

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Maio	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACo	-1,7%	1,5%	3,7%	-1,7%	3,8%	2,1%	3,2%	4,8%	10,1%
Benchmark	-1,7%	1,5%	3,6%	-2,0%	1,7%	1,2%	2,4%	3,4%	9,8%
Out/Underperformance (bps)	-8	-5	2	31	207	90	83	137	
Ações	-1,9%	1,2%	4,7%	-3,3%	6,9%	2,3%	4,1%	3,3%	14,7%
Benchmark	-1,8%	1,4%	4,8%	-2,5%	6,5%	2,2%	3,9%	2,8%	14,6%
Renda Fixa	-1,6%	1,7%	2,5%	-1,3%	-2,5%	0,1%	1,0%	4,1%	6,2%
Benchmark	-1,5%	1,7%	2,4%	-1,9%	-3,2%	-0,3%	0,6%	3,5%	6,2%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	-0,9%	7,7%	8,3%	6,8%	4,4%	8,5%	3,5%	9,5%	4,5%

Resultados al 31 de mayo de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

Rally de poucos,
incerteza de muitos1

Alocação de ativos 3

Resultados.....16

Desempenho17

Rally de poucos, incerteza de muitos

No acumulado do ano, sete ações respondem por 80% do desempenho da Nasdaq e 95% do desempenho do S&P 500. Essas ações subiram, em média (simples), 70%, enquanto o restante das ações do S&P ficou praticamente inalterado entre janeiro e maio. O S&P 500 e a Nasdaq subiram 9,6% e 31%, respectivamente, nesse período; se as sete ações forem excluídas, esses números serão de 0,8% e 13%. Além disso, a relação preço/lucro estimada da Nasdaq é mais de 1,4 vez maior do que a do S&P 500, a mais alta em mais de uma década.

Enquanto isso, o prêmio de risco - que mede a atratividade das ações em relação à renda fixa (considerando o S&P 500 e a taxa dos títulos do Tesouro de 10 anos) - está em seu nível mais baixo em relação à sua média histórica desde antes da crise de 2008.

Esse boom em algumas ações está enraizado na recente explosão do desenvolvimento da Inteligência Artificial (IA), que, no momento, tem seu epicentro nos ativos dos EUA. As valorizações incorporariam os ganhos potenciais do tema IA, e o restante das ações não parece particularmente atraente em termos de preço.

O crescimento global também apresenta divergências: enquanto a atividade no setor de serviços permanece confortavelmente em território expansionista, o setor industrial mostra contração na maioria das economias (de acordo com os índices PMI). Nessa área, um dos dois motores globais, a China, foi surpreendido negativamente pelo ritmo mais lento e menor de recuperação, devido ao fato de os estímulos econômicos não terem sido suficientemente vigorosos. No entanto, as autoridades afirmam que o crescimento é uma prioridade, o que poderia significar mais medidas para apoiar a economia e, no início de junho, anunciaram um novo pacote de medidas pró-crescimento. Em

O Rally das ações dos EUA tem se concentrado em 7 ações

O prêmio de risco está em seu nível mais baixo desde antes da crise de 2008.

O boom nessas poucas ações está associado ao desenvolvimento da Inteligência Artificial.

Divergência na economia global: o setor de serviços se expande, o setor industrial se retrai

Os dados de atividade decepcionam na China, mas os EUA continuam resistentes.

¹ NVIDIA, Meta (Facebook), Tesla, Amazon, Alphabet (Google), Microsoft e Apple. Retornos no final de maio.

² Os PMIs são índices que sinalizam a direção da atividade. O limite entre expansão e contração é de 50 pontos.

contrapartida, os Estados Unidos continuam a registrar dados de atividade robustos e o dinamismo do emprego prevalece, o que mantém os cortes nas taxas de juros sob controle.

Em suma, o mundo crescerá, como já esperado, em um ritmo mais lento, mas uma recessão global está se tornando menos provável: espera-se que tanto os Estados Unidos quanto a China mantenham taxas positivas de crescimento do PIB.

A inflação diminuiu em relação ao seu pico nos EUA, mas seu ritmo de queda diminuiu e o indicador subjacente continua resistente. Em abril, o deflator de preços ao consumidor (PCE) permaneceu quase no mesmo nível do mês anterior (4,3% a.a.) e a leitura do núcleo (subjacente, excluindo a volatilidade) está acima e marginalmente acima desse período (4,7% a.a.). Portanto, nas últimas semanas, a taxa de referência implícita dos Fed Funds subiu para todos os vencimentos, embora a curva do Tesouro permaneça relativamente estável. Embora não sejam esperados aumentos significativos, é provável que prevaleça a alta volatilidade no mercado de renda fixa.

O dólar voltou a ganhar força e as commodities foram pressionadas pelas surpresas negativas da China. Entretanto, a demanda por commodities seria sustentada no médio e longo prazo por energias limpas e tradicionais à medida que avançamos na transição energética. Isso se deve ao fato de que, por várias razões, não há perspectiva de um aumento significativo na oferta, há riscos de choques na oferta (geopolítica, clima, etc.) e - como mencionado - o mundo continuará a crescer.

As tensões geopolíticas vêm e vão, mas ainda estão presentes. Incidentes periódicos entre a China e os EUA são a norma (envolvendo Taiwan e outros países asiáticos), a guerra na Ucrânia se perpetua e o conflito em Kosovo, na Sérvia, está voltando a explodir, entre outros.

A alocação de ativos continua defensiva, com uma sub-ponderação em ações e uma sub-ponderação em renda fixa e dinheiro, devido a:

- a. Crise de crédito, ciclo monetário apertado e taxas de juros com viés de alta,
- b. Maior atratividade relativa da renda fixa,
- c. Menor liquidez devido ao início do verão no hemisfério norte,
- d. Maior incerteza e confusão no mercado, o que se reflete em expectativas que se movem em poucas semanas entre taxas de juros baixas e altas.

Recessão global cada vez mais improvável

A inflação continua persistente, elevando a taxa implícita de referência dos EUA, e a volatilidade do mercado de renda fixa permanece.

Apesar da pressão sobre as commodities, o suporte de médio a longo prazo permanece.

As tensões geopolíticas continuam presentes

Manutenção da postura defensiva, sub-ponderando RV e sobre-ponderando RF

ALOCAÇÃO DE ATIVOS | JUNHO 2023

TAACo Global	Bench.	Maio	Junho	OW / UW	Câmbio			
Ações	50%	45%	45%	UW	-5%		As ações da UW continuam a favor do dinheiro e permanecem neutras em renda fixa	
Renda Fixa	50%	50%	50%	N				
Caixa		5%	5%	OW	5,0%			
Ouro				N				
Total Carteira								
Europe ex UK	13,5%	14,0%	13,5%	N		-0,5%	-	UW ações europeias Small Cap
Europe Small Cap ex UK	1,3%	1,4%	0,5%	UW	-0,8%	-0,9%	-	
UK	2,9%	2,9%	2,9%	N				Neutro em Europa Large Cap, Reino Unido e Japão
US Large Cap Growth	15,8%	14,8%	15,8%	N		1,0%	+	
US Large Cap Value	14,0%	14,0%	14,0%	N				
US Small Caps	3,6%	3,0%	2,0%	UW	-1,6%	-1,0%	-	UW ações EUA Small Cap, Neutro Value e Growth
Japan	4,9%	3,9%	4,9%	N		1,0%	+	
Mercados desenvolvidos	56,0%	54,0%	53,6%	UW	-2,4%	-0,4%	-	
LatAm	4,1%	5,1%	5,1%	OW	1,0%			
LatAm Small Cap	0,7%	0,7%	0,7%	N				
China	12,7%	13,7%	12,7%	N		-1,0%	-	OW Ações emergentes: LatAm e Ásia ex. China
EM Asia ex China	15,6%	16,6%	17,0%	OW	1,4%	0,4%	+	
EM Asia Small Cap	4,0%	3,0%	4,0%	N		1,0%	+	
EM Europe and Middle East	6,9%	6,9%	6,9%	N				Neutro China e EMEA
Mercados emergentes	44,0%	46,0%	46,4%	OW	2,4%	0,4%	+	
Total Ações								
Treasuries 5Y	6,0%	6,5%	6,5%	OW	0,5%			Em renda fixa: OW mercados desenvolvidos e UW mercados emergentes
Treasuries 10Y	11,5%	12,7%	11,5%	N		-1,2%	-	
Treasuries 30Y	6,6%	6,6%	6,6%	N				
US Tips	2,8%	1,5%	1,5%	UW	-1,3%			OW Treasuries 5Y, neutro 10Y e 30Y
Global Corporate IG	26,5%	28,5%	29,0%	OW	2,5%	0,5%	+	
Global Corporate HY	4,3%	3,6%	3,6%	UW	-0,7%			UW Tips
Dívida desenvolvidos	57,7%	59,4%	58,7%	OW	1,0%	-0,7%	-	
EM Sovereign IG	5,0%	3,5%	3,5%	UW	-1,5%			OW Global IG e UW Global HY
EM Sovereign HY	5,5%	3,0%	3,0%	UW	-2,5%			
EM Corporate IG	3,6%	5,5%	6,2%	OW	2,6%	0,7%	+	OW Corporate Emerging IG e mercados locais, UW Corporate Emerging HY
EM Corporate HY	5,0%	5,0%	5,0%	N				
EM Local Markets	23,2%	23,6%	23,6%	OW	0,4%			
Dívida emergente	42,3%	40,6%	41,3%	UW	-1,0%	0,7%	+	
Total Renda Fixa								
	100,0%	100,0%	100,0%					

