

Abril de 2025

| TAACo Global               | Desempenho |       |       |         |         |          |                      | Volatilidade<br>5 anos * |
|----------------------------|------------|-------|-------|---------|---------|----------|----------------------|--------------------------|
|                            | Mar        | YTD   | 1 ano | 3 anos* | 5 anos* | 10 anos* | Desde<br>início * ** |                          |
| TAACo                      | -0,8%      | 1,7%  | 5,1%  | 2,7%    | 7,1%    | 4,1%     | 5,1%                 | 10,4%                    |
| Benchmark                  | -0,9%      | 1,7%  | 5,6%  | 2,6%    | 6,0%    | 3,5%     | 3,8%                 | 10,2%                    |
| Out/Underperformance (bps) | 14         | -2    | -42   | 10      | 103     | 59       | 123                  |                          |
| Ações                      | -2,0%      | 0,5%  | 5,7%  | 3,7%    | 11,4%   | 5,2%     | 3,9%                 | 15,2%                    |
| Benchmark                  | -2,1%      | 0,7%  | 6,1%  | 4,1%    | 11,2%   | 5,2%     | 3,5%                 | 15,1%                    |
| Renda Fixa                 | 0,2%       | 2,7%  | 5,0%  | 1,2%    | 1,3%    | 1,9%     | 4,2%                 | 6,5%                     |
| Benchmark                  | 0,2%       | 2,7%  | 5,0%  | 0,9%    | 0,8%    | 1,6%     | 3,6%                 | 6,5%                     |
| Caixa                      | 0,3%       | 1,0%  | 5,0%  | 4,3%    | 2,6%    | 1,9%     | 1,6%                 | 0,7%                     |
| Ouro                       | 9,9%       | 19,4% | 40,7% | 17,1%   | 14,1%   | 10,1%    | 10,9%                | 14,9%                    |

## Índice

Risk is in the air

Alocação de ativos | Abril 2025 .. 4

Resultados globais da TAACo -  
março 2025..... 22  
Desempenho histórico .....23

O Liberation Day culminou  
em tarifas mais agressivas  
do que o mercado  
internalizou.

O aumento das tensões  
não deixa vencedores:

Resultados em 31 de março de 2025  
\*Anualizado \*\* Desde

## Risk is in the air<sup>1</sup>

O Liberation Day dissipou parte da incerteza no mercado, mas não da melhor maneira. As tarifas anunciadas por Donald Trump foram mais agressivas do que o esperado, desencadeando correções profundas nos ativos de risco. Especificamente, ele anunciou a aplicação de tarifas recíprocas a países ou regiões que cobraram taxas sobre importações de origem norte-americana, notadamente a União Europeia (UE, 20%), China (34%), Vietnã (46%), Japão (24%), Coreia do Sul (25%), entre outros. Além dessa reciprocidade, anunciou tarifas gerais de 10% para todas as importações dos EUA, sendo que países da América Latina (ex-México), Oceania, Reino Unido e outros se enquadram nessa categoria. Essas tarifas entrarão em vigor em 9 de abril. Os principais parceiros comerciais dos EUA, o Canadá e o México, foram deixados de fora do discurso do Liberation Day, e todos os bens e serviços que estiverem em conformidade com as condições do acordo de livre comércio entre os três países (USMCA) não sofrerão tarifas; e para os produtos que não estiverem em conformidade com o acordo, a tarifa seria de 25%. Mais recentemente, Trump anunciou uma pausa nas tarifas (mantendo a tarifa de 10%) sobre os países que não haviam retaliado.

O que aconteceu em 2 de abril deixa vencedores e perdedores - pelo menos no curto prazo - e teve consequências para os mercados. Primeiro, parece que a União Europeia (UE) e a Ásia estariam entre os mais prejudicados, enquanto a América Latina estaria melhor em termos relativos. Preliminarmente, o discurso do Liberation Day deu a impressão de que quanto mais próximo dos EUA, melhor, e quanto menor o parceiro comercial e mais

<sup>1</sup> "Risk is in the air", inspirado na música de John Paul Young "Love is in the air".

distante, melhor. O que aconteceu nos dias após 2 de abril, que gerou mais correções transversais, deu a impressão de que, em uma escalada de tensões comerciais, nenhuma economia estava ganhando, mas que algumas estavam perdendo menos do que outras.

alguns perdem menos do que outros

Em termos de consequências para o mercado, a palavra "estagflação" está se tornando cada vez mais presente e parece ter vindo para ficar. Após um governo norte-americano mais hawkish, o mercado começou a revisar para baixo suas projeções de crescimento para os EUA. A inflação também sofrerá pressão, com estimativas preliminares projetando um aumento no núcleo do registro de ~1 ponto percentual. Embora não seja o cenário base, o aumento dos riscos de recessão levará o Fed a ser um mero observador do mercado e, como historicamente sua principal preocupação tem se concentrado na atividade econômica, apesar do atraso na convergência inflacionária, o mercado espera que o banco central seja mais agressivo em seu ciclo de aperto agora.

As preocupações com a estagflação vieram para ficar

Até o momento, é difícil determinar se os países que pensávamos que seriam os vencedores e os perdedores continuarão a sê-lo no futuro. O principal risco era que os países retaliassem, e a China já anunciou tarifas de 34% sobre todas as importações dos EUA, provocando quedas acentuadas nos mercados emergentes e na Europa. Depois que Trump ameaçou impor tarifas adicionais de 50% à China, o gigante asiático respondeu da mesma forma, exacerbando as tensões comerciais e concentrando o conflito entre as duas maiores economias do mundo. Por sua vez, os países com espaço fiscal para combater os efeitos dessas tarifas internamente, estimulando a demanda, também poderiam se beneficiar da escalada comercial.

A retaliação da China ampliou o risco

Embora Trump tenha declarado que, a menos que lhe fosse oferecido algo "fenomenal", ele não negociaria, após as tarifas retaliatórias da China, o presidente dos EUA ameaçou adicionar mais 50% às tarifas que o gigante asiático já enfrenta. Dessa forma, os esforços tarifários estão concentrados contra a China e estão começando a ser feitas abordagens a outros governos para negociações, como a União Europeia, o Vietnã e o Japão, sendo que este último tem prioridade nas negociações, conforme declarado pelo Secretário do Tesouro dos EUA, Scott Bessent. Isso acalmou um pouco os investidores.

Esforços tarifários com foco na China

Esse cenário de maior risco elevou a volatilidade dos mercados acionários e de títulos, e o VIX atingiu níveis historicamente associados a grandes correções, como as observadas em março de 2020. Os mercados acionários se corrigiram, com os EUA inicialmente tendo um desempenho pior do que o resto do mundo, mas após a retaliação da China, a sensação de risco se generalizou. Por sua vez, os títulos do Tesouro dos EUA vinham atuando como um ativo de refúgio seguro e exibindo fortes retornos, mas nos últimos dias reverteram parcialmente os ganhos e, em 7 de abril, a taxa do título do Tesouro dos EUA de 30 anos subiu 23 bps, um movimento diário não visto desde março de 2020.

Volatilidade ascendente

Nesse vai e vem, está ficando claro como é difícil confiar em Donald Trump e em sua compreensão do que seu discurso imprevisível pode fazer com os preços dos ativos. Essa nova ordem diplomática e política global, que discutimos nos meses anteriores, poderia eventualmente desencadear uma reconfiguração do mercado global, mas que poderia levar anos para se materializar, na qual os fluxos de saída de posições mais saturadas, como as ações dos EUA e o dólar, acabariam com o *excepcionalismo* dos EUA e o mercado norte-americano voltaria a ser sub-representado nos portfólios globais

É difícil confiar no discurso de Donald Trump

Com relação à política monetária, em sua reunião de março, o Fed manteve sua faixa de taxa de juros em linha com as expectativas e publicou seu documento de projeção trimestral e o conhecido *Dot Plot*. Com essas novas informações, o Fed deu a entender que a mediana dos membros do FOMC ainda espera dois cortes nas taxas até o final do ano, mas revisou para cima sua projeção para a inflação (deflator do núcleo do PCE) e o desemprego este ano para 2,8% e 4,4%, respectivamente. Com relação às projeções de crescimento, o Fed espera 1,7% em 2025, 0,4 ponto percentual abaixo do esperado em dezembro. Por outro lado, embora o número de criação de empregos de março tenha superado as expectativas, é provável que, daqui para frente, setores como saúde, educação e emprego público não contribuam mais de forma tão significativa para esse número. Além disso, o medo das tarifas inundou o mundo e, nos próximos meses, é improvável que os dados econômicos afetem o sentimento do mercado como antes.

É improvável que os dados econômicos afetem as tendências do mercado no curto prazo.

Por fim, vale a pena observar que a reunião do TAACo de abril foi realizada antes do discurso *do Liberation Day*, de modo que o posicionamento do portfólio, em alguns casos, tem uma lógica que muda à luz das novas tensões comerciais e da maior volatilidade que as tarifas injetaram nos mercados.

De acordo com o exposto acima e no caso da China (antes da retaliação), os investidores refutaram a crença de que o gigante asiático era um mercado não-investível e ressurgiu como uma opção de investimento. Ao mesmo tempo, parecia que o governo estava começando a internalizar a importância do desenvolvimento do setor privado e da revitalização do consumo, que ainda está atrasado e impedindo que a demanda local decole.

A China, antes da retaliação, era mais atraente como opção de investimento

Assim, em abril, decidimos continuar a reduzir o risco do portfólio, underweight na posição em ações e aumentando o overweight em caixa, em um contexto em que, embora parte da incerteza tenha se dissipado, a volatilidade continuará e a visibilidade permanece limitada. A preferência pelos mercados emergentes em relação aos mercados desenvolvidos está aumentando, onde se concentram aqueles que acreditamos que serão os vencedores relativos das tarifas até o momento.

