

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	Maio	3 meses	YTD	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos		
TAACo	2.2%	2.0%	2.7%	10.8%	-0.9%	4.3%	3.5%	5.0%	10.4%
Benchmark	2.3%	2.0%	2.8%	11.2%	-1.8%	3.6%	2.7%	3.7%	10.2%
Desempenho inferior/superior	-14	-6	-7	-42	95	76	73	129	
Ações	2.8%	3.6%	6.3%	18.5%	-0.1%	7.2%	4.8%	3.9%	15.2%
Benchmark	3.0%	3.8%	6.6%	18.6%	0.0%	7.2%	4.6%	3.4%	15.1%
Renda Fixa	1.6%	0.3%	-0.9%	3.9%	-3.5%	0.0%	0.9%	4.1%	6.5%
Benchmark	1.6%	0.3%	-0.9%	4.1%	-3.9%	-0.4%	0.5%	3.5%	6.5%
Caixa	0.5%	1.4%	2.3%	5.5%	3.0%	2.1%	1.5%	1.5%	0.6%
Ouro	1.8%	14.7%	13.0%	19.5%	7.3%	12.6%	6.5%	9.9%	14.3%

Resultados em 31 de maio de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

Momentum do mercado: Até quando?

Apesar dos altos *valuations* observados nas ações dos EUA, o *Momentum* e a confiança do mercado permanecem firmes com o início do período de férias no hemisfério norte, onde operam as principais bolsas de valores do mundo. Em geral, isso implica volumes de negociação mais baixos e uma maior predominância de dados macro em relação aos dados corporativos. Até o momento, neste ano, o que impulsionou a alta do mercado foi dominado por esse *momentum*, mais do que por outras variáveis. Assim, surge a questão de saber quanta tração isso ainda tem, se está se transformando em complacência e até que níveis certos *valuations* são razoáveis.

O que está além dos altos *valuations* observadas em determinadas ações? Os aumentos das ações foram liderados e concentrados em algumas ações, todas elas ligadas ao setor de tecnologia/digital e, mais recentemente, ao boom da Inteligência Artificial. Daí o apelido de "Magnificent 7" (Apple, Microsoft, Alphabet, Nvidia, Meta e Tesla), entre as quais, nos últimos meses, algumas se descolaram e outras continuaram subindo de preço e, além disso, apresentaram resultados sólidos no primeiro trimestre deste ano, com fundamentos que as sustentam acima das expectativas do mercado (Nvidia).

Nos resultados corporativos, as empresas do S&P 500 também surpreenderam positivamente, não apenas as de tecnologia, mas todos os setores. Outras questões surgem: os lucros continuarão com esse dinamismo, quanto disso já está incorporado aos preços e permeará todos os setores? Por outro lado, há mercados em outras regiões, países e subclasses de ações que estão ficando para trás e com *valuations* em níveis razoáveis/atraentes.

Com relação à atividade econômica nos EUA, os dados recentes mostram uma economia menos dinâmica (como emprego e setor imobiliário). No entanto, embora o cenário que estamos vendo se consolidar seja o de *um soft landing*, os dados de atividade e inflação são mistos e ainda não nos permitem concluir o início do fim da política monetária restritiva. Além disso, o nível de

ÍNDICE

Momentum do mercado: até quando?1

Alocação de ativos3

Resultados globais do TAACo em maio de 2024..16

Histórico do Desempenho17

Incerteza sobre a continuação do rali de verão no hemisfério norte

Os aumentos das ações continuam a ser liderados e concentrados por algumas ações

Quanto dos relatórios corporativos está embutido nos preços?

O cenário de *soft landing* está se consolidando

sensibilidade à taxa de juros e as expectativas de taxas de juros mais baixas são muito altos e continuam a gerar alta vulnerabilidade no mercado de títulos.

A prova disso é que, no início deste ano, eram esperados seis cortes (de 25 bps cada) na taxa de juros de referência dos EUA (*Fed Funds Rate*, atualmente em 5,5%), um indicador que atualmente é de apenas 1-2 dois cortes até o final do ano. Por trás disso está uma inflação "teimosa" que tem se mostrado difícil de ser reduzida. Atualmente, ela está em 3,4% em doze meses (final de abril), certamente bem abaixo do pico anual de mais de 9% há dois anos (junho de 2022), mas ainda muito aquém dos desejáveis 2% de longo prazo.

Na China, mantemos uma postura construtiva como alternativa tática nas ações. Há uma postura pragmática das autoridades quanto à necessidade de crescimento econômico. Além disso, o crescimento econômico está sendo sistematicamente corrigido para cima até 2024, chegando a quase 5%. O estímulo monetário e fiscal está em andamento (embora precise ser mais vigoroso) e as autoridades, de modo geral, estão sendo muito expressivas em termos de declarações sobre crescimento, produtividade, governança corporativa e outros.

Embora o risco político e geopolítico aumente no segundo semestre do ano (principalmente devido às eleições nos EUA em novembro), espera-se que *o momentum* continue presente e apoie o mercado de ações.

Para junho, foi mantida uma posição neutra em ações, *underweight* em renda fixa e *overweight* em caixa. Dentro das classes de ativos, no que diz respeito às ações, decidiu-se neutralizar a maioria das posições antes desse período de recesso parcial nos mercados mais importantes do mundo. Esse é o caso das ações dos EUA, onde a posição neutra é mantida, e no caso das ações europeias, o *underweight* foi reduzida e, neste mês, ela também permanecerá neutra. Em títulos, a cautela ainda é favorecida devido à alta volatilidade, com *Overweight* em *Treasuries* em toda a curva e títulos corporativos emergentes.

As expectativas de cortes nas taxas diminuem, com a inflação "teimosa".

Posicionamento construtivo em ações chinesas de maneira tática

Apesar de mais barulho político, o *momentum* seria mantido.

Ações neutras, títulos *UW* e caixa *OW*

ALOCÇÃO DE ATIVOS: JUNHO DE 2024

TAACo Global	Bench.	Mai	Junho	OW / UW	Diferença	
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 Carteira						
Europa, ex Reino Unido	14.0%	13.0%	14.0%	N	1.0%	+ A Europa é neutralizada pela UW
Europe Small Cap ex Reino Unido	1.0%		1.0%	N	1.0%	+ A Europa é neutralizada pela UW
REINO UNIDO	3.0%	2.4%	3.0%	N	0.6%	+ A Europa é neutralizada pela UW
US Large Caps Growth	17.0%	17.0%	17.0%	N		Neutro nos EUA em todos os estilos
US Large Caps Value	15.0%	15.0%	15.0%	N		Neutro nos EUA em todos os estilos
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N		Neutro nos EUA em todos os estilos
Japão	5.0%	5.0%	5.0%	N		
Mercados desenvolvidos	59.0%	56.4%	59.0%	N	2.6%	+ LatAm neutralizado da OW
América Latina	5.0%	6.6%	5.0%	N	-1.6%	- LatAm neutralizado da OW
LatAm Small Caps	1.0%	1.0%		UW	-1.0%	- OW China
China	10.0%	11.0%	11.0%	OW	1.0%	OW China
EM Ásia ex China	20.0%	20.0%	20.0%	N		
EM Ásia Small Cap	5.0%	5.0%	5.0%	N		
Mercados emergentes	41.0%	43.6%	41.0%	N	-2.6%	-
Total de ações	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 2Y	5.9%	6.5%	6.5%	OW	0.6%	Em renda fixa: duração da UW (incluindo caixa)
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	14.0%	OW	1.6%	Treasuries dos EUA de 2, 10 e 30 anos
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	8.0%	OW	0.8%	0.8% + Treasuries dos EUA de 2, 10 e 30 anos
TIPS dos EUA	2.8%	2.8%	2.8%	N		
Global Corporate IG	27.5%	24.4%	22.6%	UW	-4.9%	-1.8% - UW Global Corporate IG e HY
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	3.2%	UW	-1.1%	-1.0% - UW Global Corporate IG e HY
Dívida desenvolvidos	60.1%	58.1%	57.1%	UW	-3.0%	-1.0% - UW Global Corporate IG e HY
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N		
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	4.1%	OW	0.8%	RF emergente: OW Corporates e mercados locais
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	6.0%	OW	1.2%	RF emergente: OW Corporates e mercados locais
EM Local Markets	21.0%	21.0%	22.0%	OW	1.0%	1.0% + RF emergente: OW Corporates e mercados locais
Dívida Emergentes	39.9%	41.9%	42.9%	OW	3.0%	1.0% + RF emergente: OW Corporates e mercados locais
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%			

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX REINO UNIDO: neutraliza o *underweight de Large Cap e Small Cap*

O crescimento econômico do velho continente pode ter atingido um platô e estamos começando a ver melhorias no nível macroeconômico. Depois de crescer 0,5% em relação ao ano anterior no primeiro trimestre, o crescimento se aceleraria nos trimestres seguintes (o segundo cresceria 0,9%, o terceiro 1% e o quarto 1,5%). Assim, este ano o PIB da zona do euro crescerá 1%, um número que foi corrigido para cima no último mês.