Em junho, a alocação por classe de ativos foi mantida: 45% em ações, 50% em renda fixa e 5% em dinheiro. A incerteza continua em várias frentes, como os conflitos geopolíticos e o fim do aperto monetário nos países desenvolvidos, juntamente com os volumes de negociação mais baixos normalmente observados durante os meses de verão no hemisfério norte. A renda fixa continua atraente, com rendimentos altos e o início iminente do ciclo de corte de taxas nos países emergentes, ao qual se juntarão mais tarde as economias desenvolvidas. As taxas de curto prazo continuam altas, apesar da dissipação de grande parte da incerteza em torno da discussão sobre o teto da dívida nos EUA, o que favorece

a adoção de uma posição de caixa. Continuamos a favorecer as ações não americanas, em especial as ações emergentes da Ásia ex-China e da América Latina. China e América Latina.

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX UK: *Large Cap* se neutraliza desde *overweight* e se mantém neutro *Small Cap*

Após meses de desempenho excepcional, a região sofreu uma correção significativa em maio, caindo mais do que seus pares desenvolvidos (USD -6,6%). Devido à alta correlação da região com a China, a deterioração do impulso econômico no gigante asiático arrastou a Europa para baixo. Além disso, a inflação persistente, que tem sido difícil de trazer de volta à meta, significa que, ao contrário de outros países desenvolvidos, o Banco Central Europeu ainda precisa continuar aumentando as taxas de juros, que permanecerão altas por um período prolongado.

O impulso econômico se deteriora. O índice de surpresa econômica perde força e cai em território negativo, com dados como a produção industrial e as vendas no varejo surpreendendo negativamente. A Alemanha também decepciona, pois, como resultado de um comércio internacional mais fraco, os pedidos de fábrica alemães contraíram 10% em relação ao ano anterior em abril, completando 14 meses de quedas consecutivas. O setor industrial permaneceu dinâmico devido a uma grande carteira de pedidos em atraso, enquanto o volume de novos pedidos está caindo, mas a situação vai se deteriorar ainda mais. Assim, o principal indicador PMI do setor industrial da zona do euro ficou em 44,8 em maio, afundando ainda mais em território contracionista para o setor nos próximos 6 a 12 meses. O setor de serviços, por outro lado, continua resistente, apesar do aumento do custo de vida, com o PMI do setor atingindo 55,1. O consumo é sustentado por um mercado de trabalho restrito (taxa de desemprego de 6,5% em abril, o nível mais baixo desde o início dos registros em 1998) e pela expectativa de que os turistas continuarão a chegar à região.

Por sua vez, a inflação retomou a convergência e caiu para 6,1% ao ano em maio (7% em abril), enquanto o núcleo da medida atingiu 5,3% ao ano. O Banco Central Europeu terá que continuar o aperto monetário, mas em um ritmo mais lento. Em sua reunião no início de maio, ele aumentou a taxa de juros em 25 pontos-base para 3,25%, reduzindo a magnitude dos aumentos. Para o restante do ano, dois aumentos de 25 bps permaneceriam entre eles, antes de estabilizar a taxa no restante de 2023. As taxas de juros continuaram a subir no último mês, com um achatamento da curva. Como referência, na Alemanha, a taxa do Bund de 2 anos subiu 30 bps. para 2,85% e a de 10 anos, 10 bps. para 2,40%.

Quanto ao setor corporativo, espera-se que os lucros cresçam 3,7% em 2023, um número que foi corrigido para baixo no último mês (estimativa do Citi, Factset). Apesar da turbulência, espera-se que o crescimento dos lucros seja liderado pelo setor financeiro e de tecnologia, seguido pelo setor de consumo discricionário. Em nível nacional, a Holanda se destaca com um crescimento esperado de 60% nos lucros este ano (que foi corrigido para cima no último mês), impulsionado pela empresa de semicondutores ASML.

A queda significativa das ações europeias em maio atenuou as valorizações. O índice Preço/Utilidade (P/U fwd.) de doze meses é negociado abaixo da média de cinco anos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares desenvolvidos. Este último está novamente dois desvios-padrão abaixo da média.

A deterioração do momentum econômico e corporativo, juntamente com a alta exposição à China em um momento em que ela não consegue gerar tração, nos levou a realizar lucros e encerrar a posição. Assim, reconhecendo a atratividade das valorizações, **neutralizamos as ações europeias do overweight.**

REINO UNIDO: Se mantém alocação em neutro

O índice de surpresa econômica continua positivo, embora tenha diminuído em relação ao recorde anual atingido no início de maio. O PMI de serviços está em 55,2 pontos. Por outro lado, o PMI do setor industrial permanece abaixo de 50 pontos pelo décimo mês consecutivo.

A inflação caiu de dois dígitos para 8,7% ao ano em abril, embora o núcleo da inflação tenha se acelerado para 6,8%, complicando ainda mais o trabalho do BoE, que está dividido entre o controle da inflação e o estímulo à economia. A taxa de referência está em 4,50% e espera-se que chegue a 5,5% até o final deste ano. Com a inflação teimosamente alta, o mercado aumentou a expectativa da taxa terminal. Assim como em outros países desenvolvidos, a curva de rendimento subiu no mês passado, com um achatamento de urso. Assim, a taxa de 2 anos subiu quase 70 bps, para 4,50%, e a taxa de 10 anos subiu cerca de 40 bps, para 4,20%.

O setor corporativo, que foi resiliente em 2022, sofrerá com o crescimento econômico mais lento este ano; espera-se que os lucros se contraíam em cerca de 6% - um número que foi corrigido para baixo no último mês - os setores de materiais e energia devem ter os piores desempenhos, enquanto o setor financeiro e, em menor escala, o de tecnologia, terão o maior crescimento de lucros. O índice de ações é caracterizado pela geração de lucros internacionais, e não domésticos, e, portanto, está amplamente exposto às expectativas de crescimento global.

As ações do Reino Unido foram acompanhadas pelas quedas de maio e estão atrasadas em relação às ações europeias e globais até agora neste ano. Suas valorizações parecem baratas em relação a seus pares da Europa continental, sendo negociadas com um desconto de 19% em relação ao P/U inicial, juntamente com um atraente rendimento de dividendos de ~4%. Entretanto, a inflação alta, o aperto monetário que está afetando a atividade e a desaceleração econômica global nos levam a **manter uma postura neutra em relação a esse mercado acionário** até que vejamos dados que confirmem uma recuperação das ações.

ESTADOS UNIDOS: Se neutralizam as ações *Large Cap Growth e Value*, aumentando o *underweight* em *Small Caps*

A discussão sobre o teto da dívida fiscal dominou o debate em maio, afetando principalmente as taxas de juros. Ao contrário do que aconteceu em 2011, quando o limite também quase foi atingido, dessa vez a volatilidade do mercado de ações foi mantida sob controle.

O acordo firmado entre Biden e McCarthy suspende o limite da dívida por dois anos, a ser discutido novamente após as eleições presidenciais de novembro de 2024. O acordo prevê que os gastos do governo - não militares - permaneçam estáveis em 2024 e cresçam apenas 1% em 2025. A defesa (que é fundamental para os republicanos) aumentaria o orçamento em 3% em 2024. O acordo mantém o financiamento de programas domésticos, como a Previdência Social e o Medicare, mas aumenta os requisitos para determinados pagamentos de assistência social. Assim, ambos os partidos tiveram que se comprometer até certo ponto para chegar a um consenso.

A inflação está diminuindo lentamente e a medida subjacente da inflação é persistente (5,5% para doze meses em abril). Assim, em conjunto com um mercado de trabalho apertado, o Fed decidiu aumentar a taxa de juros no início de maio, no que poderia ser o último aumento desse ciclo de aperto monetário. O mercado agora está discutindo quando os cortes começarão, mas está adiando os cortes para o início do próximo ano.