Diminui o risco do portfólio

## Alocação de ativos | Abril de 2025

| TAACo Global                  | Bench.        | Mar           | Abr           | OW / UW   |              | Cambio       |   |                                                                                             |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------|--------------|--------------|---|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ações                         | 50%           | 50%           | 48%           | UW        | -2%          | -2,0%        | - |                                                                                             |
| Renda Fixa                    | 50%           | 46%           | 46%           | UW        | -4%          |              |   |                                                                                             |
| Caixa                         |               | 4%            | 6%            | OW        | 6%           | 2,0%         | + |                                                                                             |
| Ouro                          |               |               |               | N         |              |              |   | UW Títulos e ações da, caixa                                                                |
| <b>Total Carteira</b>         |               |               |               |           |              |              |   | OW                                                                                          |
| Europa, ex Reino Unido        | 14,0%         | 13,0%         | 13,0%         | UW        | -1,0%        |              |   |                                                                                             |
| Europe Small Cap ex Reino Uni | 1,0%          | 1,0%          | 1,0%          | N         |              |              |   |                                                                                             |
| REINO UNIDO                   | 3,0%          | 2,0%          | 2,0%          | UW        | -1,0%        |              |   | EUA: Neutro Large Cap Value, Growth e Small Cap                                             |
| US Large Caps Growth          | 17,0%         | 17,0%         | 17,0%         | N         |              | -1,0%        | - |                                                                                             |
| US Large Caps Value           | 15,0%         | 16,0%         | 15,0%         | N         |              |              |   | UW Europa e Reino Unido                                                                     |
| US Small Caps                 | 4,0%          | 4,0%          | 4,0%          | N         |              |              |   |                                                                                             |
| Japão                         | 5,0%          | 5,0%          | 5,0%          | N         |              |              |   |                                                                                             |
| <b>Mercados desenvolvidos</b> | <b>59,0%</b>  | <b>58,0%</b>  | <b>57,0%</b>  | <b>UW</b> | <b>-2,0%</b> | <b>-1,0%</b> | - | Japão neutro                                                                                |
| América Latina                | 5,0%          | 6,0%          | 6,0%          | OW        | 1,0%         |              |   |                                                                                             |
| LatAm Small Caps              | 1,0%          | 1,0%          | 1,0%          | N         |              |              |   | OW LatAm e China                                                                            |
| China                         | 10,0%         | 10,0%         | 11,0%         | OW        | 1,0%         | 1,0%         | + |                                                                                             |
| EM Ásia ex China              | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         | N         |              |              |   | Neutro Ásia EM ex-China                                                                     |
| EM Ásia Small Cap             | 5,0%          | 5,0%          | 5,0%          | N         |              |              |   |                                                                                             |
| <b>Mercados emergentes</b>    | <b>41,0%</b>  | <b>42,0%</b>  | <b>43,0%</b>  | <b>OW</b> | <b>2,0%</b>  | <b>1,0%</b>  | + |                                                                                             |
| <b>Total de ações</b>         | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |           |              |              |   |                                                                                             |
| Treasuries 2Y                 | 5,9%          | 7,0%          | 7,0%          | OW        | 1,1%         |              |   |                                                                                             |
| Treasuries 10Y                | 12,4%         | 11,4%         | 11,4%         | UW        | -1,0%        |              |   | Em renda fixa: UW Duration                                                                  |
| Treasuries 30Y                | 7,2%          | 6,5%          | 6,7%          | UW        | -0,5%        | 0,2%         | + |                                                                                             |
| TIPS dos EUA                  | 2,8%          | 2,8%          | 2,8%          | N         |              |              |   | Treasuries dos EUA: OW 2 anos e UW 10 e 30 anos                                             |
| Global Corporate IG           | 27,5%         | 27,5%         | 27,5%         | N         |              |              |   |                                                                                             |
| Global Corporate HY           | 4,3%          | 4,3%          | 4,3%          | N         |              |              |   |                                                                                             |
| <b>Dívida desenvolvidos</b>   | <b>60,1%</b>  | <b>59,5%</b>  | <b>59,7%</b>  | <b>UW</b> | <b>-0,4%</b> | <b>0,2%</b>  | + | Neutro TIPS, IG Global Corporate IG e HY                                                    |
| EMBI                          | 10,8%         | 10,4%         | 10,4%         | UW        | -0,4%        |              |   |                                                                                             |
| EM Corporate IG               | 3,3%          | 3,3%          | 3,3%          | N         |              |              |   |                                                                                             |
| EM Corporate HY               | 4,8%          | 5,8%          | 5,6%          | OW        | 0,8%         | -0,2%        | - | OW de RF emergente diminui: UW EMBI, neutro CEMBI IG e mercados locais, diminui OW CEMBI HY |
| EM Local Markets              | 21,0%         | 21,0%         | 21,0%         | N         |              |              |   |                                                                                             |
| <b>Dívida Emergentes</b>      | <b>39,9%</b>  | <b>40,5%</b>  | <b>40,3%</b>  | <b>OW</b> | <b>0,4%</b>  | <b>-0,2%</b> | - |                                                                                             |
| <b>Total Renda Fixa</b>       | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |           |              |              |   |                                                                                             |

## RENDA VARIÁVEL

### EUROPA EX REINO UNIDO: O UW permanece em Large Cap e Small Cap se neutraliza.

Em março, as ações europeias permaneceram relativamente defensivas diante das correções acentuadas nos mercados dos EUA, caindo marginalmente em um ambiente global *risk-off*, impulsionado pela crescente incerteza em relação à política comercial dos EUA. O Stoxx 50 caiu apenas USD 0,1%, um desempenho significativamente melhor do que o declínio de -5,8% do S&P 500, apoiado pelo impulso de maiores gastos com defesa e infraestrutura na Alemanha, o que melhorou as perspectivas de crescimento para a região. Entretanto, com a chegada de abril e o chamado *Liberation Day* nos EUA, o cenário muda drasticamente e os riscos de uma recessão aumentam em todo o mundo. No caso da Europa, a intensificação das tensões comerciais entre os EUA e a China, juntamente com ameaças diretas de tarifas contra o

bloco, poderia afetar significativamente seu crescimento econômico, anulando os benefícios do aumento dos gastos públicos, de modo que o mercado poderia revisar para baixo as atuais expectativas de crescimento de 0,9% e 1,2% para este e o próximo ano.

No campo político, março foi marcado por tensões internas e mudanças significativas nas principais economias da zona do euro. Na França, a condenação de Marine Le Pen por desvio de fundos públicos e a desqualificação para ocupar cargos públicos por cinco anos reformularam o cenário político antes das eleições presidenciais de 2027, aumentando a polarização e a incerteza na política francesa. Na Alemanha, a CDU de Friedrich Merz está progredindo na formação de uma coalizão com o SPD, ao mesmo tempo em que promove uma agenda de expansão fiscal focada em infraestrutura e defesa, depois de conseguir afrouxar as regras do freio da dívida. Em nível regional, o bloco europeu continua alinhado em sua intenção de aumentar os gastos com defesa, com o objetivo de reduzir sua dependência dos EUA e assumir um papel mais ativo na segurança do continente e no apoio à Ucrânia. Enquanto isso, as tensões comerciais com os EUA aumentaram no último mês: depois que o governo dos EUA impôs uma tarifa de 20% sobre os produtos europeus, a disputa chegou a um ponto crítico. A zona do euro agora está se preparando para abrir negociações com o governo Trump, enquanto avalia medidas de retaliação, que podem incluir não apenas produtos industriais, mas também serviços de grandes empresas de tecnologia dos EUA.

Do lado econômico, a inflação de março desacelerou para 2,2% a/a, enquanto a medida subjacente caiu mais do que o esperado para 2,4%. Embora a inflação ainda deva convergir para a meta de 2% no segundo semestre do ano, a incerteza sobre o impacto das tarifas de Trump sobre os preços e o aumento dos déficits fiscais em toda a União Europeia para financiar os gastos com defesa levaram o Banco Central Europeu (BCE) a adotar uma postura mais *agressiva* em relação à política monetária, anunciando maior cautela nas próximas ações. Entretanto, após o aumento dos riscos de uma recessão global no início de abril, o mercado está internalizando novamente um corte nas taxas na reunião de abril, juntamente com dois cortes adicionais na segunda metade do ano.

Quanto ao mercado, já em abril o índice Stoxx 50 apagou parte dos retornos positivos observados no início do ano, e o índice caiu 10,3% em dólares no mês até 7 de abril, pressionado por fatores políticos e geopolíticos. Por outro lado, a França e a Alemanha, os principais países do índice, caíram 10,1% e 9,7% em dólares, respectivamente. No entanto, essa correção afetou os mercados globalmente, de modo que os *valuations* continuam a ser negociados de forma atraente em uma relação P/E de 12 meses, tanto *para empresas de grande* quanto *de pequeno porte* e em termos absolutos, bem como em relação a seus pares desenvolvidos. Quanto aos fluxos de investimento, de acordo com o EPFR, foram observados fluxos de entrada nas últimas oito semanas em fundos e ETFs.

Como resultado, o aumento dos riscos globais e as tensões comerciais com os EUA podem prejudicar o crescimento regional mais do que o impulso da expansão fiscal poderia acrescentar. Ao mesmo tempo, a incerteza política continua, por isso decidimos **permanecer *underweight* em ações de *Large Caps* e neutros em ações de *Small Caps* europeias**, apesar das *valuations* e dos influxos atraentes

## REINO UNIDO: Decidiu manter o *UW*

Em consonância com os mercados europeus, o Reino Unido encerrou março com um desempenho marginalmente negativo, com o FTSE 100 caindo 0,1% em termos de dólares americanos, afetado principalmente pelas incertezas e tensões globais. No entanto, assim como o restante da Europa, o Reino Unido permanece relativamente defensivo; (i) a

correção mais limitada das ações do que seus pares desenvolvidos pressionam os *valuations*, que, em termos relativos, são negociadas de forma apertada na relação P/E *fwd*.

Do ponto de vista econômico, o mercado de trabalho continua relativamente apertado, com a taxa de desemprego estável em 4,4% e os salários ainda crescendo em um ritmo robusto, próximo a 6% ao ano. No nível de preços, a inflação de fevereiro diminuiu ligeiramente para 2,8% ao ano, mas o núcleo da medida permanece elevado em 3,5%, reforçando a visão de uma desinflação mais lenta e prolongada do que o previsto. Enquanto isso, a surpresa econômica permanece em território negativo nas últimas três semanas, com o PMI industrial de março permanecendo em território contracionista e caindo para 44,9 pontos, enquanto o PMI de serviços sobe para 52,5 pontos.

Por sua vez, o Banco da Inglaterra, em março, fez uma pausa no aperto monetário e manteve a taxa de referência em 4,5%, alinhando-se com os movimentos mais *hawkish* do BCE. No entanto, dados os maiores riscos de deterioração do crescimento global, o mercado espera que a entidade monetária continue com o ciclo de aperto monetário na reunião de maio e corte a taxa de referência mais 3 vezes este ano.

Em termos de políticas, o governo do Reino Unido apresentou um plano fiscal focado no fortalecimento de setores estratégicos e na melhoria da eficiência dos gastos públicos. As medidas incluem apoio ao setor automotivo, com um relaxamento das metas de eletrificação, e investimentos no setor farmacêutico. Além disso, foram anunciados cortes de mais de £5 bilhões nos gastos com bem-estar social até 2029/30 e uma revisão dos órgãos públicos para reduzir custos. O governo reafirmou seu compromisso de não aumentar os principais impostos, optando, em vez disso, por controlar o déficit por meio da eficiência dos gastos e do estímulo aos setores produtivos, deixando a posição fiscal do Reino Unido em uma posição delicada, porém controlada. Internacionalmente, o governo Starmer reagiu com cautela à imposição de uma tarifa de 10% as importações americanas de origem britânica, buscando evitar retaliações diretas e negociar com o governo dos EUA.

No contexto de fraqueza econômica e surpresas negativas, cortes nos gastos fiscais, menos espaço para impulsionar o crescimento econômico e *valuations* apertados, **decidiu-se manter a exposição às ações do Reino Unido como *underweight*.**

**ESTADOS UNIDOS: O OW é neutralizada nas ações *Value*, enquanto a neutralidade é mantida nas ações *Large Cap Growth* e *Small*.**

Em março, as correções nos mercados dos EUA continuaram e as ações acumularam quedas acentuadas ao longo do mês, com o S&P500 encerrando o mês com um retorno de USD -5,8%, enquanto o Nasdaq caiu USD 7,7%. Com a chegada de abril, após o anúncio de tarifas recíprocas mais agressivas do que o esperado, as quedas nos mercados dos EUA se aprofundaram e intensificaram-se os temores de que as políticas do governo dos EUA levariam o mundo à recessão. Assim, dada a interrupção das cadeias de suprimentos e do comércio internacional, o mercado está começando a revisar para baixo as estimativas de crescimento para os próximos anos, enquanto as pressões inflacionárias estão aumentando, de modo que o cenário de estagflação está ganhando força para a economia dos EUA.

Enquanto isso, os dados econômicos mais recentes mostram sinais de alguma desaceleração nos EUA e a surpresa econômica permanece em território negativo. As pesquisas de opinião continuam a apresentar tendência de queda e a confiança do consumidor caiu para 92,9 pontos em março. No entanto, os principais indicadores permanecem em

território expansionista e, em março, o PMI de serviços se fortaleceu e aumentou para 54,4 pontos, enquanto o PMI industrial se moderou para 50,2 pontos. Quanto ao mercado de trabalho, ele continua resiliente, com a criação de empregos em março superando as expectativas e acrescentando 228.000 empregos à economia, enquanto o desemprego atinge 4,2%.

