

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Junho	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início **	
TAACo	1.3%	1.7%	4.1%	9.5%	-0.5%	3.8%	3.5%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.3%	1.7%	4.1%	9.6%	-1.5%	2.9%	2.7%	3.8%	10.2%
Desempenho inferior/superior	4	3	-2	-6	101	82	73	129	
Ações	2.1%	3.2%	8.6%	15.3%	0.4%	6.4%	4.8%	4.0%	15.2%
Benchmark	2.1%	3.4%	8.8%	15.3%	0.4%	6.4%	4.7%	3.5%	15.1%
Renta Fija	0.6%	0.1%	-0.3%	4.0%	-3.2%	-0.4%	0.9%	4.1%	6.5%
Benchmark	0.5%	0.0%	-0.4%	4.0%	-3.5%	-0.8%	0.5%	3.5%	6.5%
Caixa	0.4%	1.3%	2.7%	5.5%	3.1%	2.2%	1.5%	1.5%	0.6%
Ouro	-0.7%	5.3%	12.1%	21.9%	9.8%	10.6%	5.9%	9.9%	14.3%

Resultados em 30 de junho de 2024
*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

E o *Momentum* continua 1

Alocação de ativos3

Resultados globais do TAACo em junho de 2024..... 18

Desempenho histórico.....19

E o momentum continua....

A segunda metade do ano começa com dados de inflação, emprego e atividade que encorajam as perspectivas de cortes nas taxas de juros dos EUA a partir de setembro próximo. O núcleo da inflação de junho desacelerou em um ritmo não visto em quase três anos, chegando a 3,3% em 12 meses (inflação *headline* de 3% a.a.). Isso continua a alimentar o *momentum* positivo que reflete o desempenho dos mercados acionários dos EUA no primeiro semestre de 2024. Esse *momentum* foi liderado por ações *de large cap growth*, incluindo ações de tecnologia, com um forte foco naquelas relacionadas à inteligência artificial, em particular o emblemática Nvidia (semicondutores, software e hardware para inteligência artificial).

Os aumentos mencionados acima levaram os valuations a níveis que parecem altos; no entanto, de modo geral, estamos vendo resultados e demonstrações financeiras favoráveis com uma perspectiva ainda positiva. O ambiente de uma revolução digital e a irrupção da inteligência artificial abrem um cenário que parece ter tomado forma até agora: o de uma "aterrissagem suave" da economia global e dos EUA. Há regiões como a Europa e alguns países em que as quedas na atividade foram mais agudas, mas não houve recessão global após os ajustes monetários resultantes da recuperação inflacionária. Também é verdade que, no aspecto fiscal, os ajustes foram mínimos ou simplesmente - como no caso do governo dos EUA - os gastos permaneceram altos.

Entretanto, ainda não se sabe o resultado desse ciclo econômico, no qual as taxas de juros subiram para níveis não vistos há décadas e permaneceram altas. Até o momento, os efeitos sobre a atividade e o setor corporativo têm sido limitados ou inexistentes, embora a prevalência dessa situação possa mudar isso.

Por outro lado, as eleições presidenciais dos Estados Unidos estão se aproximando e com marcos historicamente relevantes que as precedem. Primeiro, um debate entre os candidatos, o atual presidente democrata Joe Biden e Donald Trump pelo partido republicano, que deixou sérias dúvidas quanto à capacidade do primeiro de continuar liderando o país, devido ao que foi descrito como sinais de deterioração cognitiva devido à sua idade e estado de saúde. Depois, houve a

Dados econômicos estimulam as perspectivas de início de cortes nas taxas, mas a recuperação continua concentrada

O cenário de "soft landing" está consolidado

O resultado desse ciclo econômico ainda está para ser visto.

O ruído político nos EUA aumenta no

tentativa (fracassada) de assassinato do segundo, que abalou o país, o mundo e a política dos Estados em seu âmago. Assim, Trump vem ganhando cada vez mais força para ser eleito, de acordo com as pesquisas. Nesse sentido, isso dá impulso às ações devido às expectativas de políticas pró-setor privado, mas também de pressão de alta sobre as taxas de juros devido a um déficit fiscal potencialmente maior (impostos mais baixos).

Em julho, mantivemos uma alocação neutra em ações, underweight em renda fixa e overweight em caixa.

período que antecede a eleição *presidencial*.

ALOCAÇÃO DE ATIVOS: JULHO DE 2024

TAACo Global	Bench.	Fevereiro	Março	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 Carteira								A Europa permanece neutra
Europa, exceto Reino Unido	14.0%	14.0%	14.0%	N				
Europa Small Cap ex Reino Un	1.0%	1.0%	1.0%	N				
REINO UNIDO	3.0%	3.0%	3.0%	N				Neutro em Value e Small cap nos EUA e OW em growth
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	18.0%	OW	1.0%	1.0%	+	
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	15.0%	N				
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N				
Japão	5.0%	5.0%	5.0%	N				
Mercados desenvolvidos	59.0%	59.0%	60.0%	OW	1.0%	1.0%	+	LatAm foi de neutro para a UW
América Latina	5.0%	5.0%	4.0%	UW	-1.0%	-1.0%	-	OW China
LatAm Small Cap	1.0%			UW	-1.0%			
China	10.0%	11.0%	11.0%	OW	1.0%			
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%	41.0%	40.0%	UW	-1.0%	-1.0%	-	Em renda fixa: duration UW (incluindo caixa)
Total de ações	100.0%	100.0%	100.0%					OW treasuries dos EUA de 2 e 10 anos
Treasuries 2Y	5.9%	6.5%	7.3%	OW	1.4%	0.8%	+	
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	14.0%	OW	1.6%			
Treasuries 30Y	7.2%	8.0%	7.2%	N		-0.8%	-	
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N				
Global Corporate IG	27.5%	22.6%	22.6%	UW	-4.9%			UW Global Corporate IG e HY
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	3.2%	UW	-1.1%			
Dívida Desenvolvidos	60.1%	57.1%	57.1%	UW	-3.0%			RF emergente: OW corporativo e mercados locais
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N				
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	4.1%	OW	0.8%			
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	6.0%	OW	1.2%			
EM Local Markets	21.0%	22.0%	22.0%	OW	1.0%			
Dívida Emergentes	39.9%	42.9%	42.9%	OW	3.0%			
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%					

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX REINO UNIDO: permanece neutro em relação a Large Caps e Small Caps

A economia está um estágio à frente da economia dos EUA e, tendo atingido um platô, espera-se que comece um processo de normalização. Espera-se que o PIB da zona do euro cresça 0,7% este ano e 1,4% no próximo ano.

No entanto, a surpresa econômica voltou ao território negativo devido à decepção nos PMIs de manufatura (45,8 pontos) e de serviços (52,8 pontos). Dessa forma, o PMI composto entre os dois interrompe uma sequência de 6 meses de alta para 50,9 pontos (50 pontos é o limite de expansão/contração de um setor nos próximos 12 meses). Por outro lado, a

confiança dos investidores (Sentix) diminuiu 0,3 ponto, para -7,3, retornando também ao território negativo, em meio a um aumento significativo da incerteza política devido às eleições antecipadas na França.

As eleições para a Assembleia Nacional na França deram uma guinada radical. De um mercado que temia uma maioria de extrema direita para um resultado inesperado em que, no segundo turno, a maioria, não absoluta, foi para a extrema esquerda. Assim, o resultado finalmente deixou a assembleia dividida em três (coalizão de esquerda, centrista e de direita), com Macron buscando um pacto com a extrema esquerda para poder governar, mas com pouco poder para levar adiante os projetos. Um governo paralisado durante os próximos quase três anos que Macron tem pela frente e muita incerteza. Pelo menos do ponto de vista dos investidores, o resultado da eleição elimina os cenários mais extremos, deixando os investidores com um status quo no qual não haveria grandes reformas. As ações francesas reagiram à recuperação após o resultado e as taxas de juros diminuíram desde o salto inicial após o primeiro turno.

