam do início do ciclo de corte de taxas. Nos EUA, as últimas semanas foram marcadas por um Fed *dovish*, mantendo as projeções de três cortes nas taxas até 2024, inflação mais persistente acima das expectativas e um mercado de trabalho e atividade econômica que permanecem resistentes ao aperto monetário. Assim, dada a atual força da economia dos EUA, o mercado espera dois cortes nas taxas este ano e adia o início desses cortes para julho ou mesmo setembro, dada a inflação mais alta e a possibilidade de um cenário de "no landing". Na Europa, o cenário é bem diferente e a economia está começando a recuperar o *ímpeto* após um início de ano mais negativo, onde a inflação está novamente desacelerando, a taxa de desemprego está estável em 6,4% e a atividade econômica está mostrando alguns sinais de melhora. Assim, em sua reunião de março, o Banco Central Europeu ajustou para baixo suas expectativas de crescimento e inflação para este ano, internalizando um cenário de baixo crescimento econômico, mas com a inflação continuando a diminuir. Em termos de política monetária, o BCE tem se mantido bastante *dovish* em seu discurso desde dezembro, destacando sua abordagem dependente de dados e mencionando que eles 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. Entretanto, os comentários mais recentes dos membros do BCE parecem apontar para um primeiro corte em junho, uma expectativa que está consolidada no mercado, de modo que a zona do euro iniciaria o ciclo monetário expansionista antes dos EUA. Enquanto isso, embora a classe de ativos continue sendo uma alternativa atraente do ponto de vista do risco-retorno, a força econômica levou os *spreads* a níveis pouco atraentes, enquanto as preocupações crescentes com os últimos dados inflacionários pressionaram as taxas para cima e tornaram a duration da classe de ativos menos atraente no médio e curto prazo. Como resultado, **a exposição ao Global Investment Grade foi reduzida.**

GLOBAL HIGH YIELD: Manutenção da neutralidade

Com relação ao *high yield*, nesse ambiente de força econômica e aumentos da taxa básica de juros, a classe de ativos permaneceu resiliente devido à duration mais baixa e aos *spreads* que continuam a se comprimir e estão se aproximando dos níveis mais baixos da última década. Dessa forma, o *alto rendimento* continua a oferecer proteção contra ajustes de taxas em um cenário de ampla incerteza do mercado em relação à trajetória da política monetária dos EUA. Por outro lado, a classe de ativos mantém um nível de *rendimento* relativamente alto, de 7,8%, ao custo de uma qualidade de crédito mais baixa. Entretanto, por enquanto, a força do mercado de trabalho, que permanece em níveis de pleno emprego, e o crescimento econômico acima das expectativas ajudaram a manter os *spreads* comprimidos. Com base no exposto, apesar da excelente proteção da classe de ativos contra movimentos de taxas, acreditamos que, em termos de valuations, há pouco espaço para 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: Na dívida soberana, o IG neutro é mantido, enquanto o UW HY é neutralizado. Nos títulos corporativos, o OW é aumentado em HY e o OW IG é mantido, enquanto nos *mercados locais* o permanece neutro.

Com relação à dívida emergente, após dois primeiros meses de bons desempenhos em relação à dívida desenvolvida, em março a renda fixa dos países emergentes acumulou desempenhos positivos sem grandes diferenças em relação ao mundo desenvolvido, com um *desempenho superior* nos títulos soberanos e um leve *desempenho inferior* nos títulos corporativos. No início de abril, observamos como as taxas do *Tesouro* dos EUA começaram a subir diante de novas pressões inflacionárias, gerando retornos negativos nos ativos de renda fixa; no entanto, a renda fixa emergente permaneceu resistente aos ajustes das taxas externas. Esse comportamento mais defensivo é explicado principalmente por algum grau de desacoplamento das taxas locais das taxas do *Tesouro*, em que vários bancos centrais emergentes continuam com um ciclo de cortes nas taxas de política monetária, enquanto os países desenvolvidos atrasam o início do ciclo. 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 março a classe de ativos continuou a superar o desempenho da dívida corporativa. Esse *desempenho superior* é explicado principalmente pelas grandes compressões de *spread* no segmento de *alto rendimento*. Por outro lado, durante o primeiro trimestre de 2024, a dívida soberana emergente tem se mostrado defensiva em face da alta dos *títulos do Tesouro*, oferecendo alguma falta de correlação com fatores externos. No entanto, apesar dos altos níveis de *rendimento*, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos a torna mais vulnerável a conflitos geopolíticos globais, portanto, apesar de assumir uma posição tanto em *HY* quanto em *IG*, mantemos a preferência pela dívida corporativa.