Na frente política, o governo Trump intensificou sua agenda comercial por meio de uma série de medidas protecionistas que aumentaram as tensões globais. Abril marcou o chamado "Liberation Day" de Trump, marcando o início formal de uma nova fase em sua estratégia econômica, na qual ele anunciou um amplo pacote de tarifas recíprocas destinadas ao resto do mundo, com o objetivo de obter um comércio "justo" para os EUA. O governo impôs tarifas gerais de 10% sobre todas as importações, com aumentos específicos para determinados países: União Europeia (20%), China (34%), Vietnã (46%), Japão (24%) e Coreia do Sul (25%), entre outros. A resposta da maioria dos países tem sido relativamente moderada. Embora muitos estejam considerando a retaliação como uma opção, a grande maioria está disposta a negociar com os EUA. A exceção foi a China, que respondeu imediatamente com um aumento de 34% nas tarifas sobre os produtos americanos. Após uma escalada de ameaças entre os dois governos, as duas potências impuseram um adicional de 50% em suas respectivas tarifas, aumentando ainda mais as tensões comerciais. Diante da intensificação das tensões comerciais com a China e da abordagem dos demais países na mesa de negociações, Trump acabou aumentando as tarifas sobre os produtos chineses para um total de 125%, ao mesmo tempo em que pausou temporariamente as medidas recíprocas com outras economias, mantendo apenas uma tarifa básica de 10% sobre as importações. Dessa forma, a China consolida sua posição como o principal alvo da nova guerra comercial conduzida pelo governo Trump, em um cenário que aumenta a fragmentação do comércio global e eleva os riscos para o crescimento econômico internacional.

Com os recentes sinais de desaceleração da economia dos EUA e a incerteza gerada pelas políticas de Trump, o Federal Reserve Bank manteve, em março, o aperto monetário em suspenso, ao mesmo tempo em que reduziu as projeções de crescimento e elevou as projeções de desemprego e inflação. Por sua vez, o comitê manteve as expectativas de dois cortes nas taxas de juros este ano, ao mesmo tempo em que, inicialmente, não considerou um impacto transitório das tarifas sobre a inflação antes do anúncio de tarifas recíprocas. Após o *Liberation Day*, o presidente do Federal Reserve Bank, Jerome Powell, alertou que o impacto das tarifas poderia ter efeitos permanentes sobre a inflação e que a economia dos EUA continua resiliente.

Em março, a inflação surpreendeu e desacelerou para 2,8% a.a., revertendo parcialmente as pressões inflacionárias de janeiro. Da mesma forma, o núcleo da medida caiu mais do que o esperado para 3,1% em doze meses. No entanto, no curto prazo, a trajetória da inflação ainda é incerta e as políticas tarifárias de Trump podem gerar pressões adicionais sobre os preços dos produtos. No entanto, diante do aumento dos riscos de queda, os registros inflacionários ficam em segundo plano e o mercado está preocupado com o aumento da probabilidade de recessão nos EUA, portanto, ele ajusta para cima suas expectativas de corte de taxas para 2025 e espera 4 cortes de taxas de 25 bps no segundo semestre do ano.

Embora o anúncio da tarifa tenha dissipado a incerteza sobre a magnitude da taxa para cada país, a volatilidade aumentou com o cenário de risco elevado e o índice VIX saltou para 52% no fechamento das negociações em 8 de abril, atingindo níveis historicamente associados a grandes correções e atingindo níveis não vistos desde a pandemia. Como resultado, os índices de ações dos EUA foram corrigidos para baixo; o Nasdaq Composite caiu USD 12% em 8 de abril,

levando o índice a um *mercado em baixa* (queda de mais de 20% em relação às altas recentes) e o índice S&P 500 caiu USD 11%

O apetite cada vez menor dos investidores por ações dos EUA diminuiu os *valuations*. O índice *P/E fwd.* do S&P500 é negociado em torno de sua média histórica de 10 anos, assim como as *ações de valor*. As *ações de crescimento* estão sendo negociadas abaixo de suas mínimas históricas e as ações de *pequena capitalização* estão sendo negociadas perto de suas mínimas de 10 anos.

Por outro lado, de acordo com a EFPR, as ações dos EUA registraram saídas nas duas últimas semanas, com saídas de todos os estilos. No lado corporativo, a temporada de relatórios do primeiro trimestre das empresas começa em 11 de abril e, de acordo com a Factset, 10 dos 11 setores do S&P500 revisaram para baixo as estimativas de crescimento dos lucros para esta temporada. No entanto, prevê-se um crescimento dos lucros de 7,0% para o índice, com a maior contribuição dos setores de saúde e tecnologia da informação.

**Devido ao aumento do ruído político de curto prazo e antes do anúncio de tarifas recíprocas, em abril, decidimos neutralizar nossa exposição às ações dos EUA, fechando o OW que mantínhamos em opções de valor. Apesar das correções acentuadas e do aumento da probabilidade de uma recessão, mantemos uma visão um pouco mais positiva do que o mercado e, embora esperemos uma correção para baixo no crescimento dos EUA, não esperamos uma recessão no médio prazo.**

#### **JAPÃO: A exposição às ações japonesas permaneceu neutra**

O Japão não conseguiu escapar da escala protecionista dos EUA. As medidas tarifárias impostas pelo governo Trump acrescentaram uma tarifa de 24% sobre os produtos japoneses - com exceção de automóveis e aço, que enfrentam uma taxa específica de 25%. Dado o forte perfil exportador de sua economia e do mercado de ações, o sentimento dos investidores tem estado sob pressão. No entanto, o primeiro-ministro Ishiba está procurando apresentar um plano para negociar as tarifas nos próximos dias, enquanto o secretário do Tesouro, Scott Bessent, indicou que o Japão terá prioridade nas negociações

Na frente macroeconômica, o consenso do mercado revisou para baixo suas projeções de crescimento para o ano, de 1,2% para 1,1%. No entanto, alguns agentes mantêm uma visão mais sombria, estimando que as tarifas sobre a indústria automotiva, isoladamente, poderiam subtrair 0,3 ponto percentual (pp) do PIB, enquanto o efeito combinado das barreiras comerciais poderia reduzir o crescimento econômico entre 0,4 e 1 pp. O índice PMI, por sua vez, acentuou sua queda em território contracionista para 48,4 pontos percentuais em março.

A inflação desacelerou em fevereiro para 3,7% a.a., em relação ao pico de 4,0% registrado no mês anterior, ajudada pelo restabelecimento dos subsídios do governo. Entretanto, as pressões inflacionárias persistem, especialmente no componente de alimentos, o que mantém a inflação longe da meta de 2% do banco central. Além disso, as negociações salariais ocorreram em março, o que seria outra fonte de pressões inflacionárias, já que foi acordado um aumento médio de 3,8% no salário-mínimo, o que poderia sustentar o consumo privado.

Com relação à política monetária, embora o nível de inflação desse ao banco central espaço para avançar na normalização das taxas, a incerteza e o risco de uma recessão global crescente levaram o mercado a descartar novos

aumentos das taxas até o final do ano. A autoridade monetária decidiu manter a taxa inalterada em 0,5% na reunião de março, citando a cautela e a avaliação das perspectivas internacionais como os principais motivos. Mesmo assim, o iene se valorizou 1,2% em relação ao dólar até o momento em abril, reafirmando seu papel de ativo porto seguro.

No que diz respeito ao mercado de ações, as ações japonesas *tiveram um desempenho superior ao* de seus pares desenvolvidos em março, embora o Nikkei tenha caído USD 3,8%. Já em abril, após o anúncio do Liberation Day, o Nikkei havia caído USD 13% até 7 de abril, e essa correção levou o índice a um *mercado em baixa* (queda de mais de 20% em relação à alta recente). Em termos de *valuation*, as ações estão sendo negociadas de forma atrativa na relação P/E *fwd.*, perto de uma baixa de 10 anos. No entanto, os fluxos de entrada em fundos e ETFs foram registrados pela sexta semana consecutiva, de acordo com o EPFR.

No contexto de valorizações e fluxos de entrada atraentes, mas de alta incerteza e do possível efeito negativo das tarifas sobre o crescimento econômico, **decidiu-se manter o posicionamento neutro nas ações japonesas.**

## **AUMENTA OW EMERGING STOCKS: OW LatAm Large Cap e China, neutro Ásia EM ex**

No momento da decisão, o mercado chinês continuava a ter *um momentum* positivo e permanecia como uma opção de investimento atraente em um mundo que começava a se desfazer de suas posições mais saturadas nos EUA. Nesse sentido, decidiu-se levar a posição no gigante asiático para a OW, em um cenário de maior pragmatismo governamental e uma espécie de *momento DeepSeek*. Do lado da América Latina, embora o beta mais elevado do mercado o tenha levado a corrigir significativamente desde 4 de abril, após o Liberation Day, é um dos mercados que permanece em uma posição mais favorável em termos relativos. Por fim, na Ásia EM ex China, a posição neutra é mantida com países com perspectivas menos construtivas, como Taiwan, e um mercado acionário como o indiano, que pode se defender nesse cenário de *baixa de risco*.

## **AMÉRICA LATINA: OW em Large Caps mantido**

Apesar da volatilidade que caracteriza a região, a América Latina estava, em alguns aspectos, em melhor situação do que outras economias após o Liberation Day. Nesse sentido, o México foi isento de tarifas recíprocas (embora enfrente outras) e os bens e serviços sob o T-MEC (acordo de livre comércio com os EUA e o Canadá) são isentos de impostos, enquanto os outros países enfrentam tarifas de 10% sobre suas exportações para os EUA, mas com exceções. Além disso, o principal parceiro comercial da maioria dos países da região é a China e, antes que ela reagisse às tarifas de Trump, eles poderiam até se beneficiar, com as projeções de crescimento permanecendo relativamente estáveis para a China. Embora o cenário tenha mudado, em abril foi decidido **manter o OW na América Latina**

No **Brasil**, os dados de inflação começaram a dar os sinais esperados, já que os dados do final de fevereiro e da primeira quinzena de março ficaram em linha com as estimativas do mercado, sendo que a última ficou em 5,3% ao ano. Com isso, as expectativas de inflação deixaram de ser revisadas para cima e a pesquisa semanal realizada pelo Banco Central espera que a inflação fique em 5,65% no final deste ano. Do lado da atividade, a desaceleração não tem sido clara, como, por exemplo, a produção industrial em fevereiro contraiu-se (em termos mensais) pelo quinto mês consecutivo, mas, por outro lado, a atividade econômica do Brasil cresceu 3,6% em janeiro e os PMIs de março, tanto na indústria quanto nos serviços, permaneceram em território expansionista. Com isso, as taxas de juros parecem estar atingindo um *pico* e, embora em sua última reunião o banco central tenha dado a entender que ainda não terminou de aumentar as taxas, a

reunião de maio seria de uma magnitude menor do que o aumento de 100 bps em março. O mercado já está prevendo o fim desse ciclo de aumentos e, de acordo com a pesquisa Focus, a taxa Selic estará em 15,00% no final de 2025, ante os atuais 14,25%. Entretanto, o mercado internaliza um ajuste menos agressivo, e a Selic implícita para a última reunião do ano está em 14,65%. Em nível de mercado, as ações brasileiras continuam a ser negociadas com desconto e o índice P/E  *fwd.*  está 0,5 desvio padrão abaixo da média de cinco anos. Nas últimas duas semanas (a partir de 2 de abril), foram observadas entradas líquidas em fundos e ETFs, de acordo com dados do EPFR. No aspecto político, o Supremo Tribunal Federal confirmou que o ex-presidente Jair Bolsonaro será julgado por tentativa de golpe de Estado. Isso dificulta sua candidatura presidencial para as eleições de 2026, enquanto a porcentagem da população que acredita que o governo de Lula teve um desempenho ruim/péssimo sobe para ~45%. Tudo isso abre caminho para que a centro-direita se posicione melhor na corrida política, com uma reviravolta que pode favorecer o mercado. Por outro lado, o dólar fraco historicamente favorece o mercado acionário brasileiro, o que, antes da retaliação da China, parecia ser uma tendência que se manteria no futuro. Embora o cenário tenha se tornado mais complexo, até antes da resposta tarifária da China, o Brasil parecia ser um vencedor relativo no mercado global, enfrentando tarifas de 10% em toda a linha, assim como seus principais pares sul-americanos. Entretanto, com esse sentimento de medo mais generalizado, a queda nas  *commodities*  pressionou as ações brasileiras. No entanto, e considerando que a decisão foi tomada antes das tarifas da China sobre as importações de origem norte-americana, o mercado brasileiro estava enfrentando um cenário mais favorável do que seus pares, com as taxas de juros começando a cair, a inflação deixando de surpreender e a previsão de uma reviravolta política favorável, de modo que foi tomada a decisão de **levar a posição das ações brasileiras de neutras para OW.**