A surpresa econômica tem se mantido positiva desde fevereiro e as perspectivas estão melhorando. O PMI composto (entre manufatura e serviços) aumentou pelo sexto mês consecutivo, ficando em 52,2 pontos (50 bps é o limite de expansão/contração de um setor nos próximos 12 meses). Por outro lado, a confiança do investidor (Sentix) atinge

território positivo pela primeira vez nos últimos dois anos. Entretanto, o consumo permanece estagnado, apesar de um mercado de trabalho apertado (taxa de desemprego de 6,4% em abril).

Do ponto de vista monetário, embora a inflação de maio tenha aumentado mais do que o esperado para 2,6% em relação ao ano anterior (2,9% subjacente), o Banco Central Europeu (BCE) decidiu começar a cortar as taxas de juros na reunião de junho, após nove meses de taxas de juros inalteradas. Dada a persistência da inflação, o BCE revisou para cima a estimativa de inflação para este e o próximo ano, para 2,5% e 2,2%. Assim, sem que o BCE se comprometa com uma trajetória concreta das taxas e confirme a dependência dos dados, o mercado espera de 1 a 2 cortes adicionais nas taxas este ano, começando entre setembro e outubro. Apesar do corte da taxa, a curva da taxa de juros está se inclinando com a correção para cima na projeção da inflação. Nos últimos 30 dias, a taxa do Bund alemão de 2 anos subiu para 2,95% e a de 10 anos para 2,60%.

Por sua vez, as eleições para o Parlamento Europeu geraram ruído. Esperava-se que os partidos tradicionais de centro perdessem representação, mas não os partidos eurocéticos de extrema direita. No caso da França, o partido de Marine Le Pen - Rally Nacional - obteve 32% dos votos contra 15% de Macron. Isso levou à inesperada decisão do presidente francês de dissolver a Assembleia Nacional e convocar eleições legislativas antecipadas para o final de junho. O mercado reagiu negativamente, principalmente as ações francesas, enquanto o euro se enfraqueceu. Ainda não se sabe até que ponto a reação é exagerada.

As ações da zona do euro representam ~12% das ações globais. Em nível de país, a França ocupa a primeira posição, seguida pela Alemanha. Os setores mais relevantes são o financeiro, o industrial, o de consumo discricionário e o de tecnologia. O setor financeiro, por outro lado, se beneficiaria de uma inclinação da curva da taxa de juros com o desenrolar do ciclo monetário expansionista. O setor industrial poderia ser apoiado pela recuperação da China após uma série de novas medidas de estímulo econômico. O setor de consumo discricionário e o de tecnologia são mais sensíveis às taxas de juros, com ambos os setores se beneficiando do início do ciclo de taxas de juros baixas.

Em maio, as ações europeias contribuíram para os ganhos globais, mas ficaram para trás. O Stoxx 50 subiu 2,9% (em dólares), abaixo de seus pares norte-americanos. Os valuations permanecem atraentes e os pares desenvolvidos estão defasados em relação aos long/short. A relação Preço/Utilidade de doze meses (P/E fwd.) é negociada 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 setor corporativo, o crescimento dos lucros para este ano está estimado em 8,5%, o que foi corrigido para cima nos últimos três meses, mas está abaixo de seus pares desenvolvidos. Apesar disso, não houve entradas líquidas de ETFs na região até o momento este ano, o que deve mudar quando os investidores começarem a internalizar o *impulso* econômico, corporativo e acionário.

Apesar dos fluxos fracos, a economia parece ter atingido um piso - pelo menos parou de cair -, as perspectivas estão melhorando e a região se beneficiaria de cortes nas taxas. Assim, dados os valuations atraentes, a defasagem das ações e o alto *dividend yield* (~3,3%), **decidimos neutralizar a posição em ações europeias de *underweight*.**

REINO UNIDO: Neutralizado de *underweight*

Um abalo político levou o primeiro-ministro Rishi Sunak a decidir antecipar as eleições gerais para 4 de julho. Os conservadores perderam o apoio e as pesquisas preveem que os trabalhistas assumiriam o poder com uma grande

maioria de Sir Keir Starmer. A mudança de governo pode ser positiva para os mercados, considerando que a agenda dos trabalhistas é um pouco mais favorável ao crescimento, com foco na manutenção da sustentabilidade fiscal, prometendo não aumentar os impostos.

Do lado econômico, *o impulso* continua positivo e ascendente. O crescimento do primeiro trimestre surpreendeu com um valor de 0,2% em relação ao mesmo período do ano anterior. A perspectiva é de que o país cresça impulsionado pelo aumento dos gastos do governo, 0,6% este ano (que é corrigido para cima) e 1,2% em 2025, apoiado pela maior demanda interna. Entretanto, a melhoria econômica não permeia o setor corporativo. A Facset estima que o crescimento dos lucros do MSCI UK será de apenas 2,7% este ano, o que foi corrigido para baixo no último mês e está abaixo de seus pares desenvolvidos.

O mercado de trabalho continua apertado. Embora a taxa de desemprego tenha subido inesperadamente para 4,4% no trimestre móvel encerrado em abril, os salários aumentaram 5,9% em relação ao ano anterior. Ainda assim, os consumidores estão cautelosos: as vendas no varejo decepcionaram, contraindo quase 3% a.a. em abril, prejudicadas por um mês excepcionalmente chuvoso que desacelerou o comércio. Por outro lado, a produção industrial superou as expectativas com um aumento de 0,5% a.a., enquanto o PMI do setor industrial voltou ao território expansionista, com 51,2 pontos.

A inflação desacelerou em abril, mas foi registrada acima das expectativas (2,3% para o índice *principal* e 3,9% para o núcleo). Apesar da convergência do índice de preços, o mercado está se alinhando com o sentimento *hawkish* e agora espera apenas um ou dois cortes nas taxas este ano, a partir de setembro. A partir de 10 de junho, a curva de taxas se inclina, com os maiores aumentos no último mês na extremidade longa da curva: a taxa de 2 anos está em 4,48% e a de 10 anos em 4,27%.

Embora tenha havido saídas constantes até agora neste ano, dados recentes sugerem que a perspectiva da economia está melhorando na margem antes de uma mudança de governo. Além disso, como os valuations estão sendo negociados abaixo da média de cinco anos em termos absolutos e relativos, **foi tomada a decisão de neutralizar as ações do Reino Unido, deixando de ser *underweight*.**

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

Está se formando um cenário em que o *soft landing* se torna mais provável. A economia está esfriando, mas em um ritmo gradual. Mesmo com surpresas no mercado de trabalho.

Em maio, a criação de empregos acelerou para 272 mil novos empregos, com a taxa de desemprego subindo para 4,0%. Os salários se aceleraram e subiram 4,1% ao ano, o que ainda é uma fonte de preocupação para o Fed, pois continuam a subir mais do que o nível de preços.

Os sinais são mistos. Embora o emprego surpreenda pelo lado positivo, a atividade está se normalizando. Em abril, as vendas no varejo decepcionaram, com crescimento mensal zero, assim como a produção industrial. As perspectivas para o setor não conseguem manter a tendência de alta e o indicador principal de manufatura ISM cai novamente para 48,7 pontos, afetado por um declínio significativo no volume de novos pedidos.

Do ponto de vista monetário, a inflação de maio surpreendeu negativamente pela primeira vez neste ano, chegando a 3,3% em relação ao ano anterior (com o núcleo da medida permanecendo em 3,4%). Apesar desse número, a inflação

tem sido persistente até agora neste ano e a meta de 2% não seria atingida até o final de 2025. O mercado espera que o corte da taxa comece em setembro, com 1 a 2 cortes de 25 bps este ano, dependendo da evolução dos dados. A curva de rendimentos do Tesouro permanece volátil, com um *bull flattening* nos últimos 30 dias (quedas mais acentuadas na extremidade longa da curva). Em 12 de junho, a taxa de 10 anos estava em 4,28% e a taxa de 2 anos em 4,68%.