Do ponto de vista monetário, a inflação de junho na Zona do Euro caiu na margem, em linha com as estimativas (2,5% no *total* e 2,9% no núcleo, este último inalterado em relação a maio), mas espera-se que o Banco Central Europeu (BCE) mantenha as taxas de juros inalteradas na reunião de julho, para avaliar como o processo desinflacionário está progredindo e retomar os cortes em setembro. Para este ano, são esperados de 1 a 2 cortes adicionais. Lembre-se de que o BCE decidiu começar a cortar as taxas de juros na reunião de junho, após nove meses em que o sistema de taxas de juros permaneceu inalterado. Como referência, nos últimos 30 dias, a curva da taxa de juros soberana alemã passou por um *bull steepening*, ou seja, quedas mais acentuadas na parte curta da curva. Assim, em 10 de julho, a taxa do Bund alemão de 2 anos caiu para 2,80% e a de 10 anos para 2,50%.

As ações da zona do euro representam ~11% 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 junho, as ações europeias se desacoplaram das ações globais, com perdas lideradas pela França e pelo ruído político (CAC40 caiu 7,6% em dólares), enquanto o Stoxx 50 caiu 3% (em dólares). Os *valuations* continuam atraentes e as ações long/short ficaram atrás de seus pares desenvolvidos. 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 aos pares, as ações são negociadas com um desconto de 24% em relação à média de cinco anos, superior ao desconto histórico de 15%.

No setor corporativo, o crescimento dos lucros para este ano é estimado em 8,5%, o que foi mantido no último mês, mas está abaixo de seus pares desenvolvidos. Foram observadas saídas líquidas nas últimas seis semanas e no acumulado do ano (fluxos para fundos e ETFs, EPFR).

Apesar dos fluxos fracos e da incerteza política, 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 *rendimento de dividendos* (~3,4%), **decidimos manter nossa posição neutra em ações europeias.**

REINO UNIDO: Permanece neutro

De acordo com as expectativas, os trabalhistas conquistaram a vitória nas eleições gerais de 4 de julho, pondo fim a 14 anos de governos conservadores. Os britânicos, atolados em uma economia estagnada, optaram pela mudança. Um novo governo liderado por Sir Keir Starmer, o que pode ser positivo para os mercados, considerando que a agenda dos trabalhistas é mais pró-crescimento, com foco na manutenção da sustentabilidade fiscal, prometendo não aumentar os impostos e maior proximidade com a União Europeia.

Do ponto de vista econômico, a *dinâmica* continua positiva. A perspectiva é que o país cresça impulsionado pelo aumento dos gastos do governo, 0,7% este ano e 1,3% em 2025, apoiado por uma demanda doméstica mais resiliente (ambos os anos foram corrigidos para cima no último mês). Entretanto, a melhoria econômica não permeia o setor corporativo. A Facset estima que os lucros do MSCI UK cresceriam 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 aumentado inesperadamente para 4,4% no trimestre móvel encerrado em abril, os salários aumentaram 5,9% em relação ao ano anterior. A inflação, entretanto, está mostrando sinais de abrandamento. Em maio, a inflação desacelerou, em linha com as expectativas (2,0% a.a. para o índice *principal* e 3,5% para o núcleo). Assim, o mercado espera novamente dois cortes nas taxas este ano, começando em setembro. A partir de 11 de julho, a curva de taxas se inclinou com as maiores quedas na extremidade curta da curva no último mês: a taxa de 2 anos está em 4,05% e a taxa de 10 anos em 4,10%.

Embora tenhamos visto saídas constantes até agora neste ano, os dados recentes apontam para uma economia com uma perspectiva de melhora na margem e um novo governo que provavelmente trará mudanças. Além disso, considerando os *valuations* negociados abaixo da média de cinco anos em termos absolutos e relativos, **decidimos permanecer neutros em relação às ações do Reino Unido.**

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth* passam de neutras para *overweight*, enquanto as *Value* e as *small caps* permanecem neutras.

A corrida presidencial está ganhando destaque e afetando os mercados. Após o desastroso debate entre Biden e Trump na última semana de junho, a candidatura de Biden está em dúvida e a probabilidade de Trump ser escolhido aumenta (de acordo com a Predictit, ele poderia ser escolhido com quase 70% de probabilidade após a tentativa fracassada de assassinato que sofreu em 13 de julho na Pensilvânia). Assim, uma eventual nova presidência de Trump com maioria no Congresso (*varredura* republicana) poderia ter o poder de renovar os programas de corte de impostos e pressionar as contas fiscais já enfraquecidas. Assim, após o debate e a tentativa de assassinato contra Trump, houve um salto na curva da taxa de juros e pressão sobre os preços dos títulos, apesar da desaceleração da inflação.

A pressão de alta sobre as taxas foi parcialmente compensada pelos dados de inflação abaixo do esperado e pelos sinais de arrefecimento do mercado de trabalho, o que levou à internalização de que o Fed começaria a cortar as taxas em setembro, com até dois cortes nas taxas este ano. A curva de rendimento do Tesouro permanece altamente volátil, reagindo não apenas aos dados econômicos, mas também à política. Nos últimos 30 dias, houve um *aumento da inclinação* (quedas mais acentuadas na parte mais curta da curva). Em 15 de julho, a taxa de 10 anos estava em 4,23% e a de 2 anos, em 4,45%. Na parcela de 2 a 30 anos, a curva está se desenrolando com aumentos na parte longa da curva devido à expectativa de déficits fiscais mais altos em um novo governo Trump.

No nível econômico, está tomando forma um cenário em que uma *atterrissagem suave está se tornando* mais provável. A economia está esfriando, mas em um ritmo gradual. A inflação de junho surpreendeu negativamente, pelo segundo mês consecutivo, atingindo 3,0% em relação ao ano anterior (com a medida do núcleo permanecendo em 3,3%). O mercado de trabalho também está se normalizando. Em junho, a criação de empregos atingiu 206 mil novos postos de trabalho, acima das estimativas, mas foi corrigida para baixo em um total de 111 mil postos de trabalho em relação aos dois meses anteriores. Com isso, a taxa de desemprego subiu para 4,1%, enquanto os salários desaceleraram para um aumento anual de 3,9%.

Em outros dados econômicos, o arrefecimento econômico também se reflete no consumo. Em maio, as vendas no varejo decepcionaram novamente, com um crescimento mensal de 0,1%. A perspectiva para o setor se deteriora e o indicador principal de serviços ISM cai para 48,8 em junho, de 53,8 em maio. O setor de manufatura também decepciona e cai para 48,5 pontos.

Apesar da perda de *impulso* econômico, as ações continuaram a se recuperar. As ações dos EUA lideraram os ganhos em junho, impulsionadas pelos gigantes da tecnologia. No caso do Nasdaq100, o índice de tecnologia subiu 6,2%, com a NVIDIA subindo 12,7%. Demonstrando como a recuperação foi altamente concentrada em algumas ações de tecnologia ligadas à inteligência artificial, no final do primeiro semestre o S&P500 havia retornado 15%, com a NVIDIA subindo quase 150% e respondendo por 30% do retorno do índice.

Antes do início da temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre, espera-se que as ações do S&P500 apresentem um crescimento médio de ~9% nos lucros anuais, liderado pelos setores de tecnologia, serviços de comunicação e saúde. Até 2024, espera-se que o crescimento dos lucros seja de cerca de 12%, o que não se alterou em relação ao mês passado e supera o desempenho de seus pares desenvolvidos.

Os *valuations* permanecem em uma tendência de alta, com os índices *P/E fwd.* acima das médias históricas, mas abaixo dos níveis comparáveis aos da bolha *das dotcom* no início dos anos 2000. Os índices *P/E fwd.* das ações de *crecimento* e *valor* são negociados acima das médias de 10 anos, mas nas ações de *small caps* não há apenas desconto, mas também defasagem, embora com alta volatilidade na classe de ativos.

Devido à alta sensibilidade às divulgações de dados econômicos, ao esfriamento da economia, às taxas de juros altamente voláteis e à chegada do verão no hemisfério norte - que se caracteriza por volumes de negociação mais baixos - mas que contrasta com o forte *impulso* das ações e os ingressos líquidos, decidimos manter a **cautela em relação às ações dos EUA, com neutralidade em *value* e *small cap*, passando a *ter overweight em growth***, onde a recuperação está concentrada.

JAPÃO: Mantida a exposição neutra às ações japonesas

As ações japonesas atingiram novos máximos históricos, impulsionadas pelo iene mais fraco e pela maior atratividade do setor de exportação. Entretanto, em termos de dólares, as ações japonesas continuam a ficar para trás e tiveram um dos piores desempenhos entre os mercados desenvolvidos em junho (o Nikkei teve um retorno de apenas US\$ 0,5%).