**No México,** o cenário é complexo devido à relação intrínseca que o país tem com a economia dos EUA. No período que antecedeu o Liberation Day, esperava-se que Donald Trump fosse agressivo com seu colega do sul, considerando o déficit comercial que o país tem com o México. No entanto, o presidente dos EUA não incluiu o México nem o Canadá em suas tarifas recíprocas, o que significa que todos os bens e serviços do T-MEC estão isentos de tarifas. Deve-se observar que as exportações mexicanas para os EUA fora do T-MEC estão sujeitas a tarifas, assim como a parte do conteúdo não regional de automóveis e autopeças, juntamente com os impostos sobre aço e alumínio anunciados anteriormente. De qualquer forma, o México está melhor posicionado em relação a seus pares no que diz respeito a alguns setores e produtos específicos. No nível macroeconômico, a economia está desacelerando e a projeção de crescimento para este ano é de aproximadamente 0,3%. O Banxico reduziu a taxa em 50 bps. para 9,00% em sua última reunião e indicou que o próximo corte na taxa será da mesma magnitude. Assim, e com o ajuste da situação global, o mercado espera que a autoridade monetária continue nessa trajetória e os swaps internalizam que ela estará em 7,50% no final do ano. A inflação permanece em ~3,7%  *a/a*  e espera-se que permaneça em torno desses níveis até o final de 2025. No lado das ações, o Mexbol subiu 0,2% (em MXN) em março, com os  *valuations*  ainda parecendo descontadas e o índice P/E  *fwd.*  é negociado quase 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos. No último mês, foram observadas entradas líquidas de fluxos de investimento de ~1,0% do AUM para os ETFs como um todo. Nesse contexto, serão os investidores internacionais que darão suporte ao mercado acionário mexicano. Na frente política, começa a campanha para as eleições judiciais a serem realizadas em 1º de junho deste ano. As listas de candidatos são extensas e é provável que surjam novas fontes de volatilidade local no período que antecede a eleição. Por outro lado, o índice de aprovação da Presidente Claudia Sheinbaum continua alto, em torno de 80%, destacando, entre outros aspectos, o pragmatismo do governo na negociação de tarifas. Portanto, é provável que Donald Trump peça ao governo mexicano que imponha algumas medidas, não apenas sobre imigração e tráfico de drogas, mas também sobre sua relação comercial com a China, a fim de manter ou melhorar a atual situação tarifária. Isso deixa o México em uma posição melhor em relação a

seus pares em termos de exportação de alguns produtos específicos e, juntamente com a solidez corporativa, os valuations com desconto e o pragmatismo político, a escolha é **manter o OW em ações mexicanas**

No **Chile**, o mercado acionário local continuou a subir em março, sendo um dos mercados com melhor desempenho em nível global. A economia chilena registrou crescimento acima do esperado em 2024, e o mercado começou a ajustar para cima suas projeções de crescimento para este ano, para ~2,3% em 2025. Entretanto, o cenário global torna o alcance das projeções mais desafiador. As exportações chilenas para os EUA enfrentarão tarifas de 10%, mas o cobre, o principal produto que o Chile envia para a maior economia do mundo, está fora desses impostos. Com relação aos outros produtos exportados, principalmente relacionados ao mundo agrícola, o Chile está mais bem posicionado do que outros produtores. As estimativas preliminares sugerem que as crescentes tensões comerciais podem prejudicar o crescimento do Chile neste ano em 0,1 ponto percentual. Embora a inflação permaneça acima do intervalo da meta, o banco central espera que ela se desacelere no segundo semestre do ano, devido à alta base de comparação do ano passado, por causa do ajuste nas tarifas de eletricidade. Embora em seu último Relatório de Política Monetária a autoridade reconheça um possível desvio das expectativas de inflação em relação à meta de 3%, o mercado agora internaliza taxas mais baixas para este ano, em linha com um contexto global mais desafiador para o crescimento econômico. Do lado doméstico, o viés de crescimento é de alta, considerando as melhores perspectivas de investimento e consumo. Quanto aos valuations, embora estejam começando a parecer mais apertadas devido ao bom desempenho do mercado, elas continuam a ser negociadas abaixo de seus pares emergentes e os relatórios corporativos para o quarto trimestre de 2024 fecharam com crescimento tanto nas vendas quanto nos lucros. Para este ano, espera-se que os lucros da IPSA cresçam cerca de 20%. No aspecto político, os candidatos são adicionados às eleições presidenciais deste ano, mas a centro-direita continua a ganhar mais preferência nas pesquisas. Isso melhora as perspectivas para o mercado de ações e para a economia local, juntamente com políticas mais pró-mercado que tendem a estar relacionadas a essa tendência. Portanto, **a decisão é manter o OW em ações chilenas.**

Na **Colômbia**, o Conselho de Administração do Banco de la República decidiu manter a taxa de referência em 9,50% pela segunda reunião consecutiva, principalmente devido às pressões inflacionárias locais e à incerteza na frente externa. Em março, a inflação desacelerou para 5,1% a/a após dois meses de aumentos, mas permaneceu em níveis em torno de 5,2% pelo quarto mês consecutivo, principalmente devido ao aumento do salário mínimo e ao ajuste nas tarifas de gás. Essa foi a primeira reunião da nova diretoria, após a nomeação de dois membros pelo presidente e a incorporação do novo ministro das finanças, Germán Ávila, após a renúncia de Diego Guevara. Por outro lado, a atividade econômica de janeiro surpreendeu acima das expectativas ao registrar 2,7% a/a, enquanto as expectativas de crescimento para este ano foram corrigidas para cima e espera-se uma expansão de 3,0% em 2025. Além disso, os dados positivos do mercado de trabalho continuaram no mês passado, o que pode dar um impulso extra à atividade doméstica. Por outro lado, a questão fiscal continua a gerar problemas devido à baixa arrecadação de impostos e ao aumento da dívida, gerando um risco significativo para a sustentabilidade fiscal do país. Assim, o governo apresentará uma nova reforma tributária, com foco no aumento de novas receitas adicionais em setores econômicos específicos. No entanto, a alavancagem política limitada do presidente pode novamente jogar um truque sujo no Congresso, como já aconteceu com as reformas da saúde, do trabalho e da educação. Em consonância com isso, o governo realizará uma consulta popular para buscar a aprovação dessas reformas, que foram afundadas pelo Congresso e, embora o tempo seja curto, o ministro do Interior confirmou o lançamento de uma plataforma digital para preparar as perguntas para a votação popular. Por outro lado, apesar do fato de que ainda falta quase um ano para as eleições gerais, as primeiras pesquisas posicionam Vicky Dávila como a principal candidata, sugerindo uma possível mudança política em direção à centro-direita após a administração

questionável de Gustavo Petro. Em termos de valuations, essas ações são descontadas por serem negociadas abaixo de sua média histórica de dez anos da relação P/E  *fwd.*, enquanto no último mês foram observados influxos de 25% do AUM para o ETF principal devido ao grande *desempenho superior* do mercado colombiano durante os primeiros meses do ano, embora isso tenha sido corrigido após os anúncios de tarifas de Trump. Assim, com um cenário político que permanece frágil e riscos fiscais persistentes, mas valuations que continuam a mostrar relativa atratividade, decidimos **manter uma posição neutra nas ações colombianas.**

No **Peru**, a resiliência econômica do ano anterior é mantida graças à perspectiva positiva para o investimento público e o consumo privado, juntamente com o dinamismo em setores-chave, como construção e serviços. Como resultado, o Reserve Bank aumenta sua previsão de crescimento para 2025 para 3,2%. Ao mesmo tempo, a inflação desacelerou novamente para 1,3% a.a. em março, permanecendo dentro do intervalo da meta. Por outro lado, em sua reunião de política de março, o Conselho de Administração manteve a taxa de referência em 4,75%, e espera-se que essa ação seja repetida na reunião de abril. Para o restante do ano, o mercado internaliza dois cortes adicionais, condicionados à evolução da inflação e seus determinantes. A questão fiscal, que vinha sendo uma das principais dores de cabeça do país, mostra alguns sinais de melhora. Os gastos fiscais foram reduzidos em fevereiro graças a um declínio nos gastos do governo sem juros. Além disso, o bom desempenho da atividade econômica impulsionaria a recuperação das receitas, dando origem a um cenário um pouco mais favorável do que o esperado na frente fiscal. Entretanto, a segunda parte do ano poderá trazer novas pressões fiscais, à medida que nos aproximamos da data das eleições gerais do próximo ano. A presidente Dina Boluarte convocou as eleições para 12 de abril de 2026, e o JNE (Jurado Nacional de Elecciones) estabeleceu prazos para o registro de partidos (12 de abril) e a formalização de alianças (2 de agosto). Assim, o Congresso não pode mais ser dissolvido, e é improvável que ele tente censurar a presidente no que será seu último ano no cargo. Atualmente, há 41 partidos políticos registrados, um sinal claro de um ambiente político fragmentado e polarizado antes das próximas eleições. No lado das ações, os valuations permanecem com desconto, sendo negociadas abaixo de sua média histórica, enquanto no último mês foram observados fluxos de investimento de 45% do AUM para o principal ETF, em linha com o bom desempenho do mercado peruano em março. Assim, com uma economia que permanece resiliente, mas com um ambiente político turbulento, decidimos **manter uma posição neutra nas ações peruanas.**