Nos últimos 30 dias, a curva da taxa de juros teve um achatamento significativo, desencadeado pelo aumento das taxas curtas com a expectativa de que o país entraria em default. No entanto, com o acordo entre democratas e republicanos, já foi observada certa normalização das taxas, que permanecem em um nível elevado em relação ao mês passado. A postura da inflação e os comentários hawkish dos membros do Fed aumentaram a probabilidade de que as taxas permaneçam altas por um longo tempo.

A dinâmica econômica reverteu a tendência de queda devido a um mercado de trabalho robusto. Em maio, foram criados 339 mil novos empregos, superando as estimativas, enquanto a taxa de desemprego subiu para 3,7% e os salários aumentaram 4,3% em relação ao ano anterior. Há uma dicotomia entre as informações fornecidas pelas empresas em relação às contratações e a percepção das famílias, de onde é feita a pesquisa de desemprego. Essas últimas percebem que está mais difícil encontrar um emprego estável de maior qualidade, o que seria um sinal de deterioração econômica. Por sua vez, há uma disparidade entre os principais indicadores do setor industrial, que são mais pessimistas, e os de serviços, que projetam um forte crescimento no setor.

Em suma, o S&P500 encerrou maio quase inalterado (+0,2%), com resultados mistos entre setores, estilos e tamanhos. As ações de valor caíram 4,3%, prejudicadas pelo desempenho do setor de energia (onde o petróleo caiu quase 10% no mês) e do setor financeiro. Este último não conseguiu se recuperar de forma sustentável, apesar da diminuição do estresse financeiro. Por outro lado, as ações de crescimento subiram 5,3%, impulsionadas pelo desempenho das "Magnificent 7", que subiram em média 70% até agora neste ano. Como resultado, as valorizações dessas ações aumentaram significativamente. Por outro lado, as ações de pequena capitalização sofreram com os aumentos das taxas de juros, o aperto da liquidez e o aumento das restrições de crédito pelos bancos. A desaceleração econômica e a inflação persistente também estão afetando as margens das empresas. Até 2023, estima-se que os lucros cresçam apenas 1,8% (1,3% no mês passado), impulsionados pelos setores de consumo discricionário, materiais e industrial.

A vulnerabilidade à alta concentração da recente alta que vimos e as valorizações que vêm perdendo atratividade nos levam a ser cautelosos em relação às ações dos EUA. Entretanto, reconhecendo que há um bom momentum nas ações, que as expectativas de crescimento dos lucros foram corrigidas para cima e que os influxos têm chegado (principalmente ao setor de tecnologia), é difícil assumir uma posição vendida. **As ações de *growth* estão neutralizadas e as ações de *value* permanecem neutras. Além disso, aumenta-se o *underweight* em *small caps* (que são mais voláteis e vulneráveis a restrições de crédito)**

JAPÃO: Aumento da exposição a ações japonesas desde *underweight* a *neutral*

O ímpeto econômico se deteriorou no último mês, com dados como exportações, produção industrial e vendas no varejo decepcionantes. Apesar disso, os PMIs do setor industrial e de serviços conseguiram superar o recorde anterior, com o setor industrial ultrapassando 50p pela primeira vez desde outubro passado.

Como no resto do mundo, o setor de serviços deve permanecer resiliente. Além disso, com o fim da política de COVID-19 zero da China, mais e mais turistas estão chegando ao país, o que pode impulsionar o crescimento do PIB em até 1% ao ano.

Enquanto isso, o novo governador do banco central, Kazuo Ueda, fez sua estreia, anunciando em sua reunião no final de abril que, por enquanto, o país manteria a atual política monetária expansionista e o controle da curva da taxa de juros (YCC). Diante da decepção do mercado com qualquer notícia sobre normalização monetária em um momento em que a inflação ainda não atingiu o pico (3,5% a.a. em abril), o iene continuou a se desvalorizar, atingindo 140,6 ¥/USD no final de maio.

No nível das ações, o MSCI Japan se desvinculou das ações globais e subiu US\$ 1,8% em maio, com o Nikkei ganhando +4,2%. Este último índice tem um viés mais tecnológico do que o primeiro, contribuindo para a recuperação do setor e com empresas relacionadas a semicondutores e inteligência artificial entre as primeiras posições. Isso encerra a defasagem de curto prazo das ações globais. Como resultado, as valorizações tornaram-se mais caras: o índice P/U fwd. apaga o desconto em que se encontrava há dois anos e é negociado em linha com a média de cinco anos, enquanto o índice relativo aos pares desenvolvidos está quase um desvio padrão acima da média. Espera-se que os lucros cresçam

4,2% este ano, um número que foi corrigido para baixo no último mês, mas que está entre os mais altos dos países desenvolvidos.

Apesar do impulso positivo, os fluxos ainda são tímidos e foram observadas saídas para fundos e ETFs nas últimas semanas. Assim, decidimos **neutralizar nossa posição em ações japonesas** devido ao forte viés industrial e de exportação dos índices em um contexto de condições globais desfavoráveis.

AÇÕES EMERGENTES: Se neutraliza o OW na China, aumento do OW em Asia EM ex China da Ásia ex-China, e se mantém LatAm e neutro EMEA

Em maio, o sentimento negativo em relação à China foi exacerbado e as crescentes tensões geopolíticas, juntamente com os números econômicos decepcionantes, parecem justificar o desempenho negativo. No entanto, os outros países emergentes da Ásia estão dissociados desse comportamento, impulsionados pelo boom tecnológico ou por sua natureza mais defensiva. Nesse contexto, decidiu-se **neutralizar o OW na China e aumentar a superexposição às ações da Ásia Emergente ex-China**. Com relação à **América Latina, o OW é mantido** como resultado de valorizações descontadas e maior visibilidade do cenário político. Para a **EMEA, a posição neutra é mantida** após um mês marcado por quedas de dois dígitos no preço do petróleo e expectativas de volatilidade contínua.

AMÉRICA LATINA: Se mantém o overweight

As valorizações da região permanecem com um desconto significativo, sendo negociadas abaixo de sua média de 10 anos (vários países próximos de suas mínimas históricas), e são atraentes em comparação com o restante dos mercados emergentes. Além disso, a América Latina tem suporte de longo prazo, pois se beneficia de fatores estruturais, como os preços das commodities, favorecidos pela transição energética e pelas energias limpas, juntamente com a tendência de desglobalização que impulsiona o nearshoring, beneficiando principalmente o México. Por outro lado, após um aperto monetário antecipado e agressivo por parte dos bancos centrais, espera-se que um ciclo de cortes nas taxas de juros comece este ano, com os primeiros cortes nas taxas de referência esperados no Chile e no Brasil. Assim, decidiu-se **manter a superexposição na América Latina**.

No caso do **Brasil**, a economia mostra resiliência depois que o PIB do primeiro trimestre surpreendeu o mercado ao crescer 4,0% em doze meses (3,1% esperado), devido a um melhor desempenho do setor agrícola que levou a uma correção para cima da perspectiva de crescimento econômico deste ano. O consenso está esperando um aumento de 1,7% até 2023 (de 1,0% há um mês). Ao mesmo tempo, o mercado de trabalho recupera a força e a taxa de desemprego de abril diminuiu para 8,5%, após a criação de 134 mil empregos no mês. A inflação continua desacelerando, atingindo 4,2% em abril em doze meses, de modo que o mercado espera que o banco central corte a taxa de referência (SELIC) em setembro e encerre dezembro em 12,5% (uma redução de 125 bps. dos atuais 13,75%). No comércio internacional, o país registrou um superávit comercial de US\$ 35,28 bilhões nos primeiros cinco meses de 2023, um aumento de 39,1% em relação ao mesmo período do ano passado. Além disso, o real brasileiro se valorizou 7,3% até o momento neste ano. Na frente política, a regra fiscal foi aprovada na Câmara dos Deputados, sem grandes mudanças substanciais na proposta apresentada pelo governo, mas destacando que foram adicionadas pequenas modificações que permitem maior controle sobre os gastos que fariam com que os gastos fiscais em 2024 fossem menores do que o inicialmente esperado pelo governo. Isso foi interpretado positivamente pelo mercado e espera-se que a estrutura fiscal seja finalmente aprovada no Senado em meados de junho sem grandes mudanças, reduzindo consideravelmente o risco fiscal do país. Com relação às valorizações, elas permanecem em níveis atraentes, com os índices P/U e preço/valor contábil (P/BV) abaixo de suas médias de cinco anos em termos absolutos - e atraentes em relação à região, no caso do primeiro. Com base no exposto, com uma perspectiva econômica melhor e valorizações atraentes, juntamente com um risco fiscal menor, decidimos **aumentar nossa exposição em ações brasileiras para OW**.