As ações dos EUA lideraram os ganhos em maio, revertendo grande parte das quedas de abril. Relatórios corporativos positivos, com surpresas positivas em todos os 11 setores, sustentaram os preços. No caso do Nasdaq100, o índice de tecnologia subiu 6,3%, com a NVIDIA subindo 27%, respondendo por um quarto do aumento do índice. Até 2024, espera-se que os lucros cresçam em torno de 12%, o que é corrigido para cima no último mês e supera o desempenho de seus pares desenvolvidos.

Os valuations estão em uma tendência de alta, com índices P/E *fwd.* acima das médias históricas, mas abaixo de níveis comparáveis aos da bolha *pontocom* no início dos anos 2000. Os índices P/E *fwd.* das ações de *growth* e *value* são negociados acima das médias de 10 anos, mas nas ações de *pequena capitalização* não há apenas desconto, mas também defasagem, embora com alta volatilidade na classe de ativos.

Enquanto isso, no campo político, o candidato republicano à presidência, Donald Trump, foi considerado culpado de uma série de acusações em um julgamento criminal. Sua condenação será anunciada em 11 de julho, mas seus advogados já anunciaram um recurso. Assim, a corrida presidencial continua enquanto se aguardam as convenções dos candidatos republicanos e democratas. Até o momento, Trump tem uma vantagem marginal sobre Joe Biden (50% vs. 45% de apoio, respectivamente, conforme estimativa da Predictit).

Devido à alta sensibilidade às divulgações de dados econômicos, à vulnerabilidade às condições financeiras restritivas, às taxas de juros altamente voláteis, ao adiamento do corte das taxas e à chegada do verão no hemisfério norte - que se caracteriza por volumes de negociação mais baixos -, optou-se por manter a **cautela em relação às ações dos EUA em todos os estilos, com uma posição neutra.**

JAPÃO: Mantida a exposição neutra às ações japonesas

As ações japonesas ficaram novamente para trás em maio e tiveram um dos piores desempenhos entre os mercados desenvolvidos. Depois de um início de ano excepcional, as ações japonesas estão perdendo o ímpeto e a força do setor de exportação, devido ao enfraquecimento do iene, não consegue sustentar os retornos.

A defasagem continua a atenuar os *valuations*. O índice P/E *fwd.* permanece em níveis justos em termos absolutos, mas é negociado com um desconto em relação aos pares desenvolvidos. Os lucros cresceriam em torno de 9% em 2024, uma estimativa que foi corrigida para baixo no último mês e está abaixo de seus pares desenvolvidos.

Enquanto isso, o *impulso* econômico tornou-se fortemente negativo. O crescimento do primeiro trimestre decepcionou ao contrair 1,8% em termos anuais, afetado pela fraca demanda doméstica, fraco investimento e queda nas exportações. A estimativa de crescimento para 2024 foi reduzida de 0,7% para 0,4% nos últimos 30 dias.

A inflação ficou em 2,5% a.a. em abril (2,4% na medida do núcleo), abaixo do esperado. O aumento da inflação permite que o Banco do Japão justifique o fim das taxas de juros negativas. O mercado internaliza mais dois ou três aumentos de taxas no restante do ano, começando entre julho e setembro, o que poderia apoiar o enfraquecimento do iene. Até agora, neste ano, o iene perdeu quase 10% de seu valor, provocando intervenções malsucedidas para conter a desvalorização da moeda.

Apesar das valorizações atraentes e das reformas estruturais em andamento, devido à deterioração da *dinâmica* econômica e corporativa, juntamente com os fluxos de saída nas últimas quatro semanas, **decidiu-se manter a posição neutra em ações japonesas.**

NEUTRO EM EM EQUITIES: OW China, UW LatAm Small Cap, neutro LatAm Large Cap e Asia EM ex-China

Em maio, os mercados globais retomaram os ganhos que haviam sido interrompidos em abril. Os mercados emergentes ficaram para trás, arrastados pelo desempenho negativo da América Latina, enquanto a China começou o mês com um desempenho positivo, que foi parcialmente revertido na segunda metade. Embora a convicção permaneça em algumas regiões, antes do verão no hemisfério norte, quando a liquidez é baixa, decidimos **mudar a posição dos mercados emergentes de OW para neutra.**

AMÉRICA LATINA: UW Small Cap e Neutro Large Cap

Dada a falta de *impulso* observada nos mercados latino-americanos, decidiu-se reduzir a posição. Na *parte de Small Caps*, composta principalmente pelo Brasil, optou-se por um *underweight* devido à falta de catalisadores no curto prazo. As ações de menor porte tendem a ser impulsionadas por taxas de juros mais baixas, enquanto no Brasil as expectativas se ajustaram para menos cortes nas taxas até o fim do ano. Com relação às ações maiores, o mercado também não está conseguindo gerar tração, em meio a eventos políticos que aumentaram a volatilidade. Como resultado, **decidimos mover as ações de Small Caps de neutras para UW e neutralizar a posição OW em ações de Large Caps da América Latina.**

Em maio, o mercado acionário **brasileiro** se desacoplou com perdas (5,9% em dólares). Após as enchentes, a pressão sobre os cofres fiscais aumentou, e isenções fiscais para alguns municípios e setores foram aprovadas, o que também implicará em menores receitas. Ao mesmo tempo, o Banco Central adotou um tom mais *hawkish* e, embora na reunião de maio tenha reduzido o ritmo de cortes para 25 bps para levar a taxa Selic para 10,5%, o mercado espera que os próximos cortes estejam sujeitos aos movimentos do Fed e que a taxa feche o ano em dois dígitos. Isso prejudica o desempenho das ações, pois mantém a atratividade dos títulos locais. Embora a inflação esteja desacelerando, ela subiu para 3,9% a.a. em maio e o impacto das enchentes sobre os registros futuros ainda é desconhecido. As projeções de lucros foram revisadas para baixo, tanto para este ano quanto para o próximo, no último mês, e foram observadas saídas de ETFs no último mês. Ainda assim, os valuations permanecem atraentes em perspectiva histórica, com o P/E *fwd.* e o P/E *trailing em* torno de 0,6 desvios-padrão abaixo da média de 5 anos. Ao mesmo tempo, estima-se que as enchentes subtraíam apenas 0,1% do PIB este ano, e as projeções continuam a apontar para um crescimento econômico da ordem de 2% este ano. Assim, embora os fundamentos macroeconômicos permaneçam, o mercado continua a perder *impulso* e os rumores de responsabilidade política e fiscal estão aumentando, o que levou à decisão de **neutralizar a posição da OW em ações brasileiras.**

No **México**, o resultado inesperado da eleição acrescentou uma volatilidade não vista no ano passado. Embora tenha sido internalizado que a candidata do partido governista, Claudia Sheinbaum, seria eleita, a diferença de mais de 30 pontos percentuais que ela obteve em relação ao segundo colocado, Xóchitl Gálvez, não era esperada. Outro resultado inesperado foi a maioria qualificada (2/3 dos assentos) obtida na câmara baixa, o que facilita a aprovação de reformas *favoráveis ao mercado que poderiam* potencialmente aumentar a volatilidade dos mercados. Além disso, os resultados preliminares mostraram que a coalizão governista também havia obtido uma maioria qualificada no Senado, porém, no final da semana, isso foi descartado, permitindo que os mercados se recuperassem das quedas do dia pós-eleitoral. O novo congresso toma posse em 1º de setembro, e o mandato de AMLO termina em 30 de setembro, portanto, nos próximos quatro meses, espera-se que o mercado mexicano mantenha a volatilidade associada aos altos e baixos políticos antes das eleições nos EUA. Isso também afetou o peso mexicano, que, após a força demonstrada até agora neste ano,

enfraqueceu para mais de MXN 18 por dólar e apresentou uma correção saudável. A economia está esfriando, mas as expectativas ainda apontam para um crescimento de 2,2% este ano, superior ao do restante da região. Por outro lado, a inflação continua rígida, mas surpreendeu o mercado ao se manter em 4,7% ao ano em maio, enquanto o núcleo da inflação continuou a cair. Após as eleições, a Assembleia de Governadores do Banxico não fez muitos comentários, mas o mercado ainda espera que ela corte a taxa em 25 pontos-base, a cada duas reuniões, para 10% até o final deste ano. Os valuations continuam a ser negociadas com um desconto em relação ao seu histórico, mas as projeções de lucros foram revisadas para baixo, tanto para este ano quanto para o próximo. Quanto ao fluxo, a semana que terminou na quarta-feira após a eleição registrou os maiores fluxos de entrada em fundos e ETFs desde novembro de 2016, mas isso provavelmente se materializou antes do domingo, 2 de junho, dia da eleição. Assim, dada a volatilidade do mercado mexicano, que deve continuar nos próximos meses, decidimos **manter uma posição neutra em ações mexicanas**.