Em termos de *valuations*, o índice *P/E fwd.* permanece em níveis justos em termos absolutos, mas as ações são negociadas com um desconto em relação aos pares desenvolvidos. Enquanto isso, os lucros cresceriam em torno de 10% em 2024, uma estimativa que foi corrigida para cima no último mês e é semelhante à de seus pares desenvolvidos.

Por sua vez, o *impulso* econômico está melhorando, tornando-se positivo novamente. Entretanto, a estimativa de crescimento para 2024 foi reduzida ainda mais, para 0,2%. Em 2025, espera-se que o crescimento seja de 1,2%, corrigido para cima no último mês.

A inflação ficou em 2,8% a.a. em maio (2,1% na medida subjacente), subindo um pouco menos do que o esperado. O aumento da inflação permite que o Banco do Japão justifique o fim das taxas de juros negativas. O mercado internaliza mais dois aumentos de taxas no restante do ano, entre setembro e outubro, o que poderia dar suporte a um iene que se enfraqueceu significativamente (2,2% em junho). Até agora, neste ano, o iene perdeu quase 13% de seu valor, chegando a ¥162 por dólar em 3 de julho, gerando expectativas de uma possível intervenção para apreciar a moeda.

Apesar das valorizações atraentes, das reformas estruturais em andamento, da melhora do *dinamismo* econômico e corporativo, as saídas persistentes nos últimos dois meses nos levam a ser cautelosos enquanto não virmos sinais de mais apoio ao iene. Portanto, **decidimos manter nossa posição neutra em ações japonesas.**

UW EMERGING MARKETS: OW China, UW LatAm e Ásia neutra EM ex China

Em junho, os EUA novamente impulsionaram o desempenho do mercado global, enquanto algumas regiões emergentes ficaram para trás. A China teve um desempenho marginalmente negativo, mas começa julho com um *impulso* positivo. No mercado emergente da Ásia ex. China, foi contagiada pelo forte desempenho dos EUA e foi a região de melhor desempenho no portfólio do TAACo. Em contrapartida, a América Latina não conseguiu gerar tração, atolada em ruídos políticos que injetaram volatilidade no mercado. Diante desse cenário, decidimos levar **nossa posição em mercados emergentes para um leve UW** de neutro.

AMÉRICA LATINA: UW Large e Small Cap

Os principais mercados da região, Brasil e México, continuaram a cair em junho, exacerbados por comentários infelizes de Lula e pelo resultado das eleições, respectivamente. Isso prejudicou o desempenho do restante da região, que, juntamente com a desvalorização das moedas devido ao aumento do dólar e a fatores locais, teve uma queda mais acentuada em dólares. Ao mesmo tempo, os bancos centrais da região começaram a adotar um tom mais cauteloso, com as pausas em seus ciclos de corte de taxas se tornando mais comuns em junho. Embora o *impulso* econômico esteja melhorando em alguns países, a recuperação é irregular e não consegue impulsionar o mercado de ações. Assim, decidimos mudar **as ações de Large Caps de Neutro para UW e manter UW em Small Caps.**

No **Brasil**, o mercado continuou a cair em junho (-4,5% em termos de dólares), pressionado pelos comentários hostis do presidente Lula da Silva ao mercado, juntamente com a consolidação das expectativas de aumento das taxas de juros. O presidente brasileiro fez comentários sugerindo que o banco central era uma instituição política, pressionando-o a continuar baixando as taxas, além de afirmar que seu governo agirá para controlar a volatilidade observada na taxa de câmbio. No entanto, no dia seguinte a esses comentários, ele se reuniu com o ministro da Fazenda, com uma mensagem um pouco mais encorajadora; o projeto de lei orçamentária para 2025, a ser apresentado em 31 de agosto, incluirá cortes de gastos de R\$25,9 bilhões, bem como o congelamento de certas despesas fiscais para atingir a meta deste ano. Mesmo assim, o mercado espera que os esforços do governo para aumentar as receitas fiscais sejam anunciados nos próximos meses. Assim, o mercado brasileiro reverteu a tendência de queda no início de julho. No entanto, o Banco Central demonstrou sua independência e, por unanimidade, suspendeu os cortes nas taxas, levando o mercado a consolidar suas expectativas de que a taxa Selic permanecerá no nível atual de 10,50% até o final do ano. Por outro lado, a resiliência econômica continua, com os PMIs de manufatura e de serviços permanecendo em território expansionista em junho (52,5 e 54,8 pontos, respectivamente). Após vários meses de quedas no mercado acionário, os *valuations* diminuíram e estão sendo negociado a 0,6 desvios-padrão abaixo de suas médias de 5 anos (tanto P/E *inicial* quanto P/E *final*). Em linha com

a atividade econômica saudável, as projeções de lucros apontam para um crescimento de mais de 8% este ano. Apesar de uma economia com aparência saudável, as taxas altas são historicamente um fator de desestímulo para o mercado acionário. Uma taxa Selic acima de 10% mantém a renda fixa mais atraente do que as ações, provocando saídas destas últimas, em linha com o que foi observado nos últimos meses para os ETFs como um todo. Assim, **a posição neutra em ações brasileiras é mantida.**

No **México**, a volatilidade política continua após as eleições e o sentimento de incerteza permeia os mercados. Assim, o mercado mexicano caiu US\$ 12% em junho, pressionado por um peso mexicano que se desvalorizou em mais de 7%. Isso fez com que os *valuations* fossem negociados a 0,7 desvios-padrão abaixo de suas médias de cinco anos (*P/E trailing e forward*). Embora as ações apresentem um desconto atraente, os fundamentos macroeconômicos não são claros, e alguns dados continuam a mostrar sinais de esfriamento da economia, assim como as projeções de crescimento para este ano foram revisadas para baixo, para 2,1%. Ao mesmo tempo, o mercado agora espera que a taxa de referência encerre o ano em 10,25%, 25 pontos-base a menos do que o esperado antes das eleições, o que está de acordo com a última decisão do Banco do México de continuar a pausa no ciclo de corte de taxas. Por outro lado, a presidente eleita nomeou seu gabinete em lotes, dando sinais mistos. Enquanto alguns dos membros eleitos do gabinete a desvinculam da administração atual ou são figuras conhecidas no meio acadêmico, outros sinalizam continuidade com o governo de AMLO e alguns estão até mesmo ligados a escândalos de corrupção. Além disso, a probabilidade de aprovação da reforma judicial, que questiona parte da institucionalidade do país, continua alta. Assim, dada a incerteza que permanecerá no mercado mexicano, decidimos adotar **a posição neutra em relação às ações mexicanas para a UW.**

O mercado **chileno** caiu em junho, assim como o resto da região, pressionado ainda mais por uma depreciação da taxa de câmbio, particularmente afetada pela queda de 4,8% do cobre no mês. As ações foram arrastadas para baixo pelo retorno de seus vizinhos, bem como pela correção no preço do cobre. Entretanto, os fundamentos continuam sólidos e o índice pode reverter a queda de junho no futuro. O Relatório de Política Monetária publicado pelo Banco Central em junho revisou para cima as projeções de crescimento para este ano e o próximo, impulsionado principalmente por uma melhor perspectiva de investimento, resultante, entre outras coisas, das projeções de preços mais altos do cobre. Do lado da inflação, surgiram novas fontes de aumento de preços, associadas ao descongelamento das tarifas de eletricidade, que permaneceram inalteradas desde a agitação social em 2019 e começarão a ser corrigidas em julho. Isso levou o banco central a adotar uma postura um tanto *hawkish* em sua última reunião, reduzindo o ritmo de cortes para 25 bps, levando a taxa para 5,75% e sinalizando uma pausa para o restante deste ano. Após essas mensagens, o mercado ajustou marginalmente para cima suas expectativas de taxa referencial para este ano, mas adiou a convergência da inflação para a meta de 3,0% até 2026, como resultado de novos focos inflacionários. Embora isso seja apenas um obstáculo, os números da inflação de junho surpreenderam e caíram 0,1% em relação ao mês anterior. Por outro lado, a incerteza política continua baixa e a probabilidade de aprovação de uma reforma previdenciária radical permanece limitada, especialmente após o relatório da mesa redonda técnica, na qual não se chegou a um acordo sobre, entre outros aspectos, o destino dos 6 pontos de contribuição adicionais. Ao mesmo tempo, com o alvoroço causado pelo descongelamento das tarifas de eletricidade, o foco se desviou da reforma tributária proposta pelo governo. Em relação aos *valuations*, a relação *P/E fwd.* apresenta um leve desconto histórico, que se reduziu em julho devido às revisões para cima nas projeções de lucros. Assim, apesar de um mês de junho em que as ações chilenas tiveram um retorno negativo, o cenário macro continua a apontar para uma recuperação econômica, a incerteza política permanece baixa e o cobre começa a reverter a correção observada no mês anterior, de modo que se decide **manter o OW em ações chilenas.**