Na **Argentina**, o foco principal está nas negociações com o Fundo Monetário Internacional (FMI) para acessar um segundo financiamento. Embora essas negociações estejam em um estágio avançado depois que a Câmara dos Deputados aprovou o Decreto de Necessidade e Urgência (DNU), as poucas informações disponíveis sobre as condições do acordo continuam a gerar dúvidas. O Ministro da Economia anunciou que o valor será de USD 20 bilhões, enquanto o governo está pressionando por um primeiro desembolso maior do que o normalmente concedido pela instituição financeira, o que pode estar atrasando a formalização do acordo. Somam-se a essa situação de incerteza as controvérsias em que o presidente Javier Milei se envolveu, como o escândalo ligado à criptomoeda \$LIBRA e a polêmica nomeação por decreto de dois juízes para a Suprema Corte. Esses eventos tiveram um impacto negativo na imagem e na aprovação do governo, o que se refletiu em uma nova queda no Índice de Confiança do Governo pelo segundo mês consecutivo. Esse contexto é fundamental para o governo no período que antecede as eleições legislativas a serem realizadas em outubro, após a suspensão do PASO, embora algumas províncias estejam considerando dividir a votação para realizá-la em uma data diferente da nacional. Embora Milei ainda mantenha um nível de apoio maior do que o de seus antecessores nesta fase de seu mandato, manter esses níveis será fundamental para fortalecer a representação do partido governista no Congresso. Em consonância com isso, a desaceleração da inflação permanecerá entre as

prioridades do governo, que já foi interrompida após a ligeira aceleração da variação mensal em março para 2,4% (66,9% em relação ao ano anterior). Isso, juntamente com o acordo com o FMI, é essencial para avançar na normalização das restrições de capital, que continuam a gerar incertezas adicionais devido à falta de clareza em relação aos mecanismos de implementação e ao cronograma previsto. Do ponto de vista macro, a atividade econômica surpreendeu positivamente ao registrar 6,5% a/a em janeiro, e as projeções de crescimento são positivas e apontam para o fechamento de 2025 com uma expansão de 5% com viés de alta, após um 2024 em que a contração foi menor do que a esperada. Nesse contexto, observam-se saídas do principal ETF pelo segundo mês consecutivo, para 11% do AUM, ratificando a perda de *momentum* acionário observada no ano passado. Assim, apesar da iminência do acordo com o FMI, a persistente falta de clareza com relação aos seus termos, a falta de definição com relação à liberalização da taxa de câmbio e a perda do momentum do mercado acionário observada criam um cenário altamente incerto. Nesse contexto, **a OW decidiu neutralizar as ações argentinas.**

## **CHINA: Decisão de aumentar a exposição às ações chinesas e passar de neutro para overweight**

No caso do mercado acionário chinês, é relevante destacar os eventos que antecederam o anúncio do *Liberation Day*. Na primeira metade de março, as ações continuaram a ganhar *impulso*, impulsionadas por vários fatores: o impulso contínuo no setor de tecnologia da DeepSeek, o anúncio do plano para atrair investimentos estrangeiros e a divulgação de dados econômicos melhores. Entretanto, à medida que o anúncio de novas tarifas recíprocas se aproximava, a aversão ao risco dos investidores começou a se exacerbar. Nesse sentido, o presidente chinês realizou reuniões com líderes empresariais, instando-os a trabalhar em conjunto e a fortalecer a resiliência das cadeias de suprimentos. Assim, os fundamentos das ações chinesas permaneceram sólidos:

- (i) As autoridades mantiveram uma postura pragmática diante da tensão tarifária, com respostas moderadas. Embora os riscos associados a um cenário de retaliação não fossem zero, o pragmatismo contínuo e o estímulo fiscal pareciam mais do que compensar esse risco. Isso, considerando o compromisso do governo de atingir a meta de crescimento de 5,0% em 2025, estabelecida durante o Congresso Nacional do Povo, o que torna necessária a manutenção de políticas de estímulo, especialmente voltadas para o fortalecimento da demanda interna.
- (ii) Os indicadores econômicos refletem uma melhora em comparação com o mês anterior. Tanto o PMI do setor industrial quanto o de serviços ficaram em território expansionista em março. Além disso, houve uma moderação no declínio do setor imobiliário de outubro a fevereiro. No entanto, as pressões deflacionárias de fevereiro não se dissiparam.
- (iii) O apetite por ativos chineses aumentou. No último mês, foram registradas entradas líquidas no principal ETF do país, bem como fluxos de volta para fundos e ETFs, de acordo com dados da EFR. Ao mesmo tempo, os valuations estão sendo negociadas de forma atraente na relação P/E fwd. Apesar dos riscos associados à disputa tarifária, os analistas chegaram a revisar para cima suas metas de preço para os principais índices de ações, refletindo um otimismo renovado em relação aos ativos chineses.

De acordo com o exposto acima, em março, as ações chinesas ganharam USD 2,0%. Entretanto, após o anúncio do presidente Donald Trump de novas tarifas de 34%, o índice MSCI recuou 14,2% desde o anúncio até 7 de abril, eliminando os ganhos acumulados no ano. A correção foi pressionada por uma resposta agressiva da China, que aplicou a mesma taxa tarifária aos produtos dos EUA a partir de 10 de abril e acrescentou medidas não tarifárias. A escalada levou tanto

os EUA quanto a China a impor novas tarifas adicionais de 71% e 50%, respectivamente, em 9 de abril. Com isso, as tarifas chegaram a 125% para produtos chineses e 84% para produtos americanos.

A escalada da guerra comercial levou a uma revisão para baixo das projeções de crescimento econômico da China, com um impacto esperado entre 1 e 2,4 pontos percentuais (pp) no PIB, antes da tarifa de 71%. Esse cenário abre caminho para um novo pacote de estímulo econômico. De fato, as autoridades já expressaram sua disposição de apoiar o mercado de ações, enquanto o banco central está se movimentando para flexibilizar a taxa de câmbio e manter políticas de crédito destinadas a estabilizar a liquidez.

Considerando o conjunto de fatores anteriores ao Liberation Day e a retaliação da China; valorizações atraentes, retorno dos fluxos, espaço para estímulos econômicos contínuos, **decidimos elevar as ações chinesas de neutras para overweight**

### **ÁSIA EMERGENTE EX CHINA: Decide-se manter a posição neutra.**

As economias da Ásia EM ex-China continuam voláteis devido às tarifas impostas por Trump. A pressão está concentrada na Coreia do Sul e em Taiwan devido à incerteza política, comercial e geopolítica, afetando negativamente o sentimento dos investidores. Em contraste, a Índia tem visto um ressurgimento do *impulso* e um perfil defensivo no contexto atual. Além disso, destacam-se os valuations atraentes na região, embora os fluxos sejam divergentes. Assim, a decisão é manter uma postura cautelosa em relação às ações, dada a incerteza global e os diferentes fundamentos locais.

Em março, o mercado acionário **indiano** emergiu como o maior ganhador da região. As ações indianas subiram USD 9,2%, enquanto a rúpia se valorizou 2,4% em relação ao dólar, refletindo o retorno do *impulso* das ações e reafirmando seu perfil defensivo em um ambiente global volátil. Embora a Índia não tenha ficado isenta das recentes medidas protecionistas dos EUA, que impuseram uma tarifa de 26% sobre os produtos indianos e podem afetar 2,3% do PIB, as autoridades estão mantendo a projeção de crescimento estável para o ano fiscal que começou em abril (AF25-26). Na verdade, o cenário sugere que a Índia poderia estar em uma posição melhor em relação a seus pares, já que setores-chave como o têxtil enfrentam uma taxa menor do que os concorrentes regionais Vietnã (46%), Tailândia (36%) e Bangladesh (37%). Em um gesto de distensão com Washington, o imposto de 6% sobre publicidade on-line, que havia sido criticado pelas autoridades dos EUA, foi abolido em 1º de abril. Da mesma forma, após o anúncio do Liberation Day, o comunicado oficial limitou-se a declarar que os impactos econômicos seriam analisados e que seria feita uma tentativa de pressionar por um acordo comercial com os EUA em 2025. Embora o índice MSCI tenha caído USD 4,6% no mês até 7 de abril, destaca-se sua relativa resiliência em comparação com outros mercados emergentes. Em termos de dados macroeconômicos, os PMIs de manufatura e de serviços permaneceram em território expansionista em março. Com relação à inflação, espera-se que o valor de março permaneça próximo da meta de 4% do banco central. Nesse contexto, a autoridade monetária reduziu a taxa em 25 pontos-base, para 6,00%, destacando o ambiente global incerto e mudando sua postura de neutra para expansionista, em linha com as expectativas. Por fim, as ações indianas foram negociadas com valuations P/E atraentes, já que os fluxos de investimento retornaram ao principal ETF no último mês. Diante do cenário de valuations atraentes, solidez macroeconômica, retornos de fluxo e pragmatismo geopolítico, **aumentar nossa exposição de neutro para overweight em ações indianas.**

As ações **sul-coreanas** tiveram que enfrentar um cenário marcado pela incerteza, tanto interna quanto externamente. Em nível local, a tensão política está começando a se dissipar após a decisão unânime do Tribunal Constitucional de

destituir o Presidente Yoon, o que exige a realização de eleições presidenciais nos próximos 60 dias, a partir de 4 de abril, data em que sua saída foi oficializada. Assim, o governo interino marcou as eleições para 3 de junho deste ano. Internacionalmente, a Coreia do Sul enfrenta uma taxa tarifária de 26%, atingindo diretamente sua economia de exportação; somente as exportações para os EUA representaram 6,8% do PIB em 2024. Esse ambiente deteriorou a perspectiva de crescimento econômico para este ano, corrigindo para baixo em 0,1pp. para 1,5%. Entretanto, alguns analistas foram mais drásticos, reduzindo as projeções para 0,7%, e alertam que ainda há espaço para mais correções. Em linha, o índice PMI do setor industrial recuou em março para 49,1 pontos, aprofundando-se em território contracionista. No entanto, as exportações se recuperaram no mesmo mês, crescendo 3,1% em relação ao ano anterior, impulsionadas pelo aumento dos embarques de semicondutores. A inflação permaneceu contida e próxima da meta do Banco Central, registrando 2,1% a.a. em março contra a meta de 2%, dando lugar a cortes mais agressivos por parte do Banco Central. Nessa linha, o mercado prevê que a taxa poderia cair dos atuais 2,75% para 1,50% até dezembro deste ano. No lado das ações, a perspectiva é mais desafiadora. Em março, o índice MSCI caiu USD 2,1%, ficando atrás de seus pares regionais. Os fluxos de saída do principal ETF foram de 16% do AUM no último mês. No entanto, os valuations das ações estão sendo negociadas com índices P/E *fwd.* atraentes em relação à sua média histórica. Alguns participantes do mercado destacam que os riscos já estão internalizados nos preços - sob a lógica "*venda o boato, compre a notícia*" - dando espaço para uma possível recuperação. No contexto de dados mistos, valuations atraentes, mas fluxos de saída e alta incerteza interna e externa, decidimos **manter uma posição neutra nas ações sul-coreanas.**

Em março, as ações **taiwanesas** tiveram uma *underperformance* na Ásia Emergente, sendo a grande perdedora, e o índice MSCI caiu USD 11%, arrastado pela correção das ações de tecnologia e, principalmente, da Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. que representa mais de 50% do índice. Na frente comercial, as novas tarifas de Donald Trump atingiram os produtos taiwaneses em uma taxa de 32%. Embora os semicondutores tenham sido excluídos dessa medida, o presidente deixou em aberto a possibilidade de incluí-los no futuro, mantendo a incerteza à frente. Apesar desse ambiente desafiador, e com as exportações representando mais de 60% do PIB, as projeções de crescimento econômico permanecem estáveis em 3%, de acordo com o consenso do mercado para este ano, ao contrário de outras economias da região que foram corrigidas para baixo. Entretanto, há sinais de arrefecimento econômico: o índice PMI do setor industrial caiu em território contracionista em março (49,8 pontos), enquanto as exportações devem desacelerar de 48% em fevereiro para 14% ao ano em março. A inflação acelerou para 2,3% a.a. em março, acima das expectativas. O banco central decidiu manter a taxa de referência em 2,00% em sua reunião de março e o mercado espera que ela permaneça nesse nível ao longo do ano. No lado do mercado acionário, os valuations foram negociados de forma atraente no índice P/E *fwd.*, embora pareçam mais apertadas no índice P/E *final*. Além disso, as saídas líquidas do ETF principal foram de 16% do AUM no último mês, refletindo a deterioração do apetite dos investidores por ações de Taiwan. Alguns participantes do mercado apontam que a *desvalorização* do mercado taiwanês está em um estágio inicial, sendo que, em 7 de abril, as ações haviam caído USD 10,4%. Por fim, as tensões com a China aumentaram e o gigante asiático está realizando exercícios militares no estreito, além de criticar a viagem de uma delegação taiwanesa aos EUA para tratar de questões de segurança. Isso levou à deterioração econômica, saídas e tensões geopolíticas, e foi **decidido adotar uma postura de *underweight* em relação às ações de Taiwan a partir da neutralidade.**