O mercado **chileno** teve um desempenho superior ao da região em maio, o que foi apoiado ainda mais por uma valorização significativa do peso. A IPSA obteve um desempenho positivo de 5,9% (em dólares). A força do cobre durante o mês, que alcançou os níveis mais altos de todos os tempos, chegando a US\$ 5,1 por libra, apoiou o mercado de ações e as perspectivas de crescimento. Do ponto de vista político, o presidente fez seu terceiro Balanço Público, no qual anunciou iniciativas que não correspondem às prioridades da população, o que estressou o relacionamento com a oposição e reduziu a probabilidade de aprovação de reformas estruturais, como as reformas previdenciária e tributária. Isso ajuda a manter a incerteza política e econômica contida, mantendo o prêmio de risco baixo e apoiando o mercado de ações. Além disso, as eleições primárias foram realizadas no segundo fim de semana de junho em alguns municípios antes das eleições regionais de outubro, com um baixo comparecimento dos eleitores. Do ponto de vista macroeconômico, a atividade mensal continua a crescer e, em março, avançou 3,5% em relação ao ano anterior, embora ligeiramente abaixo das expectativas pelo segundo mês consecutivo. Assim, as projeções de crescimento estão consolidadas em torno de 2,5%, acima do potencial. Do lado da inflação, a inflação continua rígida e lenta para convergir para sua meta de 3%. Em maio, o número ficou em 4,1% a/a, acelerando em relação a abril. Nesse contexto, em sua reunião de maio, o banco central se alinhou com o mercado tanto no tamanho do corte da taxa (50 bps) quanto na *orientação*, e trouxe a taxa para 6,0%. Os preços internalizam mais quatro cortes de 25 pontos-base cada um nas próximas três reuniões e a taxa de referência encerrará o ano em 5,0%. Os valuations continuam a ser negociados com um leve desconto histórico, já que as projeções de lucros foram corrigidas para cima neste e no próximo ano no último mês. À medida que a *visão* do Chile se fortalece, com a estabilidade política, melhores perspectivas macroeconômicas, força do cobre e *impulso* positivo, a decisão é **aumentar o OW em ações chilenas**.

Na **Colômbia**, o presidente foi mais uma vez envolvido em escândalos de corrupção, dessa vez envolvendo a Unidade Nacional para a Gestão do Risco de Desastres. Em outras questões políticas, o processo de assembleia constituinte proposto por Petro no passado pode estar prestes a começar, enquanto se aguarda a apresentação do projeto de lei em julho. Com relação à reforma previdenciária, o governo tem 8 dias úteis para aprová-la em seu último e quarto debate, com alguma chance de aprovação. O mercado já previa um risco fiscal crescente na Colômbia, que poderia se transformar em insustentabilidade da dívida pública. Para isso, o Ministro da Fazenda declarou recentemente que há falta de liquidez nas contas fiscais e que será necessário cortar alguns gastos projetados (~USD 5 bilhões, 1,2% do PIB), uma vez que as receitas reais acabarão sendo menores. Assim, apesar do crescimento do PIB ter se acelerado no primeiro trimestre, as projeções para este ano foram corrigidas para baixo, para 1,5% este ano, após um crescimento quase nulo de 0,6% em 2023. Do lado da inflação, as notícias são mais positivas e a inflação continua a convergir, dando ao Banco Central motivos para manter, ou eventualmente acelerar, o ritmo de cortes nas taxas de juros, levando em conta que será a autoridade monetária da região que mais cortará as taxas em 2024, levando-as a 8% até o final do ano. Apesar de tudo o que foi dito acima, o mercado não perdeu o *ímpeto* e registrou um mês de maio positivo. Os valuations continuam atraentes, sendo

negociadas com um P/E *fwd*. cerca de 1 desvio padrão abaixo da média de 5 anos. Em consonância com o momento econômico mais fraco, as projeções de lucros para este ano foram corrigidas para baixo no último mês, e não foram observadas entradas ou saídas para os ETFs do país como um todo no último mês. Assim, **decidimos manter uma posição neutra nas ações colombianas**, mesmo quando a situação macropolítica é negativa, devido às valuations atraentes e ao inegável *momentum* do mercado acionário.

No **Peru**, a insatisfação política com o governo continua, e o índice de aprovação de Dina Boluarte está abaixo de dois dígitos e ela está envolvida em vários escândalos de corrupção. De qualquer forma, o cenário básico continua sendo o de que tanto o atual governo quanto o Congresso permanecerão no cargo até 2026. Após a aprovação da sétima retirada dos fundos de pensão, a reforma previdenciária, que foi aprovada por votação simples no parlamento, está avançando. Os principais pontos abordados por essa reforma são: proibir que os contribuintes retirem fundos durante sua vida ativa, contribuições para consumo, que os trabalhadores autônomos comecem a contribuir, implementar uma pensão mínima cobrada do Estado e com um mínimo de 240 contribuições e aumentar a concorrência nos administradores de fundos de pensão. Ainda está pendente uma segunda votação sobre essa iniciativa. Em um nível geral, os dados de atividade no último mês ficaram abaixo das expectativas, levando o mercado a consolidar suas expectativas de crescimento no limite inferior de sua faixa (~2,5%). Entretanto, isso permitiu que a inflação continuasse a convergir e atingisse a meta de 2,0% em maio. Assim, espera-se que o banco central continue cortando as taxas em 25 bps. por reunião nas próximas três reuniões. Enquanto isso, os valuations continuam a ser negociados em torno das médias históricas e, apesar do ruído político, o mercado tem *impulso*, impulsionado pelo setor de mineração e pelo aumento dos preços dos metais industriais. Assim, mesmo com os fundamentos macroeconômicos e políticos enfraquecidos, a **posição neutra nas ações peruanas é mantida** devido a um Banco Central que continuará com os cortes nas taxas e um impulso do setor de mineração para o mercado de ações.

Uma agenda política congestionada continua na **Argentina**, com a votação da Ley Bases e do pacote fiscal no Senado marcada para 12 de junho. Apesar da pausa em sua aprovação, espera-se que uma versão atenuada de ambos seja finalmente aprovada. No entanto, outra iniciativa que está avançando é a reforma previdenciária, que seria um grande obstáculo para o pacote fiscal, pois significaria mais aumentos nas pensões e gastos de ~0,6% do PIB. O presidente declarou que vetará a iniciativa se ela for aprovada em sua fase final. Apesar da agenda política turbulenta, o presidente ainda desfruta de índices de aprovação saudáveis, em torno de 50%, e o Índice de Confiança no Governo aumentou em maio, rompendo a tendência negativa dos últimos quatro meses. As medidas do governo foram eficazes em reduzir a inflação para 8,8% ao mês em abril, caindo abaixo de dois dígitos pela primeira vez desde julho do ano passado. Embora tenham sido bem-sucedidas em reduzir a inflação, a atividade continua em queda livre e as projeções para este ano foram revisadas para cima, apontando para uma contração do PIB de cerca de 4%. Apesar dos valuations atraentes e das entradas líquidas de fluxos de investimento, o mercado de ações argentino perdeu força até agora em junho, já que os investidores ficaram mais incertos quanto a uma eventual recuperação econômica. Ao mesmo tempo, o banco central continuou a cortar as taxas de acordo com as pressões inflacionárias mais baixas, mas aumentando a volatilidade da taxa de câmbio. Assim, decidimos **manter nosso *underweight* em ações argentinas**.

CHINA: Decisão de manter a OW

As autoridades chinesas surpreenderam ao anunciar medidas concretas para lidar com a crise imobiliária, sinalizando uma mudança para o pragmatismo e um sinal positivo de que as medidas não seriam suficientes. Embora a reunião semestral do Politburo tenha indicado que novas medidas no setor seriam estudadas, o anúncio foi feito rapidamente, surpreendendo o mercado, que esperava meses de trabalho antes do anúncio das medidas.