Quanto à dívida corporativa emergente, mantém-se a 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*, ele continua sendo a classe de ativos de renda fixa com melhor desempenho até agora neste ano, com um retorno acumulado de 4,2%. Dessa forma, o *High Yield* se consolida e permanece resiliente ao aperto monetário, devido à sua *duaration* mais curta e ao *rendimento* mais alto de 8,6%, o que proporciona um amortecimento adicional em relação ao mundo desenvolvido ao incorporar um risco de crédito mais alto, que permanece limitado, com expectativas de inadimplência em 2024 estáveis em torno de 4%. Quanto aos *spreads*, *embora* pareçam baixos em relação à sua média histórica, eles estão alinhados com os movimentos globais e com a melhoria da perspectiva do cenário econômico global, e esperamos que permaneçam nos níveis atuais. O *grau de investimento* continua sendo uma opção atraente do ponto de vista de risco-retorno, oferecendo um *rendimento* de 5,8%, maior proteção contra eventos de risco devido à sua qualidade de crédito mais alta e uma *duaration* 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 de seu início.

Com relação aos *mercados locais*, o dólar subiu ligeiramente em março, em linha com a baixa volatilidade das taxas e a menor dispersão das expectativas de política monetária entre o Fed e o mercado. Assim, a moeda norte-americana se valorizou 0,3% (DXY) em março, enquanto as moedas emergentes divergiram, com o peso mexicano e o peso colombiano se valorizando 3% e 2,5%, enquanto a lira turca e o baht tailandês se desvalorizaram 3,5% e 1,7% em março, respectivamente. Em abril, o dólar se desvalorizou, dando espaço para as moedas emergentes se valorizarem, como observamos nos primeiros dias do mês. No curto prazo, esperamos que essa tendência continue, já que com o mercado esperando menos cortes do que o Fed já está internalizando um caminho mais *hawkish* em termos de política monetária, reduzindo os riscos de queda; no entanto, a incerteza continua alta e o efeito do diferencial de taxas sobre a moeda

continua dependendo das decisões de política monetária de cada país, portanto, esperamos que essas divergências entre as moedas emergentes continuem. De acordo com o exposto acima, a **neutralidade em relação aos títulos soberanos IG é mantida, enquanto a UW em títulos soberanos HY é neutralizada. Em títulos corporativos, a exposição a HY é aumentada e a OW é mantida em IG. A neutralidade é mantida nos mercados locais.**

EXPOSIÇÃO CAMBIAL: ABRIL DE 2024

Moedas	Bench.	Março	Abril	OW/UW	Câmbio
USD	55.1%	56.3%	56.3%	OW	1.2%
EUR	7.4%	5.8%	5.8%	UW	-1.7%
GBP	1.5%	1.2%	1.2%	UW	-0.3%
JPY	2.5%	2.5%	2.5%	N	
GEMs	33.6%	34.3%	34.3%	OW	0.7%
	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 | MARÇO 2024