Na **Colômbia**, a atividade econômica continuou a surpreender e cresceu 5,5% em abril em relação ao ano anterior. Ao mesmo tempo, a inflação acelerou ligeiramente em junho, em linha com as expectativas do mercado, mas o registro

subjacente continua baixo. Assim, o banco central, em sua última reunião de política monetária, manteve o ritmo de cortes nas taxas, reduzindo a taxa de referência em 50 bps para 11,25%, com uma decisão dividida em que quatro diretores optaram por essa decisão, enquanto dois votaram para reduzi-la em 75 bps. Assim, daqui para frente, o mercado espera que esse ritmo seja mantido, uma vez que os dados de inflação de junho mostraram uma pausa na tendência de queda que o registro vinha apresentando nos últimos 15 meses. Os cortes nas taxas contribuirão para uma aceleração da atividade no segundo semestre do ano, com uma maior contribuição do investimento. No entanto, a situação política continua ruidosa, pois o presidente anunciou uma reformulação do gabinete nas pastas do interior, transporte e agricultura, sendo que a mudança no primeiro ministério é mais relevante para o mercado. O novo ministro do interior, Juan Fernando Cristo, foi inicialmente uma boa notícia para o mercado, pois ele já havia ocupado esse cargo durante o governo do presidente Juan Manuel Santos. Entretanto, ao assumir o cargo, ele declarou a importância de um acordo nacional para que a assembleia constituinte avance, aumentando o ruído no cenário político. Além disso, o comitê de regras fiscais alertou sobre os riscos para as finanças públicas. Com relação às variáveis de mercado, os *valuations* permanecem atraentes, sendo negociadas em torno de 0,7 desvios-padrão abaixo de suas médias de cinco anos (tanto *P/E fwd* quanto *final*), mas ainda se prevê que os lucros cairão este ano. Ao mesmo tempo, os fluxos para os ETFs como um todo permaneceram estáveis no último mês. Assim, apesar da melhora nas perspectivas macroeconômicas e de um banco central que mantém um tom *dovish*, o ruído político está aumentando, não se observam fluxos de entrada e as projeções de lucros são negativas, de modo que **se decidiu manter a posição neutra nas ações colombianas.**

No **Peru**, a atividade econômica também mostrou sinais de melhora e, em abril, cresceu 5,3% em relação ao ano anterior. Isso se refletiu nas expectativas da pesquisa de expectativas macroeconômicas publicada pelo Banco Central, na qual todos os grupos pesquisados revisaram para cima suas projeções de crescimento para este ano, esperando 3%, de acordo com os analistas econômicos. As perspectivas de inflação não mostraram muita mudança, com o número de junho acelerando marginalmente para 2,3% a/a, mas o número central permanece acima de 3%. Isso pode levar o banco central a deixar a taxa de referência inalterada novamente em julho, depois de tê-lo feito no mês anterior. No aspecto político, a última semana de julho será marcada pela eleição da nova liderança do Congresso, o que pode aumentar a volatilidade da situação atual. Se um presidente com uma forte retórica anti-Dina for eleito, a perseguição política a Dina poderá se intensificar e desencadear processos de impeachment ou investigações de casos de corrupção. Entretanto, esse cenário é improvável. O mercado acionário peruano continua com *valuations* que parecem justos, sendo negociado em torno das médias de cinco anos, mas as projeções de crescimento dos lucros estão entre as mais altas para este ano no grupo de países emergentes e os fluxos líquidos para os ETFs do país continuam. Assim, com melhores perspectivas macroeconômicas e de lucros, mas com *valuations* justos e um Banco Central que pode continuar a pausar os cortes nas taxas de juros, decidimos **manter uma posição neutra nas ações peruanas.**

Na **Argentina**, o mercado interrompeu seus ganhos em junho, apesar de importantes acontecimentos políticos que deveriam ter sido positivos para o mercado. As ações caíram 10,7% em termos de dólar. Do lado da inflação, a inflação continua a dar boas notícias e continua a cair em termos mensais, com destaque para a queda no registro do núcleo. No entanto, a atividade continua a não dar sinais de recuperação, e em abril a atividade contraiu 1,7% em relação ao ano anterior. Com o fim da tramitação e aprovação da Lei de Bases e do pacote fiscal, o presidente Javier Milei continuou a tentar melhorar as finanças fiscais. Assim, ele assinou recentemente o "Pacto de Maio" com 18 governadores, que contém 10 pontos para promover o desenvolvimento. Algumas das medidas incluem a redução dos gastos fiscais para 25% do PIB e a abertura da economia. Embora isso não seja necessariamente alcançado, é um passo adiante na resolução dos desequilíbrios macroeconômicos da Argentina. Além disso, o governo anunciou o progresso na eventual eliminação do teto da taxa de câmbio e anunciou que o Banco Central esterilizará os pesos emitindo swap de blue chip, o que também pode ter um impacto sobre o acúmulo de moeda estrangeira pela autoridade monetária. Outro aspecto fundamental para

a continuidade da governabilidade é que o índice de aprovação do presidente não caia e que a população continue a tolerar o ajuste. No último mês, os fluxos líquidos de entrada continuaram a fluir para os ETFs do país e os *valuations* continuam atraentes. No entanto, apesar da inflação mais baixa e das variáveis de mercado que favorecem o investimento em ações argentinas, **a posição *underweight* permanece, pois aguardamos** sinais de recuperação econômica.

CHINA: Decisão de manter a OW

Durante o mês de junho, as autoridades não fizeram nenhum anúncio de estímulo ou medidas de apoio surpreendentes, algo que os investidores sempre esperam e cuja ausência é sentida no mercado de ações, onde o índice MSCI caiu US\$ 2,7%, já que o estímulo é relevante principalmente para o sentimento dos investidores estrangeiros.

Assim, no período que antecede julho, a atenção do mercado está voltada para as possíveis medidas a serem anunciadas após a reunião do Terceiro Plenum, que será realizada entre 15 e 18 de julho. Essa reunião é realizada a cada cinco anos com o objetivo de alinhar as políticas econômicas para os próximos cinco anos. No passado, ela costumava ser realizada um ano após o anúncio da mudança do líder supremo e da nomeação do novo congresso; no entanto, esta é a primeira vez que ela é realizada em julho e com mais de um ano de "mandato". O mercado espera surpresas positivas e medidas para melhorar: (i) a produtividade, (ii) o mercado imobiliário - acompanhado de uma reforma agrária que promova um novo processo de urbanização ou que, pelo menos, incorpore o *hukou* (sistema de registro de residências), dando um sinal de reequilíbrio de médio prazo no setor -, e (iii) a estrutura fiscal, tanto entre o governo central quanto o local, a eficiência da receita e a disciplina fiscal. Por outro lado, a reunião do Politburo no final do mês pode impulsionar o sentimento positivo em relação ao anúncio de medidas para apoiar a economia.

Mesmo assim, um novo programa de vendas de títulos corporativos com o objetivo de aumentar a confiança no setor privado foi apresentado assim que o mês começou. O programa de "títulos cobertos" permite que as empresas usem diferentes tipos de garantia, como direitos de propriedade intelectual, ações ou direitos de uso da terra (entre outros). Algumas empresas já emitiram títulos por meio desse programa.

Do lado geopolítico, em primeiro lugar, no que diz respeito ao relacionamento com os Estados Unidos, a candidatura presidencial tem atritado as relações, e cada vez mais à medida que nos aproximamos de novembro. Durante o primeiro debate presidencial, Trump acusou a China de matar os EUA e que Biden está permitindo isso, em torno de uma pergunta sobre controle de drogas. Em segundo lugar, em nível internacional, as críticas se intensificaram em relação ao relacionamento de apoio entre a China e a Rússia, além de acusar a China de apoiar a Rússia econômica e militarmente na guerra com a Ucrânia. Em terceiro e último lugar, houve a investigação da UE sobre os veículos elétricos de origem chinesa, que resultou na imposição de tarifas provisórias que entraram em vigor em 5 de julho. Essas tarifas provisórias se somam aos 10% já aplicados às importações, 37,6% para o fabricante MG, 19,9% para a Geely e 17,4% para a BYD, além de 20,8% para os demais fabricantes. No entanto, o vice-presidente da Comissão Europeia anunciou conversas com as autoridades chinesas para buscar uma solução mutuamente benéfica. A comissão da UE tem até novembro para determinar quais serão as tarifas finais. Na mesma linha, o Canadá se juntou aos Estados Unidos e à União Europeia para iniciar o período de investigação necessário antes de prosseguir com o aumento das tarifas.