As iniciativas buscam lidar com a crise tanto do lado da demanda quanto da oferta. Do lado da oferta, o Banco Popular da China anunciou um programa de CNY 300 *bilhões* (~USD 42 *bilhões*) para financiar a compra de estoques de moradias existentes. Da mesma forma, os bancos privados emprestariam para empresas estatais com a mesma finalidade e as propriedades seriam usadas como garantia para aliviar a pressão de liquidez sobre as incorporadoras. Do lado da demanda, foi anunciado que a entrada para a compra da primeira casa seria reduzida para o mínimo histórico de 15% e para a segunda casa para 20%, além da eliminação da taxa mínima de hipoteca em nível nacional.

Essas medidas impulsionaram o desempenho do mercado, que, na primeira metade de maio, o MSCI acumulou um retorno de aproximadamente 15% (em USD), embora isso levasse à realização de lucros por parte dos investidores, encerrando o mês com um aumento de preços de 2,1% (em USD), um dos melhores da Ásia emergente.

Quanto ao relacionamento com os EUA, ele é um tanto difuso. Por um lado, há o aumento das tarifas sobre uma longa lista de produtos para estimular a fabricação nacional em setores críticos. Embora as mudanças tributárias devam afetar cerca de US\$ 18 *bilhões* em importações anuais, a nova imposição foi considerada "simbólica", pois (i) as restrições se concentrariam em produtos de energia verde, como veículos elétricos (a tarifa aumentaria de 27,5% para 102,5% este ano), que representam cerca de 5% dos veículos elétricos do país e (ii) algumas medidas só entrariam em vigor em 2026, dando à China tempo para realocá-las. No entanto, outro foco mais importante para as exportações chinesas é a investigação da UE sobre VEs, que, provisoriamente, concluiu pelo aumento das tarifas. Essas novas tarifas só entrarão em vigor se as negociações com as autoridades chinesas não chegarem a uma solução eficaz.

Por outro lado, o bom *momento* econômico continua e o FMI revisou para cima a projeção de crescimento econômico para este ano, de 4,6% para 5%, ao mesmo tempo em que o indicador Caixin PMI para a indústria e serviços continuou em território expansionista em maio, ainda melhor do que no mês anterior, enquanto as exportações continuam a surpreender e cresceram 7,6% a/a em maio. Por outro lado, a inflação aumentou 0,3% a.a. em maio, mantendo a convergência para a meta. Embora o banco central tenha mantido as taxas de empréstimo de 1 e 5 anos na reunião de maio.

Em relação aos valuations, as ações chinesas estão sendo negociadas com um desconto em relação ao P/E *inicial* e ao P/E *final*. Além disso, durante o mês de maio, a Tencent e a Alibaba, duas das principais empresas do MSCI China, divulgaram resultados do primeiro trimestre melhores do que o esperado, apoiando a alta das ações. Em termos de fluxos, pela primeira vez em meses, os influxos diretos para o principal ETF que replica o índice MSCI foram de 9% do AUM no último mês. Entretanto, as projeções de crescimento dos lucros para este e o próximo ano estão em torno de 13% e 12%, embora ambas tenham sido corrigidas para baixo no último mês. Considerando o *momento* econômico mais favorável, a continuidade do estímulo fiscal e monetário, a busca por relações internacionais mais estáveis, aos valuations atraentes e o retorno dos fluxos, **decidimos manter as ações chinesas da OW.**

ÁSIA EMERGENTE EX CHINA: Manutenção da posição neutra

Ásia emergente ex. A China teve movimentos mistos em maio, e junho foi marcado pelas reações às eleições indianas. Sinais mistos em todas as economias nos levam a permanecer cautelosos na região, com o *impulso* econômico melhorando, os bancos centrais ainda não começaram a reduzir as taxas de juros e as valuations estão apertadas.

Na **Índia**, o processo eleitoral terminou após seis semanas de votação para a formação do Lok Sabha (parlamento). 18th Na Lok Sabha (parlamento), embora Narendra Modi já tenha assumido seu terceiro mandato como primeiro-ministro, o declínio do apoio popular se destaca. Seu partido BJP decepcionou ao conquistar 240 das 303 cadeiras nas eleições de

2019, enquanto a aliança democrática - a coalizão NDA de Modi - conquistou 292 cadeiras no total, o que garantiu o terceiro mandato de Modi (272 necessárias), mas menos de 353 em 2019. Em contrapartida, o partido da oposição quase dobrou suas cadeiras, passando de 52 para 99 em 2019. A campanha eleitoral de Modi foi baseada principalmente no crescimento econômico e em tornar o país desenvolvido até 2047, mas, dado o resultado, essa agenda poderia mudar de rumo devido à obstrução e a uma abordagem mais populista. Entretanto, a continuidade de alguns ministros diminuiu a incerteza. Os principais marcos a serem monitorados serão a agenda para os primeiros 100 dias e a publicação do orçamento completo do ano fiscal de 2024-2025 em julho. Por sua vez, a economia mantém o *ímpeto* e o PIB do primeiro trimestre do ano civil cresceu 7,8% em relação ao ano anterior, acima das expectativas e crescendo 8,2% em relação ao ano anterior no AF23-24. Ao mesmo tempo, tanto o PMI de manufatura quanto o de serviços estão em território amplamente expansionista, atingindo 57,5 pontos e 60,2 pontos, respectivamente, em maio. A inflação em maio continuou a desacelerar, registrando 4,8% a/a, o menor valor em quase um ano. No entanto, a decisão do Banco Central foi de manter a taxa em 6,5% na reunião de junho, embora tenha sido observada uma ligeira mudança, pois foi uma decisão com 4 votos a favor da manutenção e 2 a favor do início dos cortes, enquanto o mercado internaliza um início de cortes na próxima reunião em agosto. Do lado dos valuations, estão sendo negociadas em torno de sua média de 5 anos (P/E *fwd.*). Projeta-se que o crescimento dos lucros atinja 17% e 15% para este e o próximo ano, respectivamente, sendo corrigido para baixo para este ano no último mês. Do lado dos fluxos, os fluxos líquidos para os ETFs do país como um todo e para o ETF mais representativo continuaram no último mês. Apesar do sólido *impulso* econômico e corporativo e da continuidade dos fluxos líquidos de entrada, **permanecemos neutros em relação às ações indianas** devido ao resultado decepcionante das eleições e à volatilidade que isso pode acrescentar ao mercado.

Em maio, as ações **sul-coreanas** recuaram US\$ 3,2%, apesar do bom *momento* dos semicondutores, dando espaço *para os* retardatários. Entretanto, o *impulso* macroeconômico positivo continua. O PMI de manufatura está em território expansionista (51,6 pontos), impulsionado pelo crescimento mais rápido da produção em três anos. Por outro lado, as exportações de maio cresceram 11,7% em relação ao ano anterior, impulsionadas pelos semicondutores, onde as exportações de semicondutores aumentaram 55%, crescendo pelo sétimo mês consecutivo. Do lado dos preços, a inflação continua a desacelerar e, em maio, registrou 2,7% a/a, acima da meta do Banco Central (2%), embora a autoridade monetária tenha decidido manter a taxa de referência em 3,5%. Na mesma ocasião, as autoridades revisaram para cima a projeção de crescimento econômico para este ano, de 2,1% para 2,5%, enquanto mantiveram a projeção de preços ao consumidor em 2,6%. A Nvidia anunciou que está examinando os chips HBM da Samsung, projetados para funcionar em conjunto com aceleradores de inteligência artificial, e espera-se que anuncie a aprovação dentro de dois meses e comece a fornecer para a Nvidia, favorecendo uma das principais empresas do índice MSCI do país. Do lado do mercado, as ações sul-coreanas parecem atraentes e são negociadas com desconto em relação ao índice P/E *fwd.*, enquanto são observados influxos de 7% AUM para o principal ETF do país e as projeções de crescimento dos lucros são corrigidas para cima neste e no próximo ano. Contra o pano de fundo do *momentum* macroeconômico positivo, das valuations atraentes e dos influxos, **a decisão é tomar a decisão de levar as ações sul-coreanas de neutras para overweight.**

