

Maio de 2025

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Abr	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início * **	
TAACo	1,5%	1,2%	3,2%	8,6%	5,0%	6,2%	4,0%	5,1%	10,4%
Referência	1,3%	1,1%	3,1%	9,0%	5,2%	5,1%	3,4%	3,9%	10,2%
Desempenho inferior/superior	12	9	10	-44	-15	113	58	123	
Ações	1,7%	-0,7%	2,2%	9,3%	6,8%	9,7%	4,9%	4,0%	15,2%
Benchmark	1,7%	-0,5%	2,4%	9,7%	7,2%	9,5%	4,9%	3,5%	15,1%
Renda Fixa	1,0%	2,8%	3,7%	8,2%	3,1%	1,1%	1,9%	4,2%	6,5%
Benchmark	1,0%	2,8%	3,7%	8,3%	3,0%	0,6%	1,6%	3,6%	6,5%
Caixa	0,4%	1,0%	1,4%	4,9%	4,4%	2,7%	1,9%	1,7%	0,7%
Ouro	6,0%	17,4%	26,6%	43,1%	20,0%	14,2%	10,8%	11,1%	15,0%

Índice

Wind of change 1

Alocação de ativos - maio 2025.....4

Resultados globais do TAACo em abril de 2025.....23

Desempenho histórico24

Resultados em 30 de abril de 2025
*Anualizado ** Desde

Wind of Change¹

A volatilidade continuou a dominar o mercado em abril, com a queda generalizada dos preços das ações no início do mês e após a resposta retaliatória da China ao *Liberation Day*. Como lembrete, após a resposta do gigante asiático, o presidente dos EUA respondeu com uma pausa nas tarifas para os países que não haviam retaliado, mantendo a tarifa de 10%. Isso, juntamente com outros sinais mais tranquilizadores do governo dos EUA, fez com que o mercado de ações mudasse e o índice MSCI ACWI conseguiu registrar um desempenho positivo de 0,8% (em dólares) em abril.

A recuperação foi observada em praticamente todos os mercados acionários globais, mas foi mais pronunciada nas ações de tecnologia, com o Nasdaq revertendo o desempenho negativo do início do mês e fechando abril com alta de 1,5%, enquanto o S&P 500 caiu 0,8%. Até agora, em maio, esse tipo de *momentum* continua e os mercados acionários permanecem em alta; entretanto, ainda é muito cedo para dizer que as ações estão entrando em uma tendência positiva sustentada.

No entanto, há uma tendência que é mais evidente no mercado, que é a diversificação. Embora possa ser considerada uma profecia autorrealizável, os EUA constituíram menos de 60% da capitalização do mercado global entre 2012 e 2022 e, nos últimos três anos, adicionaram mais de US\$ 20 *trilhões* de capitalização de mercado, elevando-a para ~66%. Portanto, é razoável esperar que a superexposição ao dólar e aos ativos dos EUA continue com esse desarmamento, e que os mercados acionários retornem à configuração que

Ações globais conseguem apresentar desempenho positivo em abril

Sinais incipientes do retorno do *momentum* ao mercado de ações

A diversificação surge como uma nova tendência global

¹ "Wind of Change", uma música do Scorpions

tinham antes desse "excepcionalismo" dos EUA, desencadeado pela política fiscal pró-cíclica, inteligência artificial e fluxos de entrada para grandes empresas.

A saída de ativos dos EUA tem sido a tendência para investidores nacionais e estrangeiros, como forma de diversificar o risco, além do que poderia ser considerado um *home bias*. Especificamente, essa diversificação fez com que as classes de ativos se movessem em várias direções, às vezes contrárias às suas correlações históricas, causando um reequilíbrio dos preços relativos em todo o mundo. Esse *tariff conundrum* levou o dólar a se enfraquecer, juntamente com o petróleo - exacerbado pela decisão da OPEP -, enquanto o ouro continuou a subir em abril; e a grande questão é se as direções desses movimentos continuarão no futuro.

Saídas de ativos dos EUA e reequilíbrio dos preços relativos globais

Em suma, o governo dos EUA foi o grande responsável pelas oscilações do mercado de ações, e as autoridades começaram a sinalizar que estavam entrando em uma "fase dois" do segundo mandato de Donald Trump, que poderia ser acompanhada de notícias melhores para o mercado, como tarifas mais baixas e cortes de impostos. Parece que essa pausa nas tarifas ocorreu porque o executivo entendeu o impacto que o *Liberation Day*, juntamente com as tarifas retaliatórias, que houve no mercado. Assim, há sinais preliminares de que o governo dos EUA está priorizando os problemas a serem resolvidos, não travando todas as batalhas ao mesmo tempo e enviando mensagens mais tranquilizadoras ao mercado. Isso foi observado nos anúncios de progresso nas negociações comerciais, bem como no acordo com o Reino Unido e na redução das tarifas sobre a China por 90 dias (de 145% para 30%). Entretanto, a visibilidade continua baixa, e não descartamos que a imprevisibilidade do discurso de Donald Trump possa retornar.