Por outro lado, o bom *momento* econômico continua. Os indicadores de manufatura e serviços do Caixin PMI continuaram em território expansionista em junho (51,8 pts. e 51,2 pts., respectivamente), com o PMI de manufatura atingindo o maior valor desde maio de 2021, impulsionado pelo crescimento de novos pedidos e da produção. Ao mesmo tempo, as

exportações surpreenderam ao crescer 8,6% a.a. em junho; no entanto, as vendas no varejo decepcionaram ao crescer 2,0% a.a. no mesmo mês, fechando o segundo trimestre com a economia crescendo 4,7% a.a., desacelerando em relação aos 5,3% a.a. no primeiro trimestre. Finalmente, do ponto de vista monetário, a inflação subiu 0,2% a/a em junho e espera-se que o banco central mantenha as taxas de empréstimo de 1 e 5 anos na reunião de julho.

Em relação aos *valuations*, as ações chinesas estão sendo negociadas com um desconto em relação ao índice P/E *fwd*. Ao mesmo tempo, as projeções de crescimento dos lucros estão em 13% e 12% para este e o próximo ano, respectivamente. Com relação aos fluxos, foram observadas entradas de ETFs e fundos nas últimas seis semanas consecutivas. Considerando a *dinâmica* econômica mais favorável, o otimismo em torno das medidas do Terceiro Plenum e da reunião do Politburo, os *valuations* atraentes e os fluxos de entrada, **decide-se manter as ações chinesas da OW.**

ÁSIA EMERGENTE EX CHINA: Manutenção da posição neutra

A região se destacou em junho, impulsionada por Taiwan, Coreia do Sul e Índia, que tiveram retornos de US\$ 8,1%, 8,0% e 6,9%, respectivamente. Os dois primeiros foram impulsionados pelo bom *momento das* ações de tecnologia dos EUA, e a Índia, com a consolidação de uma perspectiva política mais estável e um governo que continuará com suas políticas *favoráveis ao mercado*. Embora os principais países do índice mantenham fundamentos sólidos, os *valuations* de Taiwan parecem particularmente caras em relação ao seu histórico e estão sujeitas a conflitos geopolíticos com a China, e a perspectiva da Tailândia continua negativa.

O mercado acionário **indiano** teve um dos melhores desempenhos em junho na Ásia EM, com retorno de 6,9% (em dólares), liderado pela reeleição do primeiro-ministro Modi e pela estabilidade política que ele restabeleceu. Continuando com a geopolítica, Modi visitou seu colega russo Vladimir Putin em Moscou, a primeira visita ao Kremlin desde 2019. Os principais tópicos da conversa incluíram defesa, comércio e energia, e Modi disse que a resolução da guerra com a Ucrânia deve buscar o diálogo e a diplomacia, após as notícias de um ataque russo a um hospital em Kiev. Por outro lado, em junho, teve início a inclusão dos títulos do governo indiano no índice global do JP Morgan, o que proporcionaria outro impulso e liquidez às empresas privadas. Enquanto isso, a economia manteve o *ímpeto*, com os PMIs de manufatura e de serviços em território amplamente expansionista, atingindo 58,3 e 60,5, respectivamente, em junho. Do lado da inflação, a inflação surpreendeu positivamente em junho, registrando 5,1% a.a., pressionada pelos preços mais altos dos alimentos devido às ondas de calor e à fraqueza das monções (associadas às chuvas e benéficas para as colheitas), restringindo a oferta. O governador do Banco Central comunicou que é muito cedo para falar sobre cortes nas taxas, embora a inflação permaneça dentro da faixa de tolerância do Banco Central, a convergência para a meta (4,0%) é fundamental e ele prefere não dar nenhuma orientação futura para que as partes interessadas não a abordem de forma errada. Assim, para a reunião de política de agosto, espera-se que a taxa de referência permaneça em 6,5%. Quanto aos *valuations*, estão sendo negociados acima 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 influxos líquidos para os ETFs do país como um todo e para o ETF mais representativo continuaram no último mês. Combinado com o sólido *impulso* econômico, político e corporativo e com a continuidade dos fluxos líquidos de entrada, a **decisão foi tomada no sentido de tornar as ações indianas overweight.**

Em junho, as ações **sul-coreanas** avançaram US\$ 8,0%, impulsionadas pelo bom *momento* dos semicondutores e pela defasagem que eles vinham mantendo. Na mesma linha, a Samsung, a principal empresa do índice de ações MSCI, divulgou resultados do segundo trimestre acima das expectativas do mercado. A demanda por semicondutores impulsionou os preços dos chips que, em média, aumentaram 15% em relação ao trimestre anterior, embora o relatório completo dos lucros do segundo trimestre seja divulgado no final de julho. Por outro lado, o *impulso* macroeconômico

positivo continua. O PMI de manufatura está em território expansionista em junho (52 pontos), sendo o mais alto desde abril de 2022, impulsionado pelo crescimento mais rápido dos pedidos às fábricas desde fevereiro de 2022. Por outro lado, as exportações de junho cresceram 5,1% a/a, impulsionadas por semicondutores, onde as exportações de semicondutores cresceram 51% a/a em doze meses. Do lado dos preços, a inflação continua a desacelerar e, em junho, subiu 2,4% a/a, a menor em 11 meses e continua a convergir para a meta do Banco Central (2%), embora a autoridade monetária tenha decidido manter a taxa de referência em 3,5%, quando a autoridade monetária enfatizou a importância da convergência para a meta e o monitoramento da dívida das famílias. 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 fluxos de investimento de 15% para os ETFs do país como um todo e as projeções de crescimento dos lucros são corrigidas para cima neste ano e no próximo, projetando um crescimento de 102% e 29%, respectivamente. Diante do cenário de *impulso* macroeconômico positivo, *valuations* atraentes e fluxos de entrada, **decidimos manter nosso *overweight* em ações sul-coreanas.**

Em **Taiwan**, as tensões com a China em junho continuaram após a posse do presidente Lai Ching-te em maio, com as autoridades preocupadas com a possibilidade de a China aumentar as detenções de taiwaneses no continente para pressionar o presidente Lai, o que prejudicaria ainda mais as relações entre os dois lados do estreito. Além disso, as tensões nas relações aumentaram depois que a guarda costeira chinesa deteve um barco de pesca taiwanês que violou uma proibição de pesca. No entanto, as ações taiwanesas subiram US\$ 8,1% em junho, deixando de lado as tensões e impulsionadas pelo setor de semicondutores, liderado pela Taiwan Semiconductor, cuja receita deve crescer 36% em relação ao ano anterior no segundo trimestre e acima do consenso do mercado, embora o relatório corporativo oficial deva ser divulgado em 18 de julho. No lado econômico, o PMI de manufatura registrou 53,2 pontos em junho, o maior desde março de 2022, quando as exportações cresceram 23,5% a/a, impulsionadas pelos semicondutores. Do lado da inflação, a inflação acelerou novamente para 2,4% a/a em junho, enquanto o banco central decidiu manter a taxa de referência em 2% em junho, comunicando que o nível atual é consistente com o desenvolvimento econômico e um sistema financeiro estável. No lado do mercado acionário, os *valuations* parecem caros, sem entradas ou saídas do principal ETF do país. Ao mesmo tempo, as projeções de crescimento dos lucros foram corrigidas para cima neste ano. Assim, a combinação de fatores positivos, como a melhora do *momentum* macroeconômico e a correção para cima das projeções de crescimento dos lucros, mas de fatores negativos, como *valuations* ajustados, diminuição dos fluxos de entrada e tensões geopolíticas, levou à decisão de **manter uma posição neutra nas ações de Taiwan.**