Categoria de atividade / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Índices de rentabilidade mensal	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Benchmark	Compass	Curso de Ativo	Seleção
Ações	50%	50%	0%	2.5%	1.3%	1.2%	0.0	-2.9
Renda Fixa	50%	45%	-5%	0.8%	0.4%	0.3%	4.4	-0.8
Caixa	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-6.0	
Ouro	0%	0%	0%	8.1%	0.0%	0.0%	0.0	
Hedge						0.0%	0.0	
Portfólio					1.66%	1.60%	-1.6	-3.7
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								-5.4
Europa, exceto Reino Unido	13.5%	11.5%	-2.0%	3.2%	0.43%	0.37%	-1.3	
Europa Small Cap ex Reino L	1.3%	0.0%	-1.3%	3.4%	0.04%	0.00%	-1.1	
REINO UNIDO	2.9%	2.4%	-0.5%	4.5%	0.13%	0.11%	-1.0	
Crescimento de grandes cap	15.8%	15.8%	0.0%	1.5%	0.23%	0.23%	0.0	
Valor Large Cap dos EUA	14.0%	14.0%	0.0%	4.6%	0.65%	0.65%	0.0	
Pequenas empresas dos EUA	3.6%	3.6%	0.0%	3.8%	0.14%	0.14%	0.0	
Japão	4.9%	4.9%	0.0%	2.3%	0.11%	0.11%	0.0	
Desenvolvidos	56.0%	52.2%	-3.8%	3.1%	1.73%	1.60%	-3.4	
América Latina	4.1%	7.1%	3.0%	1.0%	0.04%	0.07%	-4.4	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	4.1%	0.03%	0.03%	0.0	
China	12.7%	12.7%	0.0%	0.9%	0.12%	0.12%	0.0	
EM Ásia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	4.0%	0.63%	0.67%	1.5	
EM Ásia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	0.3%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Europa e Oriente Médio	6.9%	6.7%	-0.2%	-0.6%	-0.04%	-0.04%	0.6	
Emergentes	44.0%	47.8%	3.8%	1.8%	0.79%	0.86%	-2.3	
Ações					2.53%	2.47%	-5.8	
Títulos do Tesouro 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	0.5%	0.03%	0.03%	0.0	
Títulos do Tesouro 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	0.6%	0.07%	0.07%	0.0	
Títulos do Tesouro 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	0.5%	0.04%	0.04%	0.0	
TIPS dos EUA	2.8%	2.8%	0.0%	0.8%	0.02%	0.02%	0.0	
IG corporativo global	26.5%	26.5%	0.0%	1.2%	0.31%	0.31%	0.0	
HY corporativo global	4.3%	4.3%	0.0%	1.0%	0.04%	0.04%	0.0	
Dívida emergentes	57.7%	57.7%	0.0%	0.9%	0.51%	0.51%	0.0	
EM Soberano IG	5.0%	5.0%	0.0%	1.2%	0.06%	0.06%	0.0	
EM Soberano HY	5.5%	4.5%	-1.0%	2.8%	0.16%	0.13%	-2.0	
EM Corporativo IG	3.6%	4.1%	0.5%	0.9%	0.03%	0.04%	0.0	
EM Corporativo HY	5.0%	5.5%	0.5%	1.1%	0.06%	0.06%	0.2	
Mercados locais EM	23.2%	23.2%	0.0%	-0.1%	-0.03%	-0.03%	0.0	
Emergentes	42.3%	42.3%	0.0%	0.6%	0.27%	0.25%	-1.8	
Renda fixa					0.78%	0.77%	-1.8	

*Anualizado ** Desde 2001
Dados em 31 de março de 2024

Em março, a alocação em ações foi aumentada de *UW* para neutra, os títulos foram mantidos *underweight* e 5% foram alocados em caixa. No final de março, o portfólio do TAACo Global teve um ganho de 1,6%, 5 bps abaixo do *índice de referência*, principalmente devido à posição de caixa e à seletividade.