No caso do **México**, o banco central (Banxico) elevou sua perspectiva de crescimento econômico para 2023 de 1,7% para 2,3%, depois que o PIB no primeiro trimestre deste ano cresceu 3,9% em relação ao ano anterior (acima dos 3,3% esperados). Enquanto isso, a inflação total e a inflação subjacente em abril mostraram sinais de desaceleração, caindo para 6,3% em doze meses (a primeira) e até mesmo a inflação de serviços mostrou uma desaceleração no registro. Com isso, o Banxico encerrou o ciclo de aumentos das taxas de política monetária, mantendo a taxa de referência em 11,25% e espera-se que permaneça nesse nível pelo menos até o final do ano. Isso dá suporte ao peso mexicano, que se valorizou cerca de 11,5% até o momento neste ano, enquanto os fluxos de entrada de ETFs no acumulado do ano chegaram a ~3,3% do total de ativos sob gestão. Além disso, o país conta com o apoio estrutural do nearshoring (deslocamento de parte da produção para outro país com custos mais baixos e proximidade geográfica), dado o avanço no mundo da tendência de desglobalização que foi exacerbada pela pandemia. Isso aumentou a atratividade do país e, de acordo com estimativas do Ministério da Economia, foram anunciados projetos no valor de cerca de US\$ 28,6 bilhões até maio deste ano. Embora o risco regulatório tenha aumentado durante o mês, depois que o presidente decidiu desapropriar 113 quilômetros de linha férrea da Ferrosur, já se chegou a um acordo com a empresa (a concessão de outro trecho da ferrovia foi prorrogada por 8 anos) sem a necessidade de recorrer à justiça. Com relação às valorizações, os índices P/U e P/VL estão abaixo da média de 5 anos. Com base no exposto, com bons níveis de atividade, juntamente com um suporte estrutural que está se materializando e valorizações atraentes, foi **decidido manter a superexposição em ações mexicanas**.

No **Chile**, a comissão de especialistas concluiu a elaboração do projeto de lei, em um processo caracterizado pela moderação e pela obtenção de acordos entre as forças políticas, que continuará com o trabalho do conselho constitucional, que redigirá o projeto de lei e cuja composição tem uma maioria de direita, onde o Partido Republicano (partido mais à direita) tem poder de veto (mais de 20 conselheiros) e, juntamente com a lista Chile Seguro (direita mais moderada), excede o quórum de 3/5 (30 conselheiros) para aprovar ou incorporar novas regulamentações ao projeto de lei. Dessa forma, o risco político do país é reduzido, uma vez que propostas radicais e refundações seriam deixadas de fora, mantendo a estabilidade institucional que daria confiança ao mercado. Na frente econômica, a atividade econômica aprofunda sua normalização com uma queda de 1,1% no IMACEC de doze meses de abril, decepcionando o mercado, arrastado pela queda no consumo. O exposto acima, somado à tendência de desaceleração da inflação - que deve continuar -, deu mais convicção ao mercado para esperar que o ciclo de cortes na taxa de política monetária comece em julho deste ano (25 bps.), encerrando o ano em torno de 8,5% (dos atuais 11,25%). Por outro lado, o banco central ativou a exigência de capital contracíclico, em um nível de 0,5% dos ativos ponderados pelo risco (cerca de US\$ 1,5 bilhão de capital adicional exigido), com vencimento em um ano, apertando ainda mais as condições financeiras, mas com efeitos marginais sobre a curva da taxa de juros. Além disso, foram registrados fluxos de entrada de 1,3% do total de ativos de ETFs sob gestão. Com relação às valorizações, os índices P/U fwd. e P/LV permanecem em níveis atraentes, em termos absolutos e em relação à região, abaixo de suas médias de cinco anos. Com base no exposto, com menos incerteza política devido ao progresso na nova constituição, juntamente com um ciclo mais próximo de corte da taxa de juros, **decidimos manter uma superexposição em ações chilenas**.

No caso da **Colômbia**, a economia continua a desacelerar, com a atividade econômica crescendo 1,6% a.a. em março (de 3,0% em fevereiro) e o consumo enfraquecendo depois que as vendas no varejo em março contraíram 7,1% em doze meses. Ao mesmo tempo, o mercado de trabalho está perdendo força, depois que a taxa de desemprego urbano subiu para 11,1% em abril. A inflação finalmente atingiu seu pico e, em abril, caiu para 12,8% em 12 meses, o que deverá manter a taxa de referência em 13,25% na reunião de política monetária de junho e permanecer nesse nível até o final deste ano. No comércio internacional, o preço do petróleo Brent - a principal exportação do país - caiu 11,5% em maio. Ao mesmo tempo, o investimento estrangeiro do país no primeiro trimestre deste ano caiu 12,2% em comparação com o mesmo período de 2022. Na frente política, a incerteza é bastante alta, com três reformas estruturais (saúde, trabalhista, previdenciária) em discussão no Congresso, entre as quais a reforma da saúde foi aprovada no primeiro debate e está avançando para o plenário da Câmara dos Deputados e do Senado (onde o governo não tem maioria e é difícil que seja aprovada), enquanto a discussão da reforma trabalhista foi adiada devido à falta de quórum no Congresso. Ao mesmo

tempo, as discussões no Congresso foram congeladas após controvérsias dentro do partido governista sobre o financiamento ilegal da campanha presidencial, o que poderia levar o presidente Gustavo Petro a ser investigado. Por outro lado, o presidente Petro está perdendo apoio público: em maio, seus índices de aprovação e desaprovação eram de 33,8% e 59,4% (abaixo dos 50% e 43%, respectivamente, em novembro de 2022). Com relação às valorizações, os índices P/U e P/VL permanecem em níveis atraentes, sendo negociados abaixo de sua média histórica de 5 anos em termos absolutos e em relação à região. Nesse cenário de valorizações atraentes, mas em contraste com uma desaceleração econômica e alta incerteza política, decidimos **manter uma subexposição em ações colombianas**.

Referente ao **Peru**, o PIB no primeiro trimestre deste ano contraiu 0,4% em doze meses, refletindo as consequências das mobilizações sociais e das condições climáticas (devido ao fenômeno El Niño), e que a atividade econômica continua a desacelerar. Assim, as perspectivas para a economia continuam fracas, estimando-se uma expansão de cerca de 1,5% em 2023. Por outro lado, a inflação continua a se desacelerar lentamente, caindo em maio para 7,9% em doze meses, de modo que o consenso espera que a taxa de referência permaneça em 7,75% na reunião de 8 de junho e a projeção é de que permaneça nesse nível pelo menos até setembro deste ano. No comércio internacional, o preço do cobre - principal produto de exportação do país - caiu 6,1% em maio, enquanto as exportações de minério no primeiro trimestre do ano caíram 8% em comparação com o mesmo período de 2022. Na frente política, o governo mantém alta desaprovação e tem pouco capital político, mas o status quo de uma relação tensa com o congresso é mantido, com a expectativa de que Dina Boluarte termine seu mandato em 2026. Com relação às valorizações, os índices P/U e P/VL estão sendo negociados abaixo de sua média de cinco anos. Assim, com valorizações atraentes, mas contrastando com uma perspectiva econômica fraca e um contexto político tenso que gera problemas de governança e aumenta o risco-país que afeta o investimento, decidimos **manter o underweight em ações peruanas**.

No caso da **Argentina**, a economia aprofunda seus desequilíbrios macroeconômicos, pois a pior seca dos últimos 30 anos afetou severamente a atividade econômica, fazendo com que o consenso do mercado estimasse uma contração de cerca de 3,5% para este ano. Ao mesmo tempo, há baixos níveis de reservas internacionais (~US\$ 2 bilhões) e reservas líquidas negativas (~US\$ -7 bilhões), depois de enfrentar pagamentos de obrigações de dívida e intervenções do governo para reduzir a diferença cambial entre a taxa de câmbio oficial e o blue chip swap (taxa de câmbio do mercado negro) - que está próxima de 100%. Da mesma forma, as pressões inflacionárias ainda estão presentes e em aceleração, atingindo em março 108,8% em doze meses e 8,4% mensalmente (sendo o maior registro mensal desde abril de 2002), de modo que o Banco Central elevou a taxa de referência (Leliq) em 600 bps. para 97%. Em nível político, até o momento, a oposição é a mais favorecida (Patricia Bullrich para Juntos por el cambio) para as eleições presidenciais em outubro, o que gera o risco de que o partido governista adote medidas populistas durante o ano para reverter essa situação. Nessa linha, parece que Cristina Kirchner daria seu apoio a Eduardo de Pedro como candidato da Frente de Todos, que manteria as ideias do peronismo. Entretanto, à medida que a crise macroeconômica se aprofunda, aumenta a probabilidade de candidatos mais radicais, como Javier Milei, o que aumenta a incerteza devido às suas propostas controversas (como a dolarização da economia e a eliminação do Banco Central) e ao pouco capital político para negociar e realizar seus projetos. Nesse cenário de condições macroeconômicas complexas e risco político, **decidimos manter nosso underweight em ações argentinas**.