As ações **da Indonésia** subiram US\$ 1,9% em junho. Enquanto isso, os *valuations* das ações parecem atraentes, as projeções de lucros apontam para um crescimento de cerca de 6,4% para este ano e as saídas do principal ETF do país são vistas em 7% AUM no último mês. No lado macroeconômico, a *dinâmica* positiva continua, embora esteja perdendo força, e o PMI industrial caiu para 50,7 pontos em junho, em comparação com 52 pontos no mês anterior. Do lado da inflação, a inflação continua a desacelerar, atingindo 2,5% a/a em junho, embora o Banco Central tenha decidido manter a taxa de referência em 6,25%. Do lado político, o ruído em torno do presidente eleito continua aumentando o risco de gastos fiscais, nacionalismo e autoritarismo. Nesse contexto de incerteza política, fluxos de saída, mas com dados macroeconômicos ainda sólidos, **a posição neutra é mantida na Indonésia. Por outro lado, na Tailândia**, a economia está mostrando sinais de melhora, embora ainda esteja se deteriorando. O PMI do setor industrial está em território expansionista (51,7 pts. em junho), mas a inflação decepcionou ao aumentar 0,6% a/a em junho, abaixo do valor do mês anterior (1,5%) e das expectativas do mercado (1%). O banco central manteve a taxa de referência em 2,5%, embora as autoridades estejam pressionando pelo início do ciclo de aperto e tenham até mesmo solicitado um aumento na meta de inflação. Do lado das ações, as ações caíram US\$ 3,2% em junho, pressionadas pelos riscos domésticos, já que o órgão regulador introduziu medidas para restringir as vendas a

descoberto, embora principalmente as vendas ilegais e as práticas inadequadas, impactando o sentimento dos investidores. Do lado político, o judiciário anunciou que as decisões sobre os julgamentos do primeiro-ministro e a dissolução do partido de oposição serão tomadas antes de setembro, sem fornecer mais detalhes. Embora as valuations das ações sejam atraentes (P/E *fwd.*), as projeções de crescimento dos lucros foram corrigidas para baixo para este ano (~12%) no último mês e houve saídas em todos os vencimentos do principal ETF do país. Assim, com uma economia deprimida, incerteza doméstica e saídas, **foi tomada a decisão de manter o *underweight* em ações tailandesas.**

EMEA

Optamos pela neutralização em ações regionais no caso de um portfólio emergente, em relação à Ásia emergente e à América Latina.

A África do Sul surpreendeu durante o mês de junho e retornou 9,1% (em dólares), ao mesmo tempo em que o rand sul-africano se valorizou 4,2%, depois que o Presidente Ramaphosa conseguiu realizar uma coalizão "nacional" entre os partidos e permanecer no poder. Embora dois partidos em particular tenham se recusado a se unir, o gabinete foi composto por sete partidos, com o ANC detendo a maioria das pastas e liderando os principais ministérios, e o partido DA que também terá influência ativa. Esse foi um desenvolvimento sem precedentes, mas, dada a divergência de pensamento, é de se perguntar a quão forte ou duradoura será essa coalizão, e continuamos cautelosos, embora otimistas em relação ao mercado. Do ponto de vista macroeconômico, continua a deterioração da economia, um PMI do setor industrial em território contracionista (49,2 pontos em junho), uma inflação persistente (5,2% a.a. em maio) e uma postura ainda restritiva do Banco Central, com uma taxa de referência de 8,5%. Os *valuations* parecem atraentes (P/E *em diante*) e 9% de entradas de AUM no principal ETF do país no último mês. No contexto de uma política doméstica um pouco mais forte e *valuations* atraentes, a **decisão é neutralizar as ações sul-africanas.**

A economia **turca** continua deprimida e o PMI industrial permanece em território contracionista e continua a cair em junho (47,9 pontos). Embora a inflação tenha recuado em relação ao pico de maio e, em junho, tenha subido 71,6% em relação ao ano anterior, o banco central decidiu manter a taxa de referência em 50,0% pela terceira reunião consecutiva, embora algumas autoridades tenham dado a entender que poderiam iniciar o ciclo de cortes quando a economia começasse a se recuperar. Com relação à política, mas em linha com as pressões inflacionárias, os formuladores de políticas descartaram a possibilidade de aumentar o salário-mínimo, demonstrando compromisso com a redução da inflação. Quanto ao mercado de ações, em junho as ações turcas tiveram um retorno de US\$ 0,7%, abaixo do índice de mercados emergentes. Por outro lado, as projeções de lucros foram corrigidas para baixo e projeta-se um crescimento de 11,5% para este ano, enquanto foram observadas saídas de fluxos de investimento de 9% do AUM do principal ETF do país durante o último mês. Os *valuations* estão em torno da média de 5 anos do índice P/E *fwd.* Devido à fraqueza macroeconômica e *valuations* mais apertados, mas um mercado de ações usado como porto seguro, **as ações turcas permanecem neutras.**

Por fim, as tensões entre **a Arábia Saudita** e seus pares europeus do G7 aumentaram, pois esses últimos estão considerando fazer uso dos ativos russos congelados em sua posse e permitir que eles sejam negociados livremente novamente. Assim, o ministro das finanças saudita teria ameaçado vender parte dos títulos europeus que detém, especialmente os franceses, demonstrando a posição clara do reino em seu relacionamento com a Rússia, em conjunto com os principais produtores da OPEP. No lado econômico, o indicador PMI industrial permanece em território amplamente expansionista (55 pontos em junho). No lado do petróleo, de acordo com as estimativas do mercado, em

junho as exportações de petróleo bruto voltaram aos níveis pandêmicos, demonstrando a fraqueza do setor. Por fim, o mercado acionário saudita retornou US\$ 3,1% em junho e as saídas do principal ETF do país no último mês foram de 3% do AUM, juntamente com a correção para baixo das projeções de crescimento dos lucros para este ano. No contexto de uma economia dependente do petróleo, com os preços *das commodities* permanecendo voláteis e movimentos surpreendentes devido a cortes de produção e conflitos armados no Oriente Médio, **decidimos manter uma posição neutra na Arábia Saudita.**

RENDA FIXA

TREASURIES DOS EUA: OW em Treasuries de 2 anos e 10 anos é mantido, neutralizando o overweight em treasuries de 30 anos, enquanto a neutralidade em TIPS é mantida.

Em julho, as taxas começam o mês em baixa, já que os dados econômicos mais recentes apontam para um certo arrefecimento da economia dos EUA e o Federal Reserve Bank, embora mantenha uma abordagem dependente de dados, assume um tom menos *hawkish*, caminhando para um possível primeiro corte nas taxas em setembro. No entanto, com o início do mês, vemos novos riscos e o ruído da eleição presidencial começa a afetar os mercados de renda fixa, com a alta probabilidade de uma vitória de Trump, juntamente com uma maioria republicana no Senado, gerando maiores preocupações sobre a política fiscal dos EUA, afetando principalmente a ponta longa da curva. Quanto aos dados econômicos mais recentes, o mercado de trabalho está mostrando sinais de arrefecimento, com a taxa de desemprego subindo para 4,1% em junho, a criação de empregos nos últimos meses revisada para baixo e a desaceleração dos salários. Em relação à inflação, o registro de junho surpreendeu ao desacelerar mais do que o esperado, com a medida *principal* caindo para 3% em doze meses e a medida principal atingindo 3,3%. Parte dessa surpresa é explicada pela queda nos componentes de serviços, que finalmente está começando a mostrar sinais de arrefecimento, com a inflação *do núcleo principal -ex-serviços de abrigo-* ainda permanecendo alta, mas caindo pelo segundo mês consecutivo para 4,67% em relação ao ano anterior. Por outro lado, com o registro positivo da inflação, o mercado aumenta as expectativas de cortes nas taxas este ano e o cenário de 2 cortes nas taxas nas reuniões de setembro e dezembro começa a se consolidar. Assim, em julho, a alta reatividade das taxas aos dados econômicos se mantém e, após dados mais fracos de emprego e inflação, as taxas voltam a cair e a taxa de 10 anos passa de 4,39% no final de junho para 4,23%, enquanto a taxa de 2 anos cai de 4,76% para 4,45%. Essa maior queda nas taxas curtas responde à expectativa de um ciclo de corte mais agressivo que impulsiona a extremidade curta da curva, juntamente com a maior preocupação com o déficit fiscal resultante das eleições, que mantém a extremidade longa da curva mais alta. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimentos dos títulos do Tesouro - continua a cair e diminuiu em julho, atingindo 87 pontos, um nível relativamente baixo no contexto do atual ciclo de taxas, mas a curva ainda mantém a alta reatividade às divulgações de dados econômicos. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, se ajustaram para baixo, atingindo 1,92% e 2,27%, respectivamente, em linha com a surpresa inflacionária de baixa no registro de junho e com as expectativas ancoradas na meta. Assim, nesse último mês observamos como os dados de inflação e emprego apontam para um arrefecimento gradual da economia, em linha com um cenário de *soft landing*, e a expectativa de dois cortes de taxas no mercado começa a se consolidar. Por outro lado, o ruído político também aumenta à medida que nos aproximamos das eleições presidenciais de novembro e o mercado começa a incorporar a expectativa de um segundo mandato de Trump, que poderia ser mais inflacionário e implicar um aumento no déficit fiscal dos EUA. Diante do exposto, **mantemos uma visão neutra sobre a duration, embora ainda observemos níveis elevados de incerteza e volatilidade no mercado de renda fixa. O OW das treasuries de 2 e 10 anos é mantido, dada nossa expectativa de um esfriamento gradual da economia e do início do ciclo de cortes em setembro, enquanto o OW das treasuries de 30 anos é levado a neutro, observando-se maior volatilidade na extremidade longa da curva.**