Embora as eleições de **Taiwan** tenham sido realizadas em janeiro, a tensão política foi sentida quando o presidente eleito, Lai Ching-te, foi empossado e assumiu o cargo. Em seu discurso de abertura, ele pediu à China que parasse com a intimidação política e militar, acrescentando que "a República da China (Taiwan) e a República Popular da China (China) não são subordinadas uma à outra". A China respondeu que o discurso do presidente taiwanês - também descrito como separatista - enviou sinais perigosos de minar a paz entre os dois lados do Estreito. Nos dias que se seguiram, as tensões entre os dois lados do estreito aumentaram, a China reagiu com exercícios militares e até anunciou o fim das isenções de tarifas sobre as importações de Taiwan. Entretanto, as ações taiwanesas subiram US\$ 5,5% em maio, deixando de lado as tensões e impulsionadas pelo setor de semicondutores, liderado pela Taiwan Semiconductor, que se beneficiou do

impulso da Nvidia. Do ponto de vista econômico, o PMI industrial está acima de 50 pelo segundo mês consecutivo, embora as exportações tenham decepcionado ao crescerem 3,5% a.a. em maio. Em relação à inflação, a inflação acelerou novamente para 2,2% a/a em maio, de modo que o mercado espera que a taxa de referência permaneça em 2% na reunião deste mês. No lado do mercado acionário, os valuations parecem caros. Apesar disso, foram observados fluxos de entrada no último mês. Ao mesmo tempo, as projeções de crescimento dos lucros foram corrigidas para cima para este ano e para baixo para o próximo ano. Assim, a combinação de fatores positivos, como fluxos de entrada e projeções de crescimento dos lucros corrigidas para cima, mas fatores negativos, como valuations ajustados, *momentum* macroeconômico que não está decolando e tensões geopolíticas, decidimos **manter uma posição neutra nas ações de Taiwan**.

As ações **da Indonésia** caíram USD 6% em maio. Enquanto isso, os valuations das ações parecem atraentes, ao passo que as projeções de lucros foram corrigidas para baixo em relação a este ano no último mês, ao mesmo tempo em que foram observadas saídas do principal ETF do país. No lado macroeconômico, a *dinâmica* positiva continua, embora esteja perdendo força, e o PMI industrial caiu para 52 pontos em maio, em comparação com 54 pontos em março. Do lado da inflação, a inflação continua a desacelerar, atingindo 2,8% a.a. em maio, embora o Banco Central tenha decidido manter a taxa de referência em 6,25%, após ter aumentado surpreendentemente a taxa de referência em 25 bps. na reunião de abril para apoiar a moeda. Do lado político, a incerteza aumentou depois que o presidente eleito comentou que um déficit de 3% do PIB era arbitrário e acrescentou que seu objetivo é tornar a Indonésia o país de crescimento mais rápido impulsionado por gastos mais agressivos, preocupando os investidores. Nesse cenário de incerteza política, saídas de capitais, mas com dados macroeconômicos ainda sólidos, **a postura neutra em relação à Indonésia é mantida. Por outro lado**, a economia da **Tailândia** está mostrando sinais de melhora, embora ainda esteja se deteriorando. O PMI de manufatura, pela primeira vez em 9 meses, está em território expansionista (50,3 pontos). Ao mesmo tempo, a inflação aumentou 1,5% a/a em maio, o segundo mês consecutivo com um registro positivo. Mesmo assim, o Banco Central manteve a taxa de referência em 2,5% na reunião de junho, apesar dos apelos da autoridade para iniciar o ciclo de cortes para ajudar a economia. Do lado das ações, as ações caíram USD 3,7% em maio, pressionadas por riscos políticos internos, onde o primeiro-ministro tem uma investigação em andamento que pode levar ao seu impeachment, um julgamento para dissolver o partido da oposição, dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal devido a medidas populistas e nenhum acordo sobre o orçamento fiscal, que pode continuar a ser adiado devido à instabilidade política. Esses fatores tiveram precedência sobre os valuations atraentes das ações (*P/E fwd*), as projeções de crescimento dos lucros que foram corrigidas para cima neste ano (~13%) no último mês, mas para baixo nos últimos três meses (~18%) e os fluxos fracos. Assim, com uma economia deprimida e incerteza política, **a decisão é de permanecer *underweight* em ações tailandesas**.

EMEA

Optamos por um *underweight* a ações regionais no caso de um portfólio emergente, em relação à Ásia emergente e à América Latina.

A África do Sul sofreu com o resultado das eleições para a assembleia geral, com o ANC no poder dependendo de coalizões com outros partidos para permanecer no poder nas mãos de Ramaphosa. Espera-se que o parlamento se reúna na sexta-feira, 14 de junho, para eleger um presidente, caso contrário, novas eleições terão de ser convocadas até 16 de junho. Do ponto de vista macroeconômico, o cenário continua com uma economia em deterioração, inflação persistente (5% a.a. em abril) e uma postura ainda restritiva do Banco Central, com uma taxa de referência de 8,5%. Quanto ao mercado de ações, em maio, as ações retornaram US\$ 0,2% em meio à incerteza eleitoral. Os valuations parecem atraentes (*P/E fwd*), embora tenha havido saídas do principal ETF do país no curto prazo (1 mês) e nos ETFs como um todo. No contexto de uma economia em deterioração, fluxos de saída e incerteza política, **foi decidido manter as ações sul-africanas como *underweight***.

A economia **turca** continua deprimida e o PMI do setor industrial se deteriora e permanece em território contracionista (48,4 pontos). Ao mesmo tempo, a inflação atinge uma nova alta (75,5% a/a em maio), acima das expectativas do mercado; no entanto, o banco central decidiu manter a taxa de referência em 50,0% pela segunda reunião consecutiva. Do lado do mercado de ações, as projeções de lucros são corrigidas para cima e observam-se fracos influxos, impulsionando o mercado de ações, que tem sido usado como um ativo de refúgio seguro, e em maio as ações retornaram US\$ 3,9%, mas sem fundamentos macroeconômicos sólidos. Embora isso possa ser prejudicado pela provável implementação do imposto sobre ganhos de capital. Devido à volatilidade que a inflação injetou na economia, o mercado permanece **neutro em relação às ações turcas**.

Por fim, na Arábia **Saudita**, o indicador PMI do setor industrial permanece em amplo território de expansão (56,4 pontos em maio). Com relação à produção de petróleo, a OPEP anunciou que os cortes voluntários de produção serão mantidos até 2025, embora sejam reduzidos gradualmente a partir de outubro. Por outro lado, a inflação de abril ficou em 1,6% em doze meses, em uma economia que opera com controle de preços e, portanto, normalmente não enfrenta pressões inflacionárias. Apesar disso, não se espera uma possível flexibilização monetária por parte do banco central antes do início dos cortes do Fed, devido à taxa de câmbio fixa. Por fim, o mercado acionário saudita caiu US\$ 7,9% em maio e foram observadas saídas do principal ETF do país no último mês, juntamente com a correção para baixo das projeções de crescimento dos lucros para este ano. No contexto de uma economia dependente de petróleo, com os preços do petróleo atualmente voláteis devido à guerra no Oriente Médio e afetados por cortes de produção, saídas e projeções de crescimento de lucros corrigidas para baixo, **decidimos manter uma posição neutra na Arábia Saudita**.

RENDA FIXA

TÍTULOS DOS EUA: OW é adotado para os títulos do tesouro de 2, 10 e 30 anos, enquanto a neutralidade é mantida para TIPS.