CHINA: Se leva a neutro desde OW

Maio foi um mês particularmente negativo para o mercado chinês. Uma série de agitações políticas e a divulgação de dados econômicos decepcionantes pressionaram o desempenho do mercado e levaram a uma queda de US\$ 8,4%. O mês começou com a reunião entre o ministro das relações exteriores da China e o embaixador dos EUA na China no início do mês, depois disso as relações diplomáticas entre as duas potências continuaram a se deteriorar. A China lançou um drone sobre os céus de Taiwan, o que foi considerado um "primeiro ataque" pelo governo taiwanês. Em seguida, no âmbito da reunião do G7, o presidente dos EUA, Joe Biden, declarou que as relações com a China melhorariam no "curtíssimo prazo", o que foi ofuscado pela comunicação do G7 para conter a "coerção econômica" da China. Por sua vez, as autoridades chinesas restringiram a exportação de semicondutores fabricados pela empresa norte-americana Micron, argumentando

que eles não passaram nos testes de segurança cibernética. Mais recentemente, houve anúncios (ou rumores) por parte do governo chinês de medidas de estímulo fiscal voltadas para setores econômicos específicos, como o setor imobiliário, a fabricação de produtos de alta qualidade e subsídios contínuos para a compra de veículos elétricos.

O sentimento geopolítico negativo foi exacerbado pela divulgação de dados econômicos decepcionantes. As importações de abril caíram 7,9% em relação ao mesmo período do ano anterior (em dólares), e o mercado estava projetando uma queda de apenas 0,3%. A produção industrial e as vendas no varejo avançaram 5,6% e 18,4% em abril, mas o mercado esperava mais (10,9% e 21,9%, respectivamente). Vale lembrar que esses dados se comparam a um mês de abril que, em 2022, foi marcado pela quarentena em Xangai, o que prejudicou a atividade econômica e, portanto, corresponde a uma base de comparação baixa. Por outro lado, o PMI industrial (Caixin) de abril surpreendeu o mercado e retornou ao território expansionista (50,9 pts.), enquanto o registro oficial decepcionou, aprofundando-se no território contracionista (48,8 pts.). Enquanto isso, a inflação avançou apenas 0,1% ao ano (núcleo de 0,7%), o que o mercado também considerou como um sinal de que a recuperação está mais lenta do que o esperado. Nesse contexto, o mercado antecipou em um trimestre sua projeção do próximo corte no índice de reservas mínimas para o terceiro trimestre deste ano, a fim de dar um impulso à economia.

Com relação à temporada de redução de pessoal nas empresas, no primeiro trimestre deste ano, embora tanto os lucros quanto as vendas tenham aumentado, os resultados não são surpreendentes. Por outro lado, com a queda nos mercados, as valorizações estão parecendo mais atraentes em termos históricos, quase 2 desvios padrão abaixo de suas médias de 5 anos. Entretanto, nas últimas semanas de maio, começaram a ser observadas saídas líquidas para fundos e ETFs, indicando que o mercado não percebe mais as quedas do mercado como um ponto de entrada, mas como um evento justificado. As projeções de lucro para este ano e para o próximo ano foram corrigidas para baixo. Em um contexto em que os estímulos fiscais e monetários podem se aproximar, mas podem não ser suficientes para impulsionar a economia se a confiança não se recuperar, **o OW na China é neutralizado.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se aumenta o OW

Em maio, o mercado da Ásia Emergente ex-China subiu US\$ 3,9%, impulsionado por um boom nas ações de tecnologia e pela natureza defensiva de alguns de seus mercados. Dessa forma, ele se desvincula da correlação normalmente alta que apresenta com a China. O impulso econômico não está mais se deteriorando em várias economias, enquanto se acelera em outras. As tensões geopolíticas aumentam em alguns dos países estabelecidos, enquanto a incerteza política aumenta em outros. As projeções de lucros são corrigidas para cima e a maioria dos bancos centrais interrompe o aperto monetário. Nesse contexto, decidiu-se **aumentar o OW na Ásia EM ex China.**

O **mercado indiano** teve um desempenho positivo pelo terceiro mês consecutivo, avançando US\$ 2,9%. O impulso econômico continuou a se acelerar e o PMI industrial de maio ficou em 58,7 pontos, um recorde de quase três anos. A situação política está tensa, pois, durante a inauguração do novo prédio do parlamento, cerca de um terço dos parlamentares boicotou a cerimônia realizada por Modi, o atual primeiro-ministro, que busca a reeleição para um terceiro mandato nas eleições do próximo ano. No entanto, como uma democracia, a Índia desfruta de um lugar privilegiado no contexto global, pois é aliada dos EUA, mas ao mesmo tempo compra petróleo da Rússia, atingindo um recorde em maio de até 1,96 milhão de barris por dia, a um preço bem abaixo do petróleo saudita. Isso alivia a pressão sobre a balança comercial e a conta corrente, dois dos principais déficits da Índia. Com relação à política monetária, o banco central não se reuniu em maio e manteve sua taxa de referência em abril, enquanto o mercado projeta que os cortes nas taxas começarão no primeiro trimestre do próximo ano. Enquanto isso, os preços das ações continuam a ser negociados um pouco abaixo de suas médias históricas, mas se ajustaram no último mês. As projeções de lucros para este ano e para o próximo mostram um crescimento maior do que o do restante dos países emergentes, mas foram corrigidas para baixo no último mês. Entretanto, os fluxos líquidos de entrada são consistentes, mantendo sua natureza defensiva até agora neste

ano, sugerindo que o potencial de valorização é menor do que o de seus pares na Ásia Emergente. Portanto, a decisão é **manter uma posição neutra nas ações indianas.**

As **ações sul-coreanas** se juntaram ao sentimento positivo do mercado, retornando US\$ 3,8% em maio. Isso se deve ao fato de o índice ter uma exposição significativa ao setor de tecnologia. O impulso econômico da Coreia do Sul permanece em território contracionista, mas o PMI de maio registrou um aumento em relação ao de abril, para 48,4 pontos. No quinto mês do ano, a inflação anual atingiu o nível mais baixo em 19 meses (3,3%), mas o núcleo da inflação continua mais persistente do que o esperado (4,3%). No entanto, o cenário base é que o banco central mantenha sua pausa no aumento das taxas, que foi reafirmada em maio. No que diz respeito às tensões geopolíticas, em maio, a Coreia do Norte lançou um míssil direcionado ao seu vizinho do sul, mas o míssil caiu em águas japonesas, disparando o alarme para a economia japonesa. Entretanto, isso não teve impacto sobre o desempenho do mercado. Com relação às valorizações, o índice P/U é negociado acima de sua média de cinco anos em mais de um desvio padrão, em linha com o desempenho positivo do mercado acionário e suas projeções de lucros deprimidas para este ano. Entretanto, essas projeções começaram a se corrigir para cima no último mês, aumentando o impulso positivo do mercado acionário. Nesse contexto, foi decidido **umentar o OW na Coreia do Sul**, devido à sua alta exposição à tecnologia e à menor vulnerabilidade às tensões geopolíticas em comparação com Taiwan.