Em março, no nível da *análise de atribuição*, (i) a alocação de ativos gerou perdas com a posição comprada em caixa, em um mês em que tanto a renda fixa quanto as ações aumentaram os ganhos; (ii) a seleção de instrumentos foi negativa: a posição vendida na Europa e a LatAm *OW* geraram perdas. Em títulos, fomos prejudicados pela posição vendida em EMBI HY.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início **	
TAACo	1.6%	2.4%	2.4%	9.2%	0.6%	3.9%	3.7%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.7%	2.4%	2.4%	9.7%	-0.6%	3.2%	2.9%	3.8%	10.2%
Perf. inferior/superior (bps)	-5	-6	-6	-50	120	76	73	130	
Ações	2.5%	5.1%	5.1%	15.6%	1.5%	6.1%	4.9%	3.8%	15.2%
Benchmark	2.5%	5.2%	5.2%	15.8%	1.4%	6.1%	4.8%	3.4%	15.1%
Europa, exceto Reino Unido	3.2%	5.4%	5.4%	12.5%	3.5%	6.7%	2.7%	3.1%	20.0%
Europa Small Cap ex Reino Unido	3.4%	0.8%	0.8%	5.6%	-2.9%	5.1%	3.5%	7.0%	23.9%
REINO UNIDO	4.5%	3.1%	3.1%	10.9%	7.6%	5.1%	2.9%	4.4%	19.6%
Crescimento de grandes capit	1.5%	11.8%	11.8%	43.5%	13.0%	19.4%	16.6%	--	21.5%
Valor Large Cap dos EUA	4.6%	9.0%	9.0%	20.6%	8.3%	9.4%	8.5%	--	16.8%
Pequenas empresas dos EUA	3.8%	5.6%	5.6%	22.2%	2.9%	9.6%	8.8%	9.2%	23.7%
Japão	2.3%	10.2%	10.2%	23.5%	1.6%	5.6%	4.6%	2.2%	15.8%
Desenvolvidos	3.2%	8.9%	8.9%	25.1%	8.6%	12.1%	9.4%	6.9%	19.2%
América Latina	1.0%	-4.0%	-4.0%	22.1%	10.9%	3.7%	1.8%	8.1%	30.7%
LatAm Small Cap	4.1%	-2.0%	-2.0%	21.2%	2.7%	0.6%	-2.0%	6.5%	33.6%
China	0.9%	-2.2%	-2.2%	-17.1%	-18.9%	-6.3%	1.2%	6.6%	26.7%
EM Ásia ex China	4.0%	6.2%	6.2%	22.7%	2.8%	9.6%	7.1%	--	20.3%
EM Ásia Small Cap	0.3%	0.9%	0.9%	22.4%	3.7%	9.3%	6.0%	9.2%	19.9%
EM Europa e Oriente Médio	-0.6%	0.0%	0.0%	6.9%	-8.1%	-4.4%	-4.6%	2.2%	20.3%
Emergentes	2.5%	2.4%	2.4%	8.4%	-5.6%	1.8%	2.9%	7.7%	19.2%
Renda Fixa	0.8%	-0.4%	-0.4%	3.5%	-2.5%	0.4%	1.2%	4.1%	6.5%
Benchmark	0.8%	-0.4%	-0.4%	3.7%	-2.9%	0.0%	0.8%	3.5%	6.5%
Títulos do Tesouro 5Y	0.5%	-0.8%	-0.8%	0.6%	-2.6%	0.1%	0.9%	3.1%	4.7%
Títulos do Tesouro 10Y	0.6%	-1.6%	-1.6%	-2.4%	-4.2%	-1.0%	0.8%	3.4%	8.3%
Títulos do Tesouro 30Y	0.5%	-3.9%	-3.9%	-8.2%	-9.7%	-4.1%	0.6%	4.1%	17.3%
TIPS dos EUA	0.8%	-0.1%	-0.1%	0.5%	-0.5%	2.5%	2.2%	4.3%	6.2%
IG corporativo global	1.2%	-0.8%	-0.8%	5.1%	-2.8%	0.8%	1.4%	4.3%	9.0%
HY corporativo global	1.0%	1.4%	1.4%	11.0%	0.8%	3.4%	3.5%	6.8%	10.0%
Dívida Desenvolvidos [1]	0.9%	-1.1%	-1.1%	2.0%	-3.7%	0.0%			
EM Soberano IG	1.2%	-0.8%	-0.8%	3.4%	-3.4%	0.4%	2.4%	5.7%	9.7%
EM Soberano HY	2.8%	4.5%	4.5%	18.9%	2.4%	1.4%	2.9%	7.5%	14.6%
EM Corporativo IG	0.9%	1.1%	1.1%	6.0%	-1.8%	1.4%	2.7%	--	6.5%
EM Corporativo HY	1.1%	4.4%	4.4%	9.9%	-1.6%	1.9%	4.1%	--	10.8%
Mercados locais EM	-0.1%	-1.0%	-1.0%	2.9%	-0.4%	1.0%	0.1%	--	9.9%
Dívida Emergentes [1]	0.6%	0.5%	0.5%	5.5%	-1.2%	0.0%			
Caixa	0.5%	1.3%	1.3%	5.3%	2.6%	2.0%	1.4%	1.5%	0.6%
Ouro	8.1%	6.5%	6.5%	11.9%	9.4%	11.3%	5.5%	9.7%	14.7%

* 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.