As ações **indonésias** surpreendentemente *superaram* seus pares regionais, com retorno de USD 4,8% em março, apesar do aumento do risco-país e do descontentamento público. Do ponto de vista político, o risco é maior com base nas políticas do Presidente Prabowo. Mais recentemente, o parlamento aprovou uma emenda que permite que oficiais

militares da ativa concorram a cargos públicos em áreas fora do escopo da segurança nacional ou das forças armadas, o que aumentou o risco de autoritarismo. Na frente econômica, o índice PMI caiu em março em relação ao mês anterior e a inflação se recuperou da queda em território negativo de fevereiro para 1,0% ao ano em março. O banco central decidiu manter a taxa de referência em 5,75% na reunião de março, observando que esse é um nível que está em linha com as projeções de inflação e com a estabilidade da rúpia, que se depreciou 3,1% nos últimos três meses em relação ao dólar. Por outro lado, a economia foi atingida pela imposição de uma tarifa de 32% sobre os produtos enviados para os EUA, ao que o Presidente Prabowo respondeu afirmando que tentará negociar com os EUA por meio da diplomacia e de uma relação comercial justa. Do lado do mercado, as ações parecem atraentes em termos absolutos e, no último mês, foram observados fluxos de entrada no principal ETF do país, enquanto a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para baixo no último mês e permanece abaixo de seus pares emergentes. Nesse contexto de dados em deterioração, lucros abaixo do desempenho de seus pares emergentes e ruído político doméstico, decidimos **permanecer *underweight* nas ações indonésias**. Por outro lado, **as ações tailandesas** caíram USD 3,7% em março e o índice PMI recuou para 49,9 pontos no mesmo mês, enquanto a inflação de março desacelerou para 0,8% ao ano. A política de projeção dos EUA atingiu a economia tailandesa em uma taxa de 36% e o ministro das finanças reagiu observando que alguns impostos sobre produtos americanos serão reduzidos e que ele tentará negociar com Washington. Por outro lado, as autoridades anunciaram a proibição de vendas a descoberto para reduzir a volatilidade no mercado de ações. Enquanto isso, o mercado espera que o banco central corte as taxas de juros à medida que as perspectivas econômicas se deterioram em meio aos efeitos negativos das tarifas e do terremoto no final de março. Quanto ao mercado, as ações estão sendo negociadas de forma atraente em uma relação P/E, com entradas líquidas no principal ETF no último mês. Assim, dada a incerteza local e externa e a deterioração da perspectiva econômica, decidimos **deixar as ações tailandesas em posição neutra**.

## EMEA

**Decide-se aumentar o *underweight*** em ações da região no caso de um portfólio emergente.

As relações bilaterais entre a **África do Sul** e os EUA continuam a se deteriorar. O presidente Trump impôs tarifas de 30% sobre os produtos sul-africanos, enquanto o apoio financeiro de Washington continua congelado. Internamente, a coalizão governista enfrenta tensões crescentes: o segundo maior partido da aliança, o DA, rejeitou o projeto de lei orçamentária ao se opor ao aumento do IVA. Mesmo assim, o Congresso Nacional Africano (ANC), o partido majoritário e iniciador do projeto de lei, conseguiu aprová-lo com o apoio de partidos menores. Apesar desse cenário de incertezas internas e externas, as ações subiram USD 6,9% em março, enquanto o rand se valorizou 2,0% em relação ao dólar, ambos impulsionados pelo desempenho do ouro, que subiu 10% em dólares no mesmo mês. Em termos macroeconômicos, o PMI industrial se recuperou em março em relação ao mês anterior, embora tenha permanecido em território contracionista (48,7 pontos). A inflação em fevereiro permaneceu estável em 3,2% a.a. e o banco central decidiu manter a taxa de juros em 7,50% em sua reunião de março. Ele também revisou para baixo suas projeções de crescimento. No mercado acionário, as ações foram negociadas com valuations ajustados na relação P/E *fwd*. e foram observadas saídas líquidas do principal ETF durante o último mês. No contexto de um ambiente político e geopolítico desafiador, valuations ajustados, mas com o apoio de sua relação com o ouro, decidimos **manter as ações sul-africanas em neutralidade**.

As ações **turcas** recuaram USD 4% em março, apresentando um desempenho inferior ao de seus pares regionais, enquanto a lira se desvalorizou 3,9% em relação ao dólar. O enfraquecimento foi pressionado pelo ambiente político cada vez mais deteriorado, após a prisão do principal oponente do Presidente Erdogan antes da eleição presidencial de 2028 por acusações de corrupção. O descontentamento dos cidadãos logo se manifestou por meio de protestos nas ruas, apesar das restrições impostas pelas autoridades. Em resposta à volatilidade do mercado, tanto o ministro das finanças quanto o governador do Banco Central garantiram que estão empenhados em tomar todas as medidas necessárias para estabilizar os mercados. Nesse sentido, o banco central aumentou a taxa interbancária de 44% para 46% em uma reunião de emergência, mantendo a taxa de política monetária em 42,5%. Em termos de dados macroeconômicos, o índice PMI aprofundou sua queda para o território contracionista em março (47,3 pontos). A inflação continuou a se moderar em março, embora a recente depreciação da lira possa aumentar as pressões inflacionárias. Embora as ações tenham sido negociadas com valuations ajustados, foram observadas entradas líquidas no principal ETF durante o último mês. Finalmente, na arena internacional, a Turquia é afetada pela política tarifária de Trump, com uma tarifa de 10% sobre todos os produtos de origem turca. Em um contexto de fluxos de entrada, mas de valorizações apertadas e incerteza política, decidimos **manter as ações turcas neutras**.

A perspectiva para a economia e o mercado **sauditas** é cada vez mais desafiadora. Altamente dependente do petróleo, o país é afetado pela deterioração das projeções para essa *commodity*. Em 3 de abril, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciou um aumento de produção de 400.000 barris por dia a partir de maio, aumentando a oferta global e pressionando para baixo as expectativas de preço do petróleo. Soma-se a esse cenário uma nova barreira comercial: o ex-presidente Donald Trump impôs uma tarifa de 10% sobre os produtos sauditas, complicando ainda mais as perspectivas econômicas e ameaçando o progresso da estratégia de diversificação "Visão 2030", que está profundamente ligada às receitas fiscais do petróleo. Quanto aos dados macroeconômicos, o índice PMI caiu em março, embora permaneça na zona de expansão, enquanto a produção industrial continua sua tendência de queda que começou em outubro do ano passado. Enquanto isso, o mercado acionário *teve um desempenho inferior ao de seus pares regionais* e as ações caíram USD 0,3% em março. No entanto, os valuations continuam atraentes e, no último mês, foram observados fluxos positivos de investimento no principal ETF. No contexto de uma economia dependente do petróleo e de uma perspectiva de deterioração, **foi tomada a decisão de aumentar o *underweight* em ações sauditas**, apesar das negociações com valuations e fluxos atraentes.

## RENTA FIXA

**TREASURIES DOS EUA: OW em treasuries de 2 anos, UW em treasuries de 10 anos e neutro em TIPS são mantidos, enquanto o UW em treasuries de 30 anos é moderado.**

Em março, as taxas de juros subiram e desceram sem uma tendência clara, em meio a altos níveis de incerteza e volatilidade do mercado. No entanto, com a chegada de abril e o anúncio de tarifas recíprocas mais agressivas do que o mercado esperava, os temores de uma recessão global aumentaram e empurraram o mercado para um cenário *de risco reduzido*, com declínios acentuados das taxas em toda a curva e uma ampliação dos spreads em produtos de crédito, impulsionando os retornos em ativos de maior duração e qualidade de crédito. Por fim, após o recente anúncio de Donald Trump estendendo o período de negociação para tarifas recíprocas, os riscos de uma recessão diminuíram consideravelmente e as taxas de juros voltaram a se ajustar para cima.

Em relação aos dados econômicos, a atividade econômica dos EUA continua a mostrar sinais de moderação, com as vendas no varejo e o consumo pessoal de fevereiro crescendo abaixo das expectativas. Entretanto, o mercado de trabalho permanece resiliente, com 228.000 empregos criados em março, superando as expectativas, enquanto a taxa de desemprego subiu para 4,2%. Com relação à inflação, o IPC de fevereiro surpreendeu negativamente ao desacelerar para 2,8% a.a., enquanto o núcleo da inflação também caiu mais do que o esperado para 3,1%. No entanto, o PCE de fevereiro mostrou alguma surpresa inflacionária e o núcleo do PCE acelerou para 2,8% em uma base de 12 meses. Da mesma forma, no curto prazo, a incerteza sobre a trajetória da inflação permanece, dada a falta de visibilidade das políticas tarifárias do governo.

Em sua reunião de março, o Federal Reserve Bank manteve a taxa de referência estável em 4,50%, mantendo a mensagem mais *hawkish* das últimas reuniões, alertando sobre os possíveis impactos que as primeiras políticas do novo governo dos EUA poderiam ter sobre o crescimento econômico e os níveis de preços. Ao fazer isso, eles atualizaram suas projeções econômicas, revisando para baixo sua estimativa de crescimento para este ano, para 1,7%, aumentando as expectativas de desemprego para 4,4% e elevando sua inflação esperada até o final do ano para 2,7%. Por sua vez, o comitê manteve sua estimativa de dois cortes nas taxas em 2025, porém, o *gráfico de pontos* mostrou um pouco de *hawkishness*. Quanto ao efeito das tarifas sobre a inflação, inicialmente o Fed, em seu cenário base, esperava que elas tivessem um impacto transitório sobre a economia, mas, após o anúncio das tarifas recíprocas, Jerome Powell alertou que elas poderiam ter efeitos permanentes.

Assim, com o aumento dos temores de recessão, o mercado estava esperando 4 cortes nas taxas de 25 bps no segundo semestre deste ano. Entretanto, após a extensão de 90 dias do prazo de negociação das tarifas com todos os países, exceto a China, as tensões comerciais diminuíram e o mercado voltou a esperar 3 cortes nas taxas em 2025. Assim, as taxas de juros voltam a subir e a taxa *do tesouro* de 10 anos aumenta para 4,33%, depois de atingir uma baixa de 3,86% após os primeiros anúncios do governo dos EUA. Da mesma forma, a taxa *do tesouro* de 2 anos aumenta para 3,91% depois que o mercado eliminou um corte nas taxas. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro - sobe novamente e atinge 139 pontos, o nível mais alto desde outubro de 2023, em linha com os movimentos pronunciados das taxas nas últimas semanas. *breakevens* dos títulos do Tesouro de 5 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, foram moderados em relação às máximas de março, para níveis de 2,42% e 2,23%, respectivamente, já que a inflação de fevereiro surpreendeu negativamente, moderando as expectativas negativas de inflação.