O **mercado taiwanês** também se beneficiou do boom tecnológico de maio e retornou US\$ 6,0%. A maior posição no índice, a Taiwan Semiconductor Manufacturing Company, desempenha um papel fundamental na fabricação de semicondutores usados em inteligência artificial, produzidos principalmente pela Nvidia, sediada nos EUA. Entretanto, as tensões geopolíticas injetam mais volatilidade nesse mercado, e navios chineses continuaram a ser detectados no Estreito de Taiwan no final de maio. Ao mesmo tempo, chegou-se a um acordo para liberalizar o comércio entre os EUA e Taiwan, o que provocou a reação da China e dificultou a continuidade das negociações entre as autoridades chinesas e norte-americanas. Enquanto isso, o impulso econômico continuou a se deteriorar, com o PMI industrial em maio atingindo 44,3 pontos, abaixo do nível de abril. Ao mesmo tempo, haverá uma reunião de política monetária em junho e, de acordo com o que a autoridade sinalizou em sua última reunião, ela deve continuar a aumentar a taxa de referência, em linha com os movimentos do Fed. As valorizações parecem caras em termos históricos, com o P/U fwd. sendo negociado 1 desvio padrão acima de sua média de 5 anos, apoiado pelo bom desempenho do mercado e pelas projeções de lucros que cairiam significativamente em 2023. Por sua vez, essas projeções continuam a se corrigir para baixo no último mês e não foram observadas entradas ou saídas líquidas de fluxos de investimento para o principal ETF do país nos últimos meses. Como resultado, **decidimos manter nossa posição neutra em ações de Taiwan.**

Na **Indonésia**, o desempenho do mercado foi negativo em maio, associado à queda transversal do preço das commodities, das quais o país é um grande exportador. Enquanto isso, o ímpeto econômico desacelerou em maio e o PMI industrial ficou em 50,3 pontos, níveis não observados desde novembro do ano passado. O banco central não se reuniu em maio, mas em abril manteve sua postura de pausar os aumentos das taxas, já que a inflação de maio desacelerou para um ritmo de 2,7% ao ano. As valorizações estão sendo negociadas abaixo de suas médias de 5 anos (P/U fwd e P/VL) e os fluxos líquidos para o principal ETF continuam, já que se espera que a volatilidade dos preços das commodities continue. Referente a **Tailândia**, o mercado também recuou em maio, um mês marcado pelas eleições gerais, com a vitória da oposição e o fim de quase uma década de militares no comando do Estado. A maioria das cadeiras foi conquistada por um partido populista e outro progressista, o que não foi bem recebido pelo mercado. Por sua vez, na última reunião do Banco Central, eles elevaram a taxa em 25 bps e sinalizaram que o ajuste ainda não terminou, pois o crescimento acelerado da atividade econômica pode aumentar as pressões inflacionárias. Em vista do exposto, **decidimos manter a postura neutra em relação à Indonésia e à Tailândia.**

EMEA: Se mantém a posição neutral

A queda de mais de 10% nos preços do petróleo observada em maio foi um tanto incomum em comparação com seu comportamento nos últimos meses. Isso está sendo parcialmente revertido pelo anúncio da Arábia Saudita de cortar a produção. Ao mesmo tempo, importantes decisões políticas, bem como o aumento da incerteza e o menor ímpeto da China, colocaram em xeque o desempenho dos mercados da região, que, em maio, tiveram o pior desempenho entre os países emergentes. Como resultado, decidimos manter nossa posição **neutra na EMEA**.

A situação econômica e política na **África do Sul** se deteriorou em maio, com a queda dos preços das commodities, uma recuperação decepcionante na China e a intensificação das interrupções de energia que colocaram em risco a capacidade do Estado de fornecer esse serviço. Além disso, este último declarou que o setor privado desempenhará um papel mais importante no mercado de eletricidade no próximo ano, remediando a crise e destacando as falhas na gestão estatal. Com isso, o ímpeto econômico continuou a se deteriorar, com o PMI industrial de maio chegando a 47,9 pontos. Enquanto isso, embora a inflação de abril tenha desacelerado para 6,8% em doze meses, o banco central continuou com seus aumentos da taxa básica de juros na reunião de maio, elevando-a em 50 pontos-base para 8,25% e, ao contrário da maioria dos mercados emergentes que passaram uma série de reuniões sem aumentar a taxa básica de juros, o mercado espera que a autoridade monetária da África do Sul a eleve novamente em pelo menos mais 75 pontos-base no restante do ano. Com as quedas do mercado e o cenário econômico desafiador, as valorizações estão sendo negociadas com desconto e estão mais de um desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos (P/U fwd. e P/VL). Ao mesmo tempo, a saída líquida de fluxos de investimento continua e as projeções de lucro são corrigidas para baixo. Nesse contexto, **a subexposição às ações sul-africanas é mantida**.

O cenário político na **Turquia** foi marcado pelas eleições gerais realizadas em 14 de maio e pelo subsequente segundo turno presidencial, que deu a vitória ao atual presidente, Recep Tayyip Erdoğan. Com isso, o cenário político permanece inalterado e o partido governista continuará com sua maioria no Congresso. A reação do mercado após o segundo turno das eleições levou a lira a se desvalorizar para níveis recordes, já que o candidato menos favorável ao mercado venceu. Entretanto, esse movimento da taxa de câmbio desencadeou uma recuperação das ações ligadas ao mundo das exportações. O presidente nomeou o economista Mehmet Şimşek como Ministro do Tesouro e das Finanças, buscando tranquilizar os mercados quanto às suas conhecidas políticas ortodoxas. Enquanto isso, o impulso econômico permanece em território expansionista, situando-se em 51,5 pontos em maio. Ao mesmo tempo, a inflação de maio desacelerou para 39,6% a/a, mas ainda bem acima da meta. As valorizações não mostram um desconto histórico, enquanto as projeções de lucros são corrigidas para baixo. Enquanto isso, as saídas líquidas continuaram no último mês, associadas ao fato de os investidores estrangeiros possuírem uma participação cada vez menor no mercado turco. No entanto, a perspectiva continua negativa, mas, dada a possibilidade de o governo intervir novamente no mercado, melhorando seu desempenho, **o UW sobre as ações turcas é ligeiramente reduzido**.

Se mantém la posicao UW que se trazía nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria). A dinâmica econômica é mista em maio, com o PMI industrial da República Tcheca e da Polônia em território contracionista, enquanto o PMI da Hungria permanece em expansão pelo oitavo mês consecutivo. Todas as três nações, em suas reuniões de política monetária de maio, mantiveram a postura de manter a taxa de referência, com os níveis de inflação em dois dígitos, mas desacelerando em relação ao recorde de abril. Durante o mês de maio, as tensões geopolíticas com a Rússia aumentaram, principalmente com os anúncios feitos pelo governo da República Tcheca sobre seus planos de se livrar da dependência do petróleo russo e cancelar os decretos da era soviética que permitiam que a Rússia usasse algumas terras no país. As valorizações são negociadas com um desconto em relação à perspectiva histórica, mas as saídas líquidas dos principais ETFs continuam.

O ímpeto econômico da **Arábia Saudita** desacelerou ligeiramente em maio e o PMI industrial ficou em 58,5 pontos, ainda em amplo território de expansão. A inflação permaneceu em 2,7% a.a. em abril, próxima da meta de 2,0%, e o banco central aumentou sua taxa básica de juros em 25 pontos-base, para 5,75%, em sua reunião no início de maio. Após a queda nos preços do petróleo, os membros da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) se reuniram no primeiro fim de semana de junho para discutir seus próximos passos. Nesse contexto, as autoridades sauditas não conseguiram convencer os outros participantes e decidiram unilateralmente cortar a produção de petróleo a partir de julho, reduzindo sua produção em 1 milhão de barris por dia. Como o país produz cerca de um quarto da produção da OPEP+, o mercado reagiu e os preços do petróleo subiram no dia seguinte ao anúncio. As valorizações são negociadas com um leve desconto histórico, estando menos de um desvio padrão abaixo de sua média de cinco anos (tanto P/U adiantado quanto P/VL) e as projeções de lucros para este e o próximo ano foram corrigidas para baixo no último mês. Enquanto isso, os fluxos de investimento continuam estáveis para o principal ETF do país. Nesse contexto de maior volatilidade nos preços do petróleo e poucas expectativas de que o corte de produção os manterá em níveis elevados durante o mês de junho, foi tomada a decisão **de manter a posição neutra nas ações sauditas**.

RENDA FIXA

US TREASURIES: se mantém o overweight em treasury de 5 anos, neutral nos de 10 e 30 anos e underweight em TIPS