Por fim, a neutralidade em TIPS é mantida, esperando que as pressões inflacionárias sejam moderadas, mas com riscos ainda presentes no curto prazo.

INVESTMENT GRADE GLOBAL: UW mantido

Com relação à dívida desenvolvida, no mês passado observamos novamente divergências nos desempenhos dos países desenvolvidos. Entretanto, diferentemente dos meses anteriores, em que as divergências responderam principalmente a diferentes cenários econômicos e ações dos bancos centrais, no mês passado o risco político assumiu o centro das atenções na Europa com as eleições antecipadas na França e no Reino Unido, aumentando a volatilidade no velho continente, tanto nos mercados de renda fixa quanto nos de ações. Enquanto isso, nos EUA, a política também está ganhando relevância e o mercado está começando a incorporar uma vitória de Trump, juntamente com um déficit fiscal mais alto, afetando as taxas longas. Na frente econômica, a inflação na Europa desacelera novamente e atinge 2,5% a.a. em junho, no entanto, a surpresa econômica retorna ao território negativo e a atividade econômica continua a enfraquecer. Por sua vez, o Banco Central Europeu (BCE), apesar de ter iniciado o ciclo de cortes em junho, continua alinhado com o Fed e não reduzirá as taxas na reunião de julho, esperando até setembro e dezembro para continuar com o ciclo de cortes nas taxas. Por outro lado, nos EUA, a atividade econômica permaneceu resiliente, mas está começando a mostrar sinais de um arrefecimento gradual tanto no emprego quanto na inflação, enquanto as surpresas econômicas permanecem em território negativo, como na Europa. Quanto ao *investment grade*, em junho, o ruído das eleições na França e na Inglaterra elevou os spreads europeus, gerando retornos negativos na região e um *desempenho* significativamente inferior em relação aos EUA. No entanto, no início de julho, depois que a incerteza das eleições foi dissipada, os spreads voltaram a se comprimir e a dívida europeia recuperou terreno em relação à dívida dos EUA, impulsionada pelo ajuste para baixo nas taxas. Por outro lado, embora a classe de ativos em geral continue a ser uma alternativa atraente do ponto de vista de risco-retorno, os níveis atuais de *spreads* não nos parecem atraentes e acreditamos que o desacoplamento dos spreads europeus devido às eleições já foi corrigido e internalizado pelo mercado, de modo que mantemos **nossa** preferência por taxas básicas para fazer ajustes na duração do portfólio à medida que nos aproximamos do início do ciclo de corte de taxas dos EUA.

HIGH YIELD GLOBAL: UW mantido

No lado do *High Yield*, a classe de ativos continua com os desempenhos positivos que vimos no primeiro semestre do ano, em linha com o *impulso* do mercado acionário dos EUA, as expectativas de um cenário de *soft landing* nos EUA e os baixos níveis de spread que permanecem em torno dos mínimos da última década. Entretanto, neste último mês, quando as taxas estão caindo, a classe de ativos está ficando para trás em relação aos ativos de duração mais longa. 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 do *high yield global* no primeiro semestre do ano em um ambiente de taxas em alta. Entretanto, os dados econômicos recentes apontam para um esfriamento gradual do mercado de trabalho dos EUA e, embora não esperemos uma correção acentuada nos *spreads de alto rendimento*, acreditamos que há pouco espaço para mais compressão, tornando a classe de ativos menos atraente em um ambiente econômico de desaceleração. Em termos de duração, embora ainda mantenhamos nossa *visão* neutra em relação à duração, após a melhora nos dados inflacionários e a consolidação da expectativa do início dos cortes nas taxas em setembro, achamos que outros ativos de duração mais longa são mais atraentes no longo prazo. Com base no exposto, mantemos **um UW em Global HY**.

DÍVIDA EMERGENTE: Neutro em relação à dívida soberana e OW em títulos corporativos HY e IG e mercados locais.

Quanto à dívida emergente, com a chegada de julho, observamos como as taxas dos títulos do Tesouro dos EUA caíram à medida que o mercado internalizou que em setembro o Fed iniciaria o ciclo de cortes, impulsionando assim os retornos dos ativos de renda fixa, especialmente os de duração mais longa. A dívida dos mercados emergentes não foi exceção, e

a classe de ativos continua a acumular desempenhos positivos e, embora até agora em julho tenha apresentado um desempenho ligeiramente *inferior ao da* dívida dos países desenvolvidos, onde o ajuste das taxas foi mais pronunciado, até agora neste ano a dívida dos mercados emergentes continua a apresentar um desempenho significativamente superior. 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 continua a ter um desempenho positivo e, até o momento, em julho, superou a 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. Entretanto, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos a torna mais vulnerável aos ruídos políticos atuais, principalmente aqueles associados à política fiscal dos países emergentes, de modo que mantemos nossa preferência pela dívida corporativa no mundo emergente. Com relação a essa última, continuamos convencidos de que, na classe de ativos, especialmente na América Latina, apesar do ruído político na região, acreditamos que, no ambiente corporativo, a boa saúde corporativa das empresas com baixos níveis de alavancagem e os bancos centrais em um ciclo de aperto monetário expansivo seriam determinantes para continuarmos a ver bons desempenhos na região. Quanto ao *High Yield*, ele continua sendo a classe de ativos de renda fixa com melhor desempenho até agora neste ano, com um retorno acumulado de 7,4%, um nível de alto *rendimento* de 8,4% 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 foram ajustadas para baixo e as inadimplências esperadas caíram de 4% para 3,6%, enquanto *os spreads* ainda estão relativamente baixos em comparação com sua média histórica e em linha com os movimentos globais, portanto, esperamos que permaneçam estáveis nos níveis atuais no curto e médio prazo. *O Investment grade* continua a oferecer um retorno atraente considerando seu nível de risco, com um *rendimento* de 5,6% e uma qualidade de crédito mais alta que proporciona maior proteção contra *choques* negativos 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*, em junho o dólar manteve sua força em relação a outras moedas e se valorizou 1,1% no mês. Com a chegada de julho, após a melhora dos dados inflacionários e o arrefecimento do emprego, o mercado passou a incorporar um cenário mais agressivo de cortes, revertendo a alta da moeda norte-americana e desvalorizando 1,7% (DXY) até o momento neste mês, de modo que a trajetória da moeda permanece altamente correlacionada aos movimentos das taxas e às expectativas de cortes. Dessa forma, a grande maioria das moedas emergentes e desenvolvidas está se valorizando novamente após as perdas de junho. Com base no exposto, vemos mais espaço para as moedas emergentes no curto prazo, uma vez que a economia dos EUA continua a esfriar e o Fed está mais próximo de iniciar o ciclo de corte das taxas neste segundo semestre do ano. Entretanto, no curto prazo, ainda há muita incerteza e as decisões de política monetária, os preços *das commodities* e o ambiente político de cada país determinarão a trajetória de suas moedas. De acordo com o exposto acima, permanecemos **neutros em títulos soberanos e overweight em títulos corporativos HY e IG e mercados locais.**

EXPOSIÇÃO DE MOEDAS | JULHO DE 2024

Moedas	Bench.	Junho	Julho	OW/UW		Diferença
USD	57.5%	58.1%	58.6%	OW	1.1%	0.5%
EUR	7.5%	7.5%	7.5%	N		
GBP	1.5%	1.5%	1.5%	N		
JPY	2.5%	2.5%	2.5%	N		
GEMs	31.0%	30.4%	29.9%	UW	-1.1%	-0.5%
	100.0%	100.0%	100.0%			