Com a chegada de junho, os mercados permanecem incertos quanto à política monetária dos EUA e os movimentos das taxas do Tesouro estão alinhados com a dependência dos dados do Federal Reserve Bank (Fed), de modo que, nas últimas semanas, houve alta volatilidade nas taxas que reagiram às divulgações de dados econômicos. Esses últimos foram mistos, com o PIB do primeiro trimestre revisado para baixo e o mercado de trabalho novamente mostrando sinais de força. Em relação à inflação, embora a incerteza permaneça quanto à evolução da inflação, a inflação de maio surpreendeu negativamente ao desacelerar para 3,3% ao ano, enquanto o núcleo da medida caiu para 3,4%. Assim, no mês passado, as expectativas de corte de taxas se moveram na faixa de 1 a 2 cortes de taxas este ano, reagindo às divulgações de dados econômicos. Atualmente, com o registro positivo da inflação, o mercado espera dois cortes nas taxas este ano nas reuniões de setembro e dezembro. Em junho, a alta reatividade aos dados econômicos é mantida e, depois de subir após fortes dados de emprego, com os dados de inflação, as taxas caem novamente e a *taxa do tesouro* de 10 anos retorna para 4,28%, enquanto a taxa de 2 anos chega a 4,68%. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimento dos títulos do Tesouro - continuou a cair e diminuiu durante maio e junho, atingindo 97 pontos, um nível relativamente baixo no contexto do atual ciclo de taxas, mas ainda alto e acima das médias históricas. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, se ajustaram ligeiramente para baixo, para 2,14% e 2,31%, respectivamente, em linha com a moderação das surpresas e expectativas de inflação ancoradas na meta. Assim, no mês passado, observamos movimentos limitados nos "dedos dos pés" dos *títulos do Tesouro* dos EUA; no entanto, as taxas tiveram grandes movimentos *intradiaários de alta* e baixa em resposta aos dados econômicos que forneceram sinais mistos. Por outro lado, apesar da melhora nos registros recentes, a incerteza da inflação no curto prazo permanece, embora esperemos que as surpresas inflacionárias permaneçam

moderadas. Em um horizonte de tempo mais longo, embora se espere que os cortes comecem este ano, a incerteza permanece com relação à política fiscal dos EUA e aos riscos de longo prazo envolvidos. Diante do exposto, **mantém-se uma visão neutra sobre a duração, embora ainda se observem altos níveis de incerteza e volatilidade no mercado de renda fixa. O Banco Mundial mantém uma posição neutra em relação aos títulos do tesouro de 2, 10 e 30 anos, dada a maior atratividade da dívida soberana em relação à dívida corporativa. Por fim, permanecemos neutros em relação ao TIPS, esperando moderação nas pressões inflacionárias, mas com riscos ainda presentes no curto prazo.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: UW aumentou

Na frente da dívida desenvolvida, com a chegada de junho, o Banco Central Europeu (BCE) inicia o esperado ciclo de corte de taxas, juntando-se aos movimentos de outros bancos centrais desenvolvidos, como a Suíça e o Canadá, e à frente do Federal Reserve Bank em um ciclo de corte de taxas pela primeira vez em sua história. O corte antecipado das taxas da Zona do Euro em relação aos EUA é uma resposta à divergência nas perspectivas econômicas entre as duas regiões. Enquanto nos EUA a atividade econômica permaneceu resiliente com inflação estável, na Europa a atividade econômica continua enfraquecida, mas melhorando na margem, e a inflação de maio registrou 2,6% a/a, permanecendo mais próxima da meta de 2%. No entanto, apesar dessas diferenças, ambas as economias têm em comum a incerteza em relação à política monetária, e o BCE, embora tenha começado com cortes nas taxas, mantém sua abordagem de dependência de dados, portanto, não forneceu mais informações sobre cortes futuros e agirá de acordo com novas informações econômicas. Quanto ao *grau de investimento*, em maio, após correções para cima e para baixo nas taxas com a divulgação de dados econômicos, finalmente as taxas mais longas caíram no mês, impulsionando os retornos da classe de ativos devido à sua duração mais longa. Embora a classe de ativos continue a ser uma alternativa atraente do ponto de vista de risco-retorno, *os níveis* atuais de *spread* parecem pouco atraentes para nós e acreditamos que o tapering da zona do euro foi amplamente internalizado pelo mercado, portanto, mantemos nossa preferência por *títulos do tesouro* para fazer ajustes de duração no portfólio. Como resultado, **a exposição ao Global Investment Grade foi reduzida.**

GLOBAL HIGH YIELD: Exposição reduzida de neutra para UW

A classe de ativos continua defensiva e, em maio, em um mês de queda nas taxas, a classe de ativos acumulou um retorno de 1,2%, um *desempenho* ligeiramente *inferior* ao de produtos de duração mais longa, como o IG global (que retornou 1,4%). Por outro lado, a *alta rentabilidade* continua a se beneficiar da resiliência da atividade econômica e do mercado de trabalho dos EUA, que continua a apoiar a classe de ativos por meio de compressões *de spread* (que estão próximas das mínimas da década). Entretanto, nas últimas semanas, houve maior divergência nos dados econômicos e esperamos que a força econômica seja moderada na segunda metade do ano, à medida que as taxas mais altas comecem a ter um impacto maior na economia. Por outro lado, a classe de ativos mantém um nível de *rendimento* relativamente alto, de 7,7%, juntamente com uma duração menor, o que explica o bom desempenho da classe de ativos nesse ambiente de aumento das taxas. Entretanto, embora não esperemos uma correção acentuada nos *spreads de alto rendimento*, acreditamos que há pouco espaço para uma maior compressão, tornando a classe de ativos menos atraente em um ambiente em que as tensões geopolíticas ainda estão presentes. Com base no exposto, **mantemos uma classificação UW em Global HY.**

DÍVIDA EMERGENTE: Neutro em relação à dívida soberana e OW em títulos corporativos HY e IG, enquanto aumenta a exposição aos mercados locais.

Em maio, as taxas dos títulos do Tesouro dos EUA caíram, impulsionando os retornos dos títulos, especialmente os de duração mais longa. A dívida dos mercados emergentes não foi exceção, e a classe de ativos acumulou desempenhos positivos e, embora tenha apresentado um *desempenho inferior em relação* à dívida dos países desenvolvidos, onde alguns bancos centrais iniciaram o ciclo de corte de taxas, até o momento, este ano, a dívida dos mercados emergentes

continua a apresentar um desempenho superior significativo. Nesse cenário, mantemos uma perspectiva positiva para a renda fixa dos mercados emergentes; ela continua atraente não apenas por causa dos altos *rendimentos* em relação ao mundo desenvolvido, mas também por causa do potencial de valorização à medida que as taxas caem, as pressões externas diminuem e a inflação continua a desacelerar. Quanto à dívida soberana emergente, a classe de ativos teve um desempenho positivo em maio, gerando um *desempenho superior* em relação à dívida soberana dos EUA. Por outro lado, a classe de ativos ainda oferece altos níveis de *rendimento* e a duração mais longa aumentaria os retornos em um ambiente em que os bancos centrais continuam a cortar as taxas. No entanto, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos a torna mais vulnerável a conflitos geopolíticos globais, portanto, mantemos nossa preferência pela dívida corporativa no mundo emergente. Com relação a essa classe de ativos, mantemos uma alta convicção, 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 5,7%, um alto rendimento de 8,6% e uma duração mais curta, o que torna a classe de ativos mais defensiva em relação aos ajustes da taxa básica. Em termos de riscos, as expectativas de inadimplência para 2024 permanecem estáveis em 4%, enquanto *os spreads*, embora pareçam baixos em comparação com sua média histórica, estão em linha com os movimentos globais, de modo que não esperamos grandes correções e permaneceriam estáveis nos níveis atuais. *O grau de investimento* continua a oferecer um retorno atraente do ponto de vista do risco-retorno, com um *rendimento* de 5,7% e uma qualidade de crédito mais alta que proporciona maior proteção contra eventos de risco e tensões geopolíticas. Por outro lado, a duração mais longa beneficiaria a classe de ativos, já que os bancos centrais emergentes continuam a cortar as taxas e os países mais desenvolvidos iniciam o ciclo de flexibilização monetária. Com relação aos *mercados locais*, o dólar perdeu força em maio com a queda das taxas dos títulos do Tesouro dos EUA, de modo que a trajetória da moeda continua altamente correlacionada com os movimentos e as expectativas de cortes nas taxas. Assim, a moeda dos EUA se desvalorizou 1,5% (DXY) em maio, enquanto as moedas dos mercados emergentes apresentaram desempenhos mistos, dependendo das decisões de política monetária, dos preços *das commodities* e dos resultados políticos de cada país. Entretanto, no curto prazo, a incerteza sobre a evolução do dólar continua alta. De acordo com o exposto acima, **a neutralidade dos títulos soberanos e o Overweight a títulos corporativos HY e IG foram mantidas. A exposição aos mercados locais foi aumentada.**

EXPOSIÇÃO CAMBIAL: JUNHO DE 2024

Moedas	Bench.	Maio	Junho	OW/UW	
USD	57.5%	58.6%	58.1%	OW	0.6%
EUR	7.5%	6.5%	7.5%	N	
GBP	1.5%	1.2%	1.5%	N	
JPY	2.5%	2.5%	2.5%	N	
GEMs	31.0%	31.3%	30.4%	UW	-0.6%
	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 | MAIO 2024