**Com base no exposto, apesar do ruído do mercado no curto prazo, embora esperemos um ajuste para baixo nas projeções de crescimento dos EUA, não esperamos uma recessão no médio prazo. Por outro lado, no futuro, esperamos um aumento do ruído no déficit fiscal dos EUA, já que o governo Trump começa a se concentrar em cortes de impostos. Assim, mantemos uma posição de duration curta em relação ao *benchmark*, mantendo o *OW* em *treasuries* de 2 anos e o *UW* em *treasuries* de 10 anos, mas moderando o *UW* em *treasuries* de 30 anos, dada a alta volatilidade da parte longa da curva. Neutro em TIPS devido à incerteza inflacionária de curto prazo resultante das políticas de Trump.**

**GLOBAL INVESTMENT GRADE: Neutro mantido**

Do lado do Investment Grade, após as reuniões de março, tanto o Federal Reserve Bank quanto o Banco Central Europeu estavam alinhados em manter uma postura *hawkish* na política monetária, dado o alto nível de incerteza relacionado à política comercial dos EUA e o impacto que as tarifas poderiam ter na luta contra a inflação. Entretanto, após os anúncios de tarifas recíprocas dos EUA em relação ao resto do mundo, o cenário global mudou drasticamente e a probabilidade de uma desaceleração acentuada no crescimento global aumentou substancialmente. Assim, os bancos centrais estão voltando ao estado de alerta, não apenas por causa das novas pressões inflacionárias que as tarifas podem gerar, mas também por causa das preocupações crescentes sobre a desaceleração econômica e a possibilidade de o mundo enfrentar uma nova recessão. O cenário econômico na Europa, que vinha mostrando sinais de melhora - com alguns países, como a Alemanha, implementando políticas fiscais expansionistas para aumentar os gastos com defesa e impulsionar o crescimento econômico - depende mais uma vez dos desenvolvimentos econômicos nos Estados Unidos. Se o aumento do ruído político decorrente das políticas econômicas de Trump acabar interrompendo o comércio global, a recessão também afetaria a zona do euro. Assim, com o risco de uma recessão global, os mercados de títulos em ambas as regiões estão mais uma vez correlacionados: as taxas de juros estão caindo, enquanto os spreads de crédito nos EUA e na Europa estão aumentando.

Quanto ao *grau de investimento*, em março, a classe de ativos teve um desempenho de USD -0,4% e, embora sua maior qualidade de crédito tenha dado alguma proteção à classe de ativos, a ampliação dos spreads dos títulos corporativos acabou levando-a a um retorno negativo durante o mês. Por outro lado, diante do aumento dos riscos globais, a classe de ativos ainda permanece atraente do ponto de vista do risco-retorno, com um *rendimento* de 5,3% e uma qualidade de crédito mais alta em relação a outros ativos. Em termos de valorizações, embora tenhamos visto grandes correções no mês passado, no curto prazo, acreditamos que há espaço para uma maior ampliação do *spread* em face de uma perspectiva econômica incerta. Como resultado, mantemos **nossa posição neutra em relação ao Investment Grade local**

## **GLOBAL HIGH YIELD: Manutenção da neutralidade**

No segmento de *alto rendimento*, o sentimento de *risco* nos mercados se aprofundou em março, à medida que a incerteza e as tensões globais aumentaram em antecipação aos anúncios de tarifas recíprocas do governo Trump. Assim, durante o mês, a correção nos mercados dos EUA continuou e os *spreads* dos ativos de renda fixa continuaram a se ampliar e a se aproximar de suas médias históricas, de modo que a classe de ativos caiu USD -0,9% em março, mostrando um *desempenho inferior* em relação ao restante da renda fixa, que, em geral, apresentou retornos positivos. Com os anúncios do Liberation Day e a surpresa de políticas tarifárias mais agressivas dos EUA, os temores de recessão se intensificam e os *spreads voltam* a se ampliar acima de suas médias históricas pela primeira vez desde o final de 2023.

Assim, em abril, as correções do mercado se aprofundaram e o *alto rendimento* tornou-se menos atraente, dada a qualidade de crédito mais baixa em um ambiente de desaceleração global. Por outro lado, a classe de ativos ainda oferece um *High Yield* de 8,6% e a ampliação dos *spreads* nos últimos meses proporcionou alívio aos valuations que nos pareciam pouco atraentes. Por outro lado, apesar dos crescentes temores de recessão nos mercados e dos sinais de desaceleração nos dados de atividade e consumo, acreditamos que o mercado de trabalho continua resiliente e, embora possamos ver correções para baixo no crescimento, não esperamos uma recessão no curto e médio prazo. Com base no exposto, **mantemos nosso Global HY Neutral**.

**DÍVIDA EMERGENTE: Manutenção da posição *UW* em dívida soberana, redução da posição *OW* em bonds corporativos *HY*, manutenção da posição neutra em bonds corporativos *IG* e manutenção da posição neutra em mercados locais.**

Em março, as treasuries dos EUA não apresentaram uma tendência clara, dado o cenário de mudança e incerteza gerado pelos anúncios de tarifas, e fecharam o mês em níveis semelhantes aos do início do mês. No entanto, após os anúncios de tarifas de Trump em 2 de abril, elas caíram acentuadamente nos primeiros dias e depois se moveram em direções opostas, com a taxa de dois anos caindo enquanto a taxa de dez anos se recuperou, aumentando significativamente a inclinação da curva. As taxas no resto do mundo foram afetadas por essa alta volatilidade gerada pela incerteza das medidas tomadas pelo presidente dos EUA, sem uma tendência clara. No último mês, a dívida soberana emergente caiu como a dívida soberana desenvolvida, embora em uma magnitude maior, enquanto a dívida corporativa emergente *superou* sua contraparte desenvolvida.

Do lado das dívidas soberanas emergentes, a classe de ativos acumulou um desempenho negativo de USD 0,8% em março, com dívidas soberanas desenvolvidas. Até o momento, neste mês, o declínio se intensificou após as tarifas recíprocas. Assim, nesse ambiente imprevisível e volátil, a classe de ativos acumulou um desempenho negativo até o momento neste ano. A qualidade de crédito mais baixa e a duração mais longa da categoria a tornam mais vulnerável a cenários de aumento das taxas globais, de modo que se mantém a preferência pela dívida corporativa emergente em relação à soberana. A posição *UW* em dívida soberana emergente foi mantida.

Com relação à dívida corporativa emergente, a posição neutra em títulos corporativos *com grau de investimento* foi mantida. No último mês, a classe de ativos manteve um desempenho marginalmente positivo, atingindo um retorno acumulado no ano de USD 1,7%. No entanto, não conseguiu manter esse *desempenho* no início do mês, alinhando-se, assim, às perdas dos instrumentos de renda fixa emergentes. Por outro lado, embora as expectativas do Fed tenham se tornado cada vez mais expansionistas, os cortes ainda estão concentrados no segundo semestre do ano, adiando um eventual melhor desempenho da classe de ativos. Além disso, *os rendimentos* oferecidos por esses instrumentos têm diminuído ao longo do ano.

Quanto ao *High Yield*, a classe de ativos teve um desempenho marginalmente negativo no mês passado e, nos primeiros dias de abril, foi um dos instrumentos mais atingidos após os anúncios de tarifas recíprocas. Entretanto, se compararmos o desempenho desses ativos com os de seus pares desenvolvidos, veremos que eles tiveram *um desempenho superior* até agora neste ano, durante março e nesta primeira parte do mês. Além disso, depois que *os spreads* foram reduzidos a mínimos históricos, eles têm se ampliado desde março, com um aumento muito mais pronunciado nos EUA, ficando acima da média de cinco anos, enquanto os *spreads* dos mercados emergentes ainda estão abaixo dela. Em consonância com isso, o spread entre os *spreads* dos mercados emergentes e dos EUA caiu para níveis não vistos há mais de três anos, melhorando a atratividade relativa dos instrumentos dos mercados emergentes. Como resultado, a superexposição à dívida emergente *de High Yield* está diminuindo.

Do lado *dos mercados locais*, embora várias moedas emergentes ainda tenham se valorizado até agora neste ano, a atual volatilidade fez com que as moedas emergentes apresentassem uma tendência de maior depreciação na última parte de março e durante a primeira parte de abril. Por outro lado, apesar desse ciclo desfavorável para o dólar, sua condição de

ativo porto-seguro pode impulsionar fortalecimento da moeda norte-americana e, por outro lado, gerar uma perda de valor nas moedas emergentes. Assim, mantém-se a posição neutra nos *mercados locais*.

De acordo com o exposto acima, a **posição *UW* em dívida soberana é mantida, a posição neutra em títulos corporativos *IG* é mantida, a *OW* em títulos corporativos *HY* é reduzida e a posição neutra em *mercados locais* é mantida.**

## Exposição de moedas | Abril de 2025

| Monedas | Bench. | Mar    | Abr    | OW/UW |       | Câmbio |   |
|---------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|---|
| USD     | 57,5%  | 58,8%  | 59,6%  | OW    | 2,1%  | 0,8%   | + |
| EUR     | 7,5%   | 7,0%   | 6,7%   | UW    | -0,8% | -0,3%  | - |
| GBP     | 1,5%   | 1,0%   | 1,0%   | UW    | -0,5% | 0,0%   | - |
| JPY     | 2,5%   | 2,5%   | 2,4%   | UW    | -0,1% | -0,1%  | - |
| GEMs    | 31,0%  | 30,7%  | 30,3%  | UW    | -0,7% | -0,4%  | - |
|         | 100,0% | 100,0% | 100,0% |       |       |        |   |

O resultado da alocação da TAACo resulta em uma determinada exposição cambial que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições compradas e/ou vendidas. Neste mês, as posições em ienes e euros foram transferidas para *OW* e o overweight em dólares foi neutralizado, enquanto o *UW* em moedas emergentes também foi reduzido.