O resultado da alocação do 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 | JUNHO 2024

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	2.1%	1.0%	1.1%	0.0	3.4
Renta Fija	50%	45%	-5%	0.5%	0.3%	0.3%	3.8	1.5
Caja	0%	5%	5%	0.4%	0.0%	0.0%	-4.5	
Oro	0%	0%	0%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					1.30%	1.35%	-0.6	4.9
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								4.3
Europe ex UK	14.0%	14.0%	0.0%	-2.5%	-0.35%	-0.35%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	0.0%	-5.2%	-0.05%	-0.05%	0.0	
UK	3.0%	3.0%	0.0%	-1.8%	-0.05%	-0.05%	0.0	
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	0.0%	7.4%	1.25%	1.25%	0.0	
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	0.0%	0.3%	0.05%	0.05%	0.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	-1.3%	-0.05%	-0.05%	0.0	
Japan	5.0%	5.0%	0.0%	-0.8%	-0.04%	-0.04%	0.0	
Desarrollados	59.0%	59.0%	0.0%	1.3%	0.76%	0.76%	0.0	
LatAm	5.0%	5.0%	0.0%	-6.1%	-0.30%	-0.30%	0.0	
LatAm Small Cap	1.0%	0.0%	-1.0%	-8.6%	-0.09%	0.00%	10.7	
China	10.0%	11.0%	1.0%	-1.9%	-0.19%	-0.21%	-4.0	
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	8.4%	1.68%	1.68%	0.0	
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	4.1%	0.20%	0.20%	0.0	
Emergentes	41.0%	41.0%	0.0%	3.2%	1.31%	1.37%	6.7	
Equities					2.07%	2.14%	6.7	
Treasuries 2Y	5.9%	6.5%	0.6%	0.6%	0.03%	0.04%	0.0	
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	1.6%	1.3%	0.16%	0.18%	1.2	
Treasuries 30Y	7.2%	8.0%	0.8%	1.9%	0.13%	0.15%	1.1	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	0.8%	0.02%	0.02%	0.0	
Global Corporate IG	27.5%	22.6%	-4.9%	0.3%	0.08%	0.07%	1.2	
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	-1.1%	0.5%	0.02%	0.02%	0.0	
Deuda Desarrollados	60.1%	57.1%	-3.0%	0.8%	0.45%	0.47%	3.4	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	0.6%	0.07%	0.07%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	0.8%	0.8%	0.03%	0.03%	0.2	
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	1.2%	1.0%	0.05%	0.06%	0.6	
EM Local Markets	21.0%	22.0%	1.0%	-0.3%	-0.06%	-0.06%	-0.8	
Deuda Emergente	39.9%	42.9%	3.0%	0.2%	0.09%	0.10%	0.0	
Fixed Income					0.54%	0.57%	3.4	

*Anualizado ** Desde 2001
Dados em 30 de junho de 2024

Em junho, a alocação em ações foi mantida como neutra, os bonds como *underweight* e 5% foram alocados em caixa. Em 30 de junho, o portfólio do TAACo Global teve um ganho de 1,4%, em linha com o *benchmark*, ajudado pela seletividade do portfólio de ações.

Em junho, no nível da *análise de atribuição*, (i) a **alocação de ativos** gerou perdas com a posição comprada em caixa em um mês em que a alta das ações continuou (ii) a **seleção de instrumentos** foi positiva: a posição vendida em LatAm Small Cap gerou ganhos.

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	1.3%	1.7%	4.1%	9.5%	-0.5%	3.8%	3.5%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.3%	1.7%	4.1%	9.6%	-1.5%	2.9%	2.7%	3.8%	10.2%
Perf. inferior/superior (bps)	4	3	-2	-6	101	82	73	129	
Ações	2.1%	3.2%	8.6%	15.3%	0.4%	6.4%	4.8%	4.0%	15.2%
Benchmark	2.1%	3.4%	8.8%	15.3%	0.4%	6.4%	4.7%	3.5%	15.1%
Europa, exceto Reino Unido	-2.5%	-1.8%	3.5%	8.9%	0.7%	5.4%	2.5%	3.0%	19.7%
Europa Small Cap ex Reino Ur	-5.2%	-1.4%	-0.6%	6.1%	-5.3%	4.2%	3.4%	6.9%	23.9%
REINO UNIDO	-1.8%	3.7%	6.9%	12.5%	6.6%	5.7%	2.7%	4.5%	19.5%
US Large Cap Growth	7.4%	10.6%	23.7%	36.0%	11.6%	20.6%	17.1%	--	21.5%
US Large Cap Value	0.3%	-1.1%	7.8%	14.6%	6.4%	8.5%	7.7%	--	16.7%
US Small Caps	-1.3%	-3.6%	1.8%	10.0%	-0.2%	8.4%	7.9%	9.0%	23.7%
Japão	-0.8%	-4.4%	5.3%	11.0%	0.2%	4.5%	3.5%	2.0%	15.8%
Desenvolvidos	2.0%	2.6%	11.7%	20.2%	6.9%	11.8%	9.2%	6.9%	18.8%
América Latina	-6.1%	-12.2%	-15.7%	-5.6%	0.5%	0.1%	-0.3%	7.4%	30.8%
LatAm Small Cap	-8.6%	-16.8%	-18.4%	-14.6%	-8.4%	-4.3%	-4.2%	5.6%	33.9%
China	-1.9%	7.1%	4.7%	-1.6%	-17.7%	-4.3%	1.4%	6.8%	26.0%
EM Ásia ex China	8.4%	7.5%	14.2%	25.0%	3.5%	11.0%	7.0%	--	20.3%
EM Ásia Small Cap	4.1%	8.3%	9.3%	23.7%	3.1%	11.7%	6.3%	9.5%	19.7%
EM Europa e Oriente Médio	3.7%	0.3%	0.3%	5.4%	-9.9%	-5.5%	-4.9%	2.2%	20.1%
Emergentes	3.9%	5.0%	7.5%	12.5%	-4.6%	2.9%	2.7%	7.8%	18.8%
Renda Fixa	0.6%	0.1%	-0.3%	4.0%	-3.2%	-0.4%	0.9%	4.1%	6.5%
Benchmark	0.5%	0.0%	-0.4%	4.0%	-3.5%	-0.8%	0.5%	3.5%	6.5%
Treasuries 2Y	0.6%	0.9%	1.1%	4.1%	-0.1%	0.7%	0.9%	2.1%	1.9%
Treasuries 10Y	1.3%	-0.3%	-1.9%	-0.8%	-5.3%	-1.8%	0.5%	3.3%	8.3%
Treasuries 30Y	1.9%	-2.1%	-5.9%	-7.8%	-12.7%	-5.7%	-0.2%	4.0%	17.2%
US Tips	0.8%	0.8%	0.7%	2.7%	-1.3%	2.1%	1.9%	4.3%	6.3%
Global Corporate IG	0.3%	-0.2%	-0.9%	4.9%	-3.7%	0.0%	1.1%	4.2%	9.0%
Global Corporate HY	0.5%	1.1%	2.4%	10.3%	0.3%	3.1%	3.4%	6.8%	10.0%
Dívida Desenvolvidos [1]	0.8%	-0.2%	-1.3%	2.5%	-4.3%	-1.0%			
EMBI	0.6%	0.3%	2.3%	9.2%	-2.6%	0.0%	2.6%	6.8%	11.5%
EM Corporate IG	0.8%	1.0%	2.1%	6.2%	-1.9%	0.9%	2.4%	--	6.5%
EM Corporate HY	1.0%	2.3%	6.8%	12.1%	-1.7%	1.7%	3.9%	--	10.8%
EM Local Markets	-0.3%	-0.3%	-1.3%	2.9%	-1.7%	-0.2%	-0.4%	--	9.7%
Dívida Emergentes [1]	0.2%	0.4%	0.9%	5.7%	-2.1%	0.2%			
Caixa	0.4%	1.3%	2.7%	5.5%	3.1%	2.2%	1.5%	1.5%	0.6%
Ouro	-0.7%	5.3%	12.1%	21.9%	9.8%	10.6%	5.9%	9.9%	14.3%

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 reflitam uma visão diferente da expressa neste relatório.