Categoria de atividade / Região	Benchmark	Compass	Acima/Abaixo	Índices de rentabilidade mensal	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Benchmark	Compass	Curso de Ativo	Seleção
Ações	50%	50%	0%	3.0%	1.5%	1.4%	0.0	-7.9
Renda Fixa	50%	45%	-5%	1.6%	0.8%	0.7%	3.4	-0.3
Caixa	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-9.1	
Ouro	0%	0%	0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0	
Hedge						0.0%	0.0	
Portfólio					2.30%	2.16%	-5.7	-8.3
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								-14.0
Europa, ex Reino Unido	14.0%	13.0%	-1.0%	4.5%	0.62%	0.58%	-1.5	
Europe Small Cap ex Reino L	1.0%	0.0%	-1.0%	6.7%	0.07%	0.00%	-3.7	
REINO UNIDO	3.0%	2.4%	-0.6%	3.6%	0.11%	0.09%	-0.4	
US Large Caps Growth	17.0%	17.0%	0.0%	7.1%	1.20%	1.20%	0.0	
US Large Caps Value	15.0%	15.0%	0.0%	2.8%	0.42%	0.42%	0.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	4.7%	0.19%	0.19%	0.0	
Japão	5.0%	5.0%	0.0%	1.3%	0.06%	0.06%	0.0	
Mercados desenvolvidos	59.0%	56.4%	-2.6%	4.5%	2.67%	2.54%	-5.5	
América Latina	5.0%	6.6%	1.6%	-3.1%	-0.16%	-0.21%	-9.8	
LatAm Small Caps	1.0%	1.0%	0.0%	-1.6%	-0.02%	-0.02%	0.0	
China	10.0%	11.0%	1.0%	2.4%	0.24%	0.26%	-0.6	
EM Ásia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	0.9%	0.18%	0.18%	0.0	
EM Ásia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	1.1%	0.06%	0.06%	0.0	
Emergentes	41.0%	43.6%	2.6%	0.7%	0.30%	0.28%	-10.4	
Ações					2.98%	2.82%	-15.9	
Treasuries 2Y	5.9%	6.5%	0.6%	0.7%	0.04%	0.04%	-0.6	
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	1.6%	1.9%	0.23%	0.26%	0.4	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	0.0%	2.8%	0.20%	0.20%	0.0	
TIPS dos EUA	2.8%	2.8%	0.0%	1.7%	0.05%	0.05%	0.0	
Global Corporate IG	27.5%	24.4%	-3.1%	1.9%	0.51%	0.45%	-0.7	
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	-1.1%	1.5%	0.06%	0.05%	0.1	
Dívida desenvolvidos	60.1%	58.1%	-2.0%	1.8%	1.10%	1.06%	-0.8	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	1.8%	0.19%	0.19%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	0.8%	1.5%	0.05%	0.06%	-0.1	
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	1.2%	1.7%	0.08%	0.10%	0.2	
EM Local Markets	21.0%	21.0%	0.0%	0.9%	0.19%	0.19%	0.0	
Dívida Emergentes	39.9%	41.9%	2.0%	1.3%	0.52%	0.55%	0.0	
Renda fixa					1.62%	1.61%	-0.7	

*Atualizado ** Desde 2001
Dados em 31 de maio de 2024

Em maio, a alocação em ações foi mantida como neutra, os títulos como *underweight* e 5% foram alocados em caixa. Em 31 de maio, o portfólio do TAACo Global teve um ganho de 2,2% no mês, 14 bps abaixo do índice de referência, principalmente devido à posição de caixa em um mês *de risco*.

Em maio, no nível da *análise de atribuição*, (i) a alocação de ativos gerou perdas com a posição comprada em caixa (ii) a seleção de instrumentos foi negativa: Europa vendida e América Latina comprada geraram perdas. Em títulos, a posição comprada em títulos do *tesouro* de 2 anos e no Global IG foi prejudicial.

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	2.2%	2.0%	2.7%	10.8%	-0.9%	4.3%	3.5%	5.0%	10.4%
Benchmark	2.3%	2.0%	2.8%	11.2%	-1.8%	3.6%	2.7%	3.7%	10.2%
Perf. inferior/superior (bps)	-14	-6	-7	-42	95	76	73	129	
Ações	2.8%	3.6%	6.3%	18.5%	-0.1%	7.2%	4.8%	3.9%	15.2%
Benchmark	3.0%	3.8%	6.6%	18.6%	0.0%	7.2%	4.6%	3.4%	15.1%
Europe ex UK	4.5%	3.9%	6.1%	17.2%	1.1%	7.4%	2.7%	3.1%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	6.7%	7.5%	4.8%	16.1%	-4.6%	6.6%	3.9%	7.2%	23.7%
UK	3.6%	10.3%	8.8%	18.9%	6.8%	7.0%	2.9%	4.6%	19.4%
US Large Cap Growth	7.1%	4.5%	15.2%	35.5%	11.5%	20.2%	16.4%	--	21.4%
US Large Cap Value	2.8%	3.1%	7.4%	20.7%	5.8%	9.6%	7.9%	--	16.7%
US Small Caps	4.7%	1.5%	3.2%	21.0%	0.7%	9.8%	8.6%	9.1%	23.6%
Japão	1.3%	-1.5%	6.1%	16.4%	0.4%	5.4%	4.1%	2.0%	15.8%
Desenvolvidos	4.5%	3.8%	9.5%	24.9%	6.7%	12.8%	9.1%	6.9%	18.8%
América Latina	-3.1%	-5.6%	-10.2%	12.6%	4.3%	2.6%	0.7%	7.7%	30.7%
LatAm Small Cap	-1.6%	-5.2%	-10.8%	3.0%	-4.5%	-1.1%	-3.1%	6.0%	33.7%
China	2.4%	10.2%	6.8%	4.3%	-17.1%	-2.4%	1.9%	7.0%	26.0%
EM Asia ex China	0.9%	3.2%	5.3%	17.6%	0.8%	10.3%	6.4%	--	20.0%
EM Asia Small Cap	1.1%	4.4%	5.0%	23.4%	2.6%	11.4%	6.0%	9.3%	19.7%
EM Europe and Middle East	-2.9%	-3.8%	-3.3%	6.5%	-11.3%	-5.2%	-5.2%	2.1%	20.0%
Emergentes	0.6%	3.5%	3.4%	12.4%	-6.4%	3.4%	2.6%	7.7%	18.8%
Renda Fixa	1.6%	0.3%	-0.9%	3.9%	-3.5%	0.0%	0.9%	4.1%	6.5%
Benchmark	1.6%	0.3%	-0.9%	4.1%	-3.9%	-0.4%	0.5%	3.5%	6.5%
Treasuries 2Y	0.7%	0.6%	0.5%	2.8%	-0.3%	0.7%	0.9%	2.1%	1.9%
Treasuries 10Y	1.9%	-0.9%	-3.1%	-3.2%	-5.3%	-1.8%	0.3%	3.3%	8.3%
Treasuries 30Y	2.8%	-3.4%	-7.6%	-9.4%	-11.9%	-5.8%	-0.4%	3.9%	17.1%
TIPS dos EUA	1.7%	0.8%	-0.1%	1.6%	-1.4%	2.1%	1.9%	4.3%	6.2%
Global Corporate IG	1.9%	0.7%	-1.2%	5.4%	-3.7%	0.5%	1.2%	4.2%	9.0%
Global Corporate HY	1.5%	1.6%	1.9%	11.9%	0.2%	3.5%	3.4%	6.8%	10.0%
Dívida desenvolvidos [1]	1.8%	-0.2%	-2.1%	1.8%	-4.7%	-0.8%			
EMBI	1.8%	1.8%	1.7%	11.0%	-2.6%	0.5%	6.8%	11.5%	
EM Corporativo IG	1.5%	1.1%	1.3%	5.6%	-1.9%	1.1%	2.4%	--	6.5%
EM Corporativo HY	1.7%	2.4%	5.7%	13.0%	-1.9%	2.0%	3.9%	--	10.7%
Mercados locais EM	0.9%	-0.2%	-1.0%	4.1%	-2.0%	0.9%	-0.3%	--	9.7%
Dívida emergentes [1]	1.3%	0.8%	0.7%	6.6%	-2.2%	0.9%			
Caixa	0.5%	1.4%	2.3%	5.5%	3.0%	2.1%	1.5%	1.5%	0.6%
Ouro	1.8%	14.7%	13.0%	19.5%	7.3%	12.6%	6.5%	9.9%	14.3%

* 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.