### Resultados globais da TAACo| Março de 2025

| Categoria de atividade / Região                 | Benchmark    | Compass      | Over/Under   | Índices de rentabilidade mensal | Contribuição para o portfólio |               | Análise de atribuição |             |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------|-----------------------|-------------|
|                                                 |              |              |              |                                 | Benchmark                     | Compass       | Curso de Ativo        | Seleção     |
| Ações                                           | 50%          | 50%          | 0%           | -2,1%                           | -1,04%                        | -1,02%        | 0,0                   | 1,4         |
| Renta Fija                                      | 50%          | 46%          | -4%          | 0,2%                            | 0,11%                         | 0,11%         | -4,6                  | 0,7         |
| Caja                                            | 0%           | 4%           | 4%           | 0,3%                            | 0,0%                          | 0,01%         | 5,1                   |             |
| Oro                                             | 0%           | 0%           | 0%           | 9,9%                            | 0,0%                          | 0,00%         | 0,0                   |             |
| Cobertura                                       |              |              |              |                                 |                               | 0,12%         | 11,7                  |             |
| <b>Portfólio</b>                                |              |              |              |                                 | <b>-0,93%</b>                 | <b>-0,78%</b> | <b>12,2</b>           | <b>2,1</b>  |
| Desempenho superior / desempenho inferior (bps) |              |              |              |                                 |                               |               |                       | <b>14,3</b> |
| Europa, exceto Reino Unido                      | 14,0%        | 13,0%        | -1,0%        | -0,9%                           | -0,13%                        | -0,12%        | -1,2                  |             |
| Europa Small Cap ex Reino Unido                 | 1,0%         | 1,0%         | 0,0%         | 1,1%                            | 0,01%                         | 0,01%         | 0,0                   |             |
| REINO UNIDO                                     | 3,0%         | 2,0%         | -1,0%        | 0,7%                            | 0,02%                         | 0,01%         | -2,8                  |             |
| Crescimento de grandes capitalizações de        | 17,0%        | 17,0%        | 0,0%         | -9,1%                           | -1,54%                        | -1,54%        | 0,0                   |             |
| Valor Large Cap dos EUA                         | 15,0%        | 16,0%        | 1,0%         | -2,2%                           | -0,33%                        | -0,35%        | -0,1                  |             |
| Pequenas empresas dos EUA                       | 4,0%         | 4,0%         | 0,0%         | -6,4%                           | -0,26%                        | -0,26%        | 0,0                   |             |
| Japão                                           | 5,0%         | 5,0%         | 0,0%         | -0,7%                           | -0,04%                        | -0,04%        | 0,0                   |             |
| <b>Desarrollados</b>                            | <b>59,0%</b> | <b>58,0%</b> | <b>-1,0%</b> | <b>-3,8%</b>                    | <b>-2,26%</b>                 | <b>-2,28%</b> | <b>-4,1</b>           |             |
| América Latina                                  | 5,0%         | 6,0%         | 1,0%         | 4,8%                            | 0,24%                         | 0,29%         | 6,9                   |             |
| LatAm Small Cap                                 | 1,0%         | 1,0%         | 0,0%         | 5,0%                            | 0,05%                         | 0,05%         | 0,0                   |             |
| China                                           | 10,0%        | 10,0%        | 0,0%         | 2,0%                            | 0,20%                         | 0,20%         | 0,0                   |             |
| EM Ásia ex China                                | 20,0%        | 20,0%        | 0,0%         | -1,3%                           | -0,26%                        | -0,26%        | 0,0                   |             |
| EM Ásia Small Cap                               | 5,0%         | 5,0%         | 0,0%         | -0,9%                           | -0,04%                        | -0,04%        | 0,0                   |             |
| <b>Emergentes</b>                               | <b>41,0%</b> | <b>42,0%</b> | <b>1,0%</b>  | <b>0,4%</b>                     | <b>0,18%</b>                  | <b>0,23%</b>  | <b>6,9</b>            |             |
| <b>Ações</b>                                    |              |              |              |                                 | <b>-2,08%</b>                 | <b>-2,05%</b> | <b>2,8</b>            |             |
| Títulos do Tesouro 2Y                           | 5,9%         | 7,0%         | 1,1%         | 0,5%                            | 0,03%                         | 0,03%         | 0,3                   |             |
| Títulos do Tesouro 10Y                          | 12,4%        | 11,4%        | -1,0%        | 0,2%                            | 0,03%                         | 0,03%         | 0,0                   |             |
| Títulos do Tesouro 30Y                          | 7,2%         | 6,5%         | -0,7%        | -1,4%                           | -0,10%                        | -0,09%        | 1,1                   |             |
| Dicas dos EUA                                   | 2,8%         | 2,8%         | 0,0%         | 0,6%                            | 0,02%                         | 0,02%         | 0,0                   |             |
| IG corporativo global                           | 27,5%        | 27,5%        | 0,0%         | 0,6%                            | 0,15%                         | 0,15%         | 0,0                   |             |
| HY corporativo global                           | 4,3%         | 4,3%         | 0,0%         | -0,2%                           | -0,01%                        | -0,01%        | 0,0                   |             |
| <b>Deuda Desarrollados</b>                      | <b>60,1%</b> | <b>59,5%</b> | <b>-0,6%</b> | <b>0,2%</b>                     | <b>0,12%</b>                  | <b>0,13%</b>  | <b>1,4</b>            |             |
| EMBI                                            | 10,8%        | 10,4%        | -0,4%        | -0,8%                           | -0,08%                        | -0,08%        | 0,4                   |             |
| EM Corporativo IG                               | 3,3%         | 3,3%         | 0,0%         | 0,2%                            | 0,01%                         | 0,01%         | 0,0                   |             |
| EM Corporativo HY                               | 4,8%         | 5,8%         | 1,0%         | 0,0%                            | 0,00%                         | 0,00%         | -0,2                  |             |
| Mercados locais EM                              | 21,0%        | 21,0%        | 0,0%         | 0,9%                            | 0,18%                         | 0,18%         | 0,0                   |             |
| <b>Emergência</b>                               | <b>39,9%</b> | <b>40,5%</b> | <b>0,6%</b>  | <b>0,3%</b>                     | <b>0,11%</b>                  | <b>0,11%</b>  | <b>0,2</b>            |             |
| <b>Renda fixa</b>                               |              |              |              |                                 | <b>0,22%</b>                  | <b>0,24%</b>  | <b>1,6</b>            |             |

\*Anualizado \*\* Desde

Dados em 31 de março de 2025

Em março, a TAACo optou por uma posição neutra em ações (50%), manteve um underweight em títulos (46%) e aumentou o Overweight em caixa (4%). Em 31 de março, a carteira apresentava uma perda mensal de 0,8%, mostrando uma outperformance em relação ao *benchmark* (-0,9%).

Durante o mês, no nível da análise de atribuição, (i) **a alocação de ativos** agregou valor; embora a posição vendida em renda fixa tenha subtraído valor, ela foi mais do que compensada pelo excesso de caixa e pela cobertura cambial. A **seleção de instrumentos** também foi positiva: o excesso de peso em ações latino-americanas gerou ganhos, enquanto os outros desvios em relação ao *benchmark* no portfólio de ações foram negativos. Por outro lado, as posições compradas em títulos do Tesouro dos EUA de 2 anos e as posições vendidas em títulos de 10 e 30 anos agregaram valor.

### Desempenho histórico

| TAACo Global                    | Desempenho   |              |             |              |              |             |                  | Volatilidade 5 anos* |
|---------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|------------------|----------------------|
|                                 | 1 mes        | YTD          | 1 ano       | 3 anos*      | 5 anos*      | 10 anos*    | Desde o início** |                      |
| TAACo                           | -0,8%        | 1,7%         | 5,1%        | 2,7%         | 7,1%         | 4,1%        | 5,1%             | 10,4%                |
| Benchmark                       | -0,9%        | 1,7%         | 5,6%        | 2,6%         | 6,0%         | 3,5%        | 3,8%             | 10,2%                |
| Perf. inferior/superior (bps)   | 14           | -2           | -42         | 10           | 103          | 59          | 123              |                      |
| <b>Ações</b>                    | <b>-2,0%</b> | <b>0,5%</b>  | <b>5,7%</b> | <b>3,7%</b>  | <b>11,4%</b> | <b>5,2%</b> | <b>3,9%</b>      | <b>15,2%</b>         |
| Benchmark                       | -2,1%        | 0,7%         | 6,1%        | 4,1%         | 11,2%        | 5,2%        | 3,5%             | 15,1%                |
| Europe ex UK                    | -0,9%        | 10,3%        | 2,4%        | 4,7%         | 10,6%        | 3,7%        | 3,1%             | 18,6%                |
| Europe Small Cap ex UK          | 1,1%         | 8,3%         | 1,1%        | -1,8%        | 9,9%         | 4,7%        | 6,8%             | 21,9%                |
| UK                              | 0,7%         | 9,7%         | 14,4%       | 7,6%         | 14,2%        | 4,7%        | 4,8%             | 16,6%                |
| US Large Cap Growth             | -9,1%        | -11,2%       | 8,9%        | 9,6%         | 20,3%        | 15,4%       | --               | 21,3%                |
| US Large Cap Value              | -2,2%        | 4,0%         | 8,4%        | 6,4%         | 14,5%        | 8,5%        | --               | 15,0%                |
| US Small Caps                   | -6,4%        | -7,8%        | -2,6%       | 1,6%         | 15,3%        | 7,3%        | 8,7%             | 21,8%                |
| Japão                           | -0,7%        | -0,6%        | -4,1%       | 3,1%         | 6,7%         | 3,2%        | 1,9%             | 14,9%                |
| <b>Desenvolvidos</b>            | <b>-4,5%</b> | <b>-1,8%</b> | <b>7,0%</b> | <b>7,6%</b>  | <b>16,1%</b> | <b>9,5%</b> | <b>6,9%</b>      | <b>15,8%</b>         |
| América Latina                  | 4,8%         | 12,7%        | -13,6%      | -1,9%        | 11,7%        | 2,7%        | 7,1%             | 25,5%                |
| LatAm Small Cap                 | 5,0%         | 12,8%        | -21,8%      | -8,2%        | 6,2%         | -1,0%       | 5,1%             | 27,0%                |
| China                           | 2,0%         | 15,0%        | 40,4%       | 3,5%         | 1,5%         | 2,5%        | 7,8%             | 28,3%                |
| EM Asia ex China                | -1,3%        | -5,8%        | -3,7%       | 1,1%         | 13,3%        | 6,1%        | --               | 18,3%                |
| EM Asia Small Cap               | -0,9%        | -8,0%        | -2,3%       | 1,9%         | 16,2%        | 5,2%        | 8,7%             | 16,3%                |
| EM Europe and Middle East       | 2,1%         | 7,1%         | 8,9%        | -2,5%        | 4,5%         | -2,2%       | 2,5%             | 16,1%                |
| <b>Emergentes</b>               | <b>0,6%</b>  | <b>2,9%</b>  | <b>8,1%</b> | <b>0,9%</b>  | <b>8,4%</b>  | <b>3,5%</b> | <b>7,7%</b>      | <b>15,8%</b>         |
| <b>Renda Fixa</b>               | <b>0,2%</b>  | <b>2,7%</b>  | <b>5,0%</b> | <b>1,2%</b>  | <b>1,3%</b>  | <b>1,9%</b> | <b>4,2%</b>      | <b>6,5%</b>          |
| Benchmark                       | 0,2%         | 2,7%         | 5,0%        | 0,9%         | 0,8%         | 1,6%        | 3,6%             | 6,5%                 |
| Treasuries 2Y                   | 0,5%         | 1,6%         | 5,1%        | 2,3%         | 0,8%         | 1,3%        | 2,3%             | 1,9%                 |
| Treasuries 10Y                  | 0,2%         | 4,0%         | 3,9%        | -1,9%        | -3,5%        | 0,2%        | 3,4%             | 8,0%                 |
| Treasuries 30Y                  | -1,4%        | 4,4%         | -0,1%       | -9,9%        | -10,3%       | -1,7%       | 3,9%             | 15,5%                |
| TIPS dos EUA                    | 0,6%         | 4,2%         | 6,2%        | 0,1%         | 2,4%         | 2,5%        | 4,4%             | 6,3%                 |
| Global Corporate IG             | 0,6%         | 2,8%         | 4,8%        | 0,8%         | 1,5%         | 2,0%        | 4,3%             | 8,6%                 |
| Global Corporate HY             | -0,2%        | 2,0%         | 7,9%        | 4,7%         | 6,7%         | 4,5%        | 6,8%             | 8,2%                 |
| <b>Dívida desenvolvidos [1]</b> | <b>0,2%</b>  | <b>3,1%</b>  | <b>4,2%</b> | <b>-0,2%</b> | <b>0,0%</b>  |             |                  |                      |
| EMBI                            | -0,8%        | 2,2%         | 6,8%        | 3,4%         | 3,5%         | 3,2%        | 6,8%             | 9,7%                 |
| EM Corporativo IG               | 0,2%         | 2,5%         | 6,4%        | 3,1%         | 2,2%         | 2,8%        | --               | 5,8%                 |
| EM Corporativo HY               | 0,0%         | 2,5%         | 9,5%        | 5,8%         | 5,3%         | 5,0%        | --               | 8,4%                 |
| Mercados locais EM              | 0,9%         | 1,8%         | 4,3%        | 1,4%         | 3,3%         | 1,8%        | --               | 7,6%                 |
| <b>Dívida emergentes [1]</b>    | <b>0,3%</b>  | <b>2,1%</b>  | <b>5,9%</b> | <b>2,8%</b>  | <b>0,0%</b>  |             |                  |                      |
| Caixa                           | 0,3%         | 1,0%         | 5,0%        | 4,3%         | 2,6%         | 1,9%        | 1,6%             | 0,7%                 |
| Ouro                            | 9,9%         | 19,4%        | 40,7%       | 17,1%        | 14,1%        | 10,1%       | 10,9%            | 14,9%                |

\* 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 se concretizarão. 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 ("Vinci 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 Vinci 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.