Durante o mês de maio, as notícias sobre a recessão e a crise do setor bancário assumiram um papel secundário, enquanto a atenção do mercado estava voltada para as negociações já resolvidas sobre o teto da dívida e o default evitado pelos EUA. Por outro lado, os dados econômicos mais recentes apontam para uma política que permanecerá contracionista, já que, após meses de recordes de inflação sem grandes surpresas, o deflator de preços ao consumidor (PCE) de abril, publicado há algumas semanas, surpreendeu positivamente e acelerou novamente. Por outro lado, os dados mais recentes do mercado de trabalho continuam a mostrar resistência ao aperto monetário e a criação de empregos ficou novamente acima das estimativas, de modo que a inflação pode ser ainda mais rígida e o ciclo de aperto monetário mais longo. Até o momento, neste mês, vimos um aumento em todos os vencimentos da curva com o desenrolar das negociações para expandir o limite da dívida e após alguns comentários hawkish de alguns membros do Fed, de modo que a taxa dos títulos do tesouro de 10 anos atingiu um nível de 3,69%, enquanto a de 2 anos está em torno de 4,51%, aumentando a inversão da curva. Por sua vez, o Federal Reserve mantém sua postura de dependência dos dados econômicos e, nas últimas semanas, aumentou a incerteza sobre a decisão da reunião de junho, com alguns membros favoráveis a um aumento por considerarem que a política monetária não é suficientemente contracionista e outros favoráveis a uma pausa para observar o impacto do aperto monetário. Ao mesmo tempo, o mercado está ajustando novamente suas expectativas de taxa e, enquanto há um mês esperava uma pausa definitiva no aperto monetário, com os dados econômicos mais recentes ele está começando a estimar que ainda haverá um aumento da taxa. Entretanto, isso não ocorreria na próxima reunião, mas sim na reunião de julho. Quanto à volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva da taxa dos títulos do Tesouro - aumentou em relação aos níveis de abril, principalmente devido à incerteza em torno do teto da dívida, atingindo 146 pontos. Entretanto, com o recente acordo, a volatilidade caiu e voltou a 124 pontos. Por outro lado, os breakevens dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, não mudaram muito durante o mês e permaneceram nos níveis de 2,10% e 2,18%, respectivamente, o que implica que as expectativas de inflação de longo prazo estão ancoradas na meta do Fed (2%). Diante do exposto, neste mês, a superexposição aos títulos soberanos dos EUA foi mantida, posicionando-se no lado curto ao assumir uma posição defensiva em vencimentos mais longos diante dos riscos de uma política monetária mais agressiva. Assim, **o OW no Tesouro de 5 anos foi mantido, o título de 10 anos foi movido de OW para neutro e o título de 30 anos permaneceu neutro. Por outro lado, como as expectativas de inflação permanecem ancoradas, o UW no TIPS é mantido**.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Aumenta o overweight

Com a questão do teto da dívida resolvida e os dados mais recentes sobre a inflação e o mercado de trabalho dentro das expectativas, o foco do mercado volta a ser o Fed e a decisão em sua próxima reunião de política monetária. Dessa forma, o Fed adotou um tom mais hawkish, alinhando-se com o Banco Central Europeu, e um processo de aperto monetário mais longo está começando a ser esperado. Na Europa, o BCE tem mantido consistentemente uma postura firme com relação à sua política contracionista, de modo que o mercado espera mais dois aumentos nas taxas. Entretanto, ao contrário dos EUA, os últimos dados de inflação na zona do euro foram bastante positivos, o que poderia antecipar o início do ciclo de corte das taxas. Enquanto isso, o nível de risco e incerteza continua alto, de modo que o Investment Grade continua a ser uma das alternativas mais atraentes em termos de risco-retorno, dada a maior qualidade da classe de ativos e um rendimento que oferece um ponto de entrada atraente acima de 5%. Por outro lado, após o aumento da taxa de juros no mês passado e grande parte da tendência mais hawkish do Fed já embutida nos preços, um corte na taxa beneficiaria a classe de ativos. Dado o exposto, **se aumenta a superexposição.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantém o *underweight*

. De acordo com o exposto acima, em maio, a classe de ativos permaneceu mais defensiva em relação aos aumentos das taxas devido à sua duração mais curta. Por outro lado, também no mês passado, o foco dos mercados estava no teto da dívida, enquanto as notícias bancárias e a possível recessão nos EUA ficaram em segundo plano, de modo que a classe de ativos se beneficiou da compressão do spread. No entanto, apesar do melhor desempenho em comparação com o restante da renda fixa, no contexto atual, ainda há um alto nível de incerteza nos mercados e os spreads de alto rendimento permanecem apertados e próximos de sua média histórica, de modo que qualquer evento de risco que não se concretize ou uma deterioração adicional da perspectiva econômica poderia levar a um aumento nos níveis de inadimplência e gerar uma ampliação dos spreads. Nesse sentido, embora o Global High Yield ofereça retornos atraentes com um rendimento de 8,7%, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos e os atuais níveis de spreads comprimidos nos **levam a manter um *underweight* no Global HY.**

DÍVIDA EMERGENTE: Se mantém o *underweight* em títulos soberanos e em bônus corporativos HY, se aumenta o *overweight* em bônus corporativos IG e se mantém o *overweight* em *local markets*

Na dívida de mercados emergentes, o desempenho da classe de ativos continua correlacionado aos movimentos das taxas e às notícias dos países desenvolvidos. Assim, em maio, com o aumento das taxas nos EUA e na Europa, a renda fixa global registrou retornos negativos. No entanto, os países emergentes ofereceram maior proteção contra esses aumentos de taxas e os cortes de taxas estão começando a ser projetados para o segundo semestre do ano em alguns países. Os rendimentos dos ativos de renda fixa permanecem em níveis elevados e oferecem um ponto de entrada atraente em um cenário de queda das taxas. Assim, o mundo emergente oferece retornos superiores aos dos países desenvolvidos em troca de um risco de crédito maior, mas isso permanece limitado por enquanto e as estimativas de inadimplência da dívida emergente permanecem estáveis. Com relação à dívida soberana emergente, após o ajuste da taxa no mês passado, a expectativa de uma eventual queda nas taxas poderia ser um impulso para a classe de ativos devido à sua duração mais longa. Entretanto, sua qualidade de crédito mais baixa oferece menos proteção contra eventos de risco, tornando-a menos atraente em comparação com outras alternativas. No lado da dívida corporativa emergente, a dívida corporativa com grau de investimento continua a ser a preferida. No contexto atual, devido ao alto grau de incerteza nos mercados, a qualidade de crédito mais alta da classe de ativos oferece maior proteção contra a deterioração das condições econômicas e eventos de risco não realizados. Por outro lado, os países emergentes estão mais adiantados no ciclo de aperto monetário do que o mundo desenvolvido e o mercado espera que vários países emergentes iniciem cortes nas taxas no segundo semestre do ano, o que beneficiaria a longa duração do ativo. Por um lado, as estimativas de inadimplência para este ano foram revisadas para cima, enquanto, por outro lado, o governo chinês anunciou recentemente novas medidas para apoiar o setor imobiliário, o que poderia ter um efeito significativo sobre os rendimentos da classe de ativos. Dada a incerteza atual sobre o efeito dessa política e a possibilidade de um aumento na inadimplência não previsto pelo mercado, mantém-se

uma postura cautelosa na classe de ativos. Em relação aos mercados locais, em maio, o dólar retomou a força do ano passado e se valorizou 2,6%, enquanto a maioria das moedas se desvalorizou

No entanto, a próxima reunião de política monetária do Fed, em junho, e a decisão do comitê sobre o aumento ou não da taxa de juros serão um dos fatores determinantes para a taxa de câmbio durante o mês e, caso não haja aumento, como atualmente esperado pelo mercado, as moedas emergentes poderão se beneficiar, de modo que se mantém uma visão favorável sobre as moedas emergentes. De acordo com o exposto acima, o UW em dívida soberana emergente, o neutro em dívida corporativa HY e o OW em mercados locais são mantidos, enquanto o OW em dívida corporativa IG é aumentado, **se mantém o UW em dívida soberana emergente, o neutral em dívida corporativa HY e o OW em local markets, enquanto se aumenta o OW em dívida corporativa IG.**

EXPOSIÇÃO À MOEDA | JUNHO 2023

Moedas	Bench.	Maio	Junho	OW/UW	Câmbio
USD	55,1%	57,5%	57,5%	OW 2,4%	
EUR	7,4%	6,9%	6,3%	UW -1,1%	-0,6%
GBP	1,5%	1,3%	1,3%	UW -0,1%	
JPY	2,5%	1,8%	2,2%	UW -0,2%	0,5%
GEMs	33,6%	32,5%	32,7%	UW -0,9%	0,2%
	100,0%	100,0%	100,0%		

O resultado da alocação da TAACo corresponde a uma determinada exposição cambial que, caso não reflita nossa visão, é ajustada com posições compradas e/ou vendidas. Nenhuma posição ativa foi assumida neste mês.

RESULTADOS TAACO GLOBAL | MAIO 2023

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição ao Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	45%	-5%	-1,8%	-0,9%	-0,9%	0,5	-7,6
Renda Fixa	50%	50%	0%	-1,5%	-0,8%	-0,8%	0,0	-1,1
Caixa	0%	5%	5%	0,4%	0,0%	0,0%	10,3	
Ouro	0%	0%	0%	-0,9%	0,0%	0,0%	0,0	
Cobertura						-0,1%	-10,2	
Portfólio					-1,65%	-1,73%	0,6	-8,7
Outperformance / Underperformance (bps)								
								-8,1
Europe ex UK	13,5%	14,0%	0,5%	-6,4%	-0,86%	-0,89%	-2,3	
Europe Small Cap ex UK	1,3%	1,4%	0,1%	-7,0%	-0,09%	-0,10%	-0,5	
UK	2,9%	2,9%	0,0%	-7,0%	-0,20%	-0,20%	0,0	
US Large Cap Growth	15,8%	14,8%	-1,0%	5,3%	0,84%	0,79%	-7,1	
US Large Cap Value	14,0%	14,0%	0,0%	-4,3%	-0,60%	-0,60%	0,0	
US Small Caps	3,6%	3,0%	-0,6%	-1,9%	-0,07%	-0,06%	0,1	
Japan	4,9%	3,9%	-1,0%	1,8%	0,09%	0,07%	-3,6	
Desenvolvidos	56,0%	54,0%	-2,0%	-1,6%	-0,89%	-0,99%	-13,4	
LatAm	4,1%	5,1%	1,0%	-1,4%	-0,06%	-0,07%	0,3	
LatAm Small Cap	0,7%	0,7%	0,0%	5,2%	0,04%	0,04%	0,0	
China	12,7%	13,7%	1,0%	-8,4%	-1,07%	-1,16%	-6,7	
EM Asia ex China	15,6%	16,6%	1,0%	3,9%	0,61%	0,65%	5,7	
EM Asia Small Cap	4,0%	3,0%	-1,0%	1,0%	0,04%	0,03%	-2,8	
EM Europe and Middle East	6,9%	6,9%	0,0%	-6,2%	-0,43%	-0,43%	0,0	
Emergentes	44,0%	46,0%	2,0%	-2,0%	-0,87%	-0,94%	-3,5	
Equities					-1,76%	-1,93%	-16,9	
Treasuries 5Y	6,0%	6,5%	0,5%	-1,0%	-0,06%	-0,06%	0,3	
Treasuries 10Y	11,5%	12,7%	1,2%	-1,5%	-0,17%	-0,19%	0,1	
Treasuries 30Y	6,6%	6,6%	0,0%	-2,8%	-0,18%	-0,18%	0,0	
US Tips	2,8%	1,5%	-1,3%	-1,2%	-0,03%	-0,02%	-0,5	
Global Corporate IG	26,5%	28,5%	2,0%	-1,9%	-0,50%	-0,54%	-0,7	
Global Corporate HY	4,3%	3,6%	-0,7%	-1,4%	-0,06%	-0,05%	-0,1	
Divida Desenvolvidos	57,7%	59,4%	1,7%	-1,7%	-1,01%	-1,04%	-0,9	
EM Sovereign IG	5,0%	3,5%	-1,5%	-1,2%	-0,06%	-0,04%	-0,4	
EM Sovereign HY	5,5%	3,0%	-2,5%	-0,4%	-0,02%	-0,01%	-3,0	
EM Corporate IG	3,6%	5,5%	1,9%	-0,5%	-0,02%	-0,02%	2,1	
EM Corporate HY	5,0%	5,0%	0,0%	-1,6%	-0,08%	-0,08%	0,0	
EM Local Markets	23,2%	23,6%	0,4%	-1,6%	-0,36%	-0,37%	0,0	
Divida Emergente	42,3%	40,6%	-1,7%	-1,3%	-0,54%	-0,53%	-1,4	
Fixed Income					-1,55%	-1,57%	-2,3	

*Atualizado ** Desde 2001

Datos al 31 de mayo 2023

No final de maio, o TAACo Global teve uma perda de 1,7%, em linha com o desempenho do índice de *benchmark*.. No nível da análise de atribuição, (i) a alocação de ativos agregou valor, enquanto (ii) a seleção de instrumentos subtraiu valor. Em ações, a superexposição à Europa e à China, bem como a subexposição ao US Large Cap Growth, reduziram o valor, o que não foi compensado por posições compradas em LatAm e Asia EM ex China. Na renda fixa, a seletividade também foi negativa, principalmente devido à subexposição em títulos soberanos emergentes de qualidade de crédito inferior.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	
TAACo	-1,7%	1,5%	3,7%	-1,7%	3,8%	2,1%	3,2%	4,8%	10,1%
Benchmark	-1,7%	1,5%	3,6%	-2,0%	1,7%	1,2%	2,4%	3,4%	9,8%
Out/Under perf. (bps)	-8	-5	2	31	207	90	83	137	
Ações	-1,9%	1,2%	4,7%	-3,3%	6,9%	2,3%	4,1%	3,3%	14,7%
Benchmark	-1,8%	1,4%	4,8%	-2,5%	6,5%	2,2%	3,9%	2,8%	14,6%
Europe ex UK	-6,4%	-0,5%	7,7%	3,9%	7,7%	2,7%	3,1%	2,5%	19,7%
Europe Small Cap ex UK	-7,0%	-6,8%	2,9%	-8,5%	5,8%	0,3%	5,4%	6,8%	23,5%
UK	-7,0%	-3,6%	2,4%	-4,3%	7,5%	-2,2%	-1,1%	0,2%	19,1%
US Large Cap Growth	5,3%	16,4%	26,8%	10,9%	12,7%	13,9%	14,4%	--	22,2%
US Large Cap Value	-4,3%	-3,2%	-4,7%	-7,0%	8,1%	4,2%	5,5%	3,5%	17,7%
US Small Caps	-1,9%	-7,6%	0,0%	-5,0%	10,4%	3,6%	7,2%	7,5%	23,4%
Japan	1,8%	5,2%	7,4%	2,1%	2,2%	-0,3%	3,0%	1,4%	15,9%
Desenvolvidos	-1,0%	3,8%	8,5%	2,1%	11,0%	7,8%	8,6%	6,1%	19,0%
LatAm	-1,4%	0,6%	3,3%	-10,8%	7,4%	-3,0%	-4,6%	4,0%	29,8%
LatAm Small Cap	5,2%	10,3%	12,4%	-3,8%	10,1%	-0,7%	-5,5%	6,1%	32,9%
China	-8,4%	-9,2%	-9,1%	-14,7%	-8,8%	-7,0%	1,9%	7,1%	26,6%
EM Asia ex China	3,9%	6,6%	8,5%	-3,8%	13,4%	5,1%	5,5%	--	20,1%
EM Asia Small Cap	1,0%	2,1%	5,6%	-5,8%	13,1%	0,7%	2,2%	6,7%	20,5%
EM Europe and Middle East	-6,2%	-2,9%	-5,1%	-16,1%	-3,1%	-7,3%	-5,5%	1,9%	20,8%
Emergentes	-1,7%	-2,3%	-0,8%	-7,1%	1,4%	-1,1%	1,9%	7,5%	19,0%
Renta fija	-1,6%	1,7%	2,5%	-1,3%	-2,5%	0,1%	1,0%	4,1%	6,2%
Benchmark	-1,5%	1,7%	2,4%	-1,9%	-3,2%	-0,3%	0,6%	3,5%	6,2%
Treasuries 5Y	-1,0%	2,5%	2,0%	-1,7%	-3,6%	0,8%	0,7%	3,2%	4,5%
Treasuries 10Y	-1,5%	3,1%	2,9%	-3,6%	-6,6%	0,5%	0,7%	3,6%	4,5%
Treasuries 30Y	-2,8%	1,8%	3,2%	-11,8%	-14,6%	-1,8%	0,9%	4,5%	4,5%
US Tips	-1,2%	1,8%	2,2%	-4,2%	0,4%	2,6%	1,7%	4,4%	4,5%
Global Corporate IG	-1,9%	2,0%	2,7%	-2,4%	-3,0%	0,3%	1,3%	4,2%	4,5%
Global Corporate HY	-1,4%	1,0%	3,4%	0,0%	1,7%	2,0%	3,2%	6,5%	4,5%
Dívida Desenvolvidos [1]	-1,8%	2,2%	2,8%	-2,8%	-3,8%				
EM Sovereign IG	-1,2%	2,5%	2,9%	-0,5%	-3,8%	1,1%	2,1%	5,8%	4,5%
EM Sovereign HY	-0,4%	-1,1%	0,2%	-1,7%	0,0%	-1,3%	1,2%	6,9%	4,5%
EM Corporate IG	-0,5%	1,9%	2,9%	0,4%	-1,9%	1,6%	2,3%	--	4,5%
EM Corporate HY	-1,6%	-1,9%	0,1%	-0,2%	-1,1%	1,0%	3,0%	--	4,5%
EM Local Markets	-1,6%	1,6%	2,4%	0,1%	-0,1%	0,4%	-0,6%	--	4,5%
Dívida Emergentes [1]	-1,3%	1,0%	2,1%	0,1%	-1,3%				
Caixa	0,4%	1,2%	1,9%	3,3%	1,2%	1,5%	0,9%	1,4%	4,5%
Ouro	-0,9%	7,7%	8,3%	6,8%	4,4%	8,5%	3,5%	9,5%	4,5%

* Anualizado ** Desde abril 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 da 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.