Governo dos EUA sinaliza maior benevolência com o mercado

Na frente econômica, o PIB do primeiro trimestre dos EUA registrou uma contração de 0,3% em base anual, o primeiro registro negativo desde 2022. Entretanto, o avanço das importações nesse contexto de incerteza comercial foi o grande responsável por essa contração e os trimestres seguintes não necessariamente continuarão com essa tendência. Os dados de confiança ainda estão em território pessimista, antecipando uma desaceleração econômica, mas os relatórios corporativos do primeiro trimestre mostram crescimento nas vendas e nos lucros, além de surpresas positivas. Entretanto, a perspectiva é de queda, e as projeções de crescimento dos lucros para os EUA foram corrigidas de ~15% para ~10% para este ano. Da mesma forma, a atualização de abril das perspectivas econômicas globais do Fundo Monetário Internacional (FMI) também revisou para baixo as projeções de crescimento para os EUA, prevendo uma expansão de 1,8% este ano, uma das correções mais agressivas.

Baixa visibilidade dos dados econômicos, mas perspectivas de desaceleração econômica

Embora a perspectiva econômica seja menos positiva, a visibilidade continua baixa, o que dialoga com a última reunião e declaração do Federal Reserve Bank (Fed) dos EUA, afirmando que os riscos para a inflação e a taxa de desemprego estão agora inclinados para o lado positivo. Assim, o Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) decidiu manter a faixa

O Fed prevê riscos de alta para a inflação e o desemprego

da taxa de referência entre 4,25% e 4,50%, em linha com as expectativas do mercado, com um tom um tanto *hawkish* e declarações do presidente do Fed afirmando que não há necessidade de apressar o processo de corte das taxas e que a criação de empregos continua em "boa forma".

Durante o mês de abril, a volatilidade da taxa de juros dos títulos do Tesouro dos EUA permaneceu elevada, com o MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimentos dos títulos do Tesouro - oscilando constantemente acima de 100 bps. Em abril, a taxa de juros do título do Tesouro de 10 anos caiu temporariamente abaixo de 4,00%, depois subiu cerca de 50 bps e fechou o mês com uma queda de pico a pico para 4,16%.

A volatilidade da taxa de juros continua alta

No futuro, a perspectiva para os títulos é incerta. O Secretário do Tesouro, Scott Bessent, estabeleceu a data de 4 de julho como meta para a agenda tributária do governo, que prevê, em linhas gerais, a continuação de impostos corporativos mais baixos e, eventualmente, um corte além dos níveis atuais. Ao mesmo tempo, Bessent alertou que o país está se aproximando do *debt ceiling*, momento em que o Tesouro não teria mais liquidez suficiente para cumprir todas as suas obrigações dentro do prazo. Ambos os acontecimentos pressionariam as taxas de juros para cima e manteriam a volatilidade alta.

Cortes de impostos e *debt ceiling* podem elevar as taxas

Apesar desses movimentos, a fraqueza do dólar foi acentuada e o índice DXY, que mede o valor do dólar norte-americano em relação a uma cesta de moedas de países desenvolvidos, perdeu 4,6% de seu valor em abril. Essa fraqueza do dólar desencadeou movimentos cambiais acentuados no *carry trade* global, e as moedas de países com taxas de juros abaixo das dos EUA começaram a atrair fluxos e a se valorizar significativamente em maio, como no caso do dólar taiwanês.

Fraqueza do dólar exacerbada em abril

Embora, em cenários de alta volatilidade, o histórico mostre que é mais lucrativo permanecer totalmente investido no médio prazo (1 ou 3 anos, por exemplo), no curto prazo o caixa continua a oferecer um *yield* atraente de mais de 4%, o que o torna um ativo atraente, dada a baixa visibilidade do mercado. Nesse contexto, em maio, foi tomada a decisão de manter o *underweight* em ações e renda fixa, conservando uma posição em caixa. No portfólio de ações, foi mantida a preferência por ações emergentes em relação às ações desenvolvidas, neutralizando os *underweights* na Europa e no Reino Unido, financiados com um *underweight* em ações US *Value* e *Small Cap*.

O risco do portfólio é mantido baixo, com uma preferência por ações emergentes.

Em maio, atualizamos nossa alocação estratégica de ativos (benchmark com o qual o portfólio é comparado).

Alocação de ativos | May 202 5

TAACo Global	Bench.	Abr	Mai	OW / UW	Câmbio	UW em Títulos e ações, OW em caixa
Ações	50%	48%	48%	UW	-2%	
Renda Fixa	50%	46%	46%	UW	-4%	
Caixa		6%	6%	OW	6%	
Ouro				N		
Total Carteira						
Europa, ex Reino Unido	13,7%	13,0%	13,7%	N	+	Europa neutra e Reino Unido da UW
Europe Small Cap ex Reino I	1,2%	1,0%	1,2%	N		
REINO UNIDO	2,9%	2,0%	2,9%	N	+	neutro
US Large Caps Growth	17,3%	17,0%	17,3%	N		
US Large Caps Value	14,7%	15,0%	13,7%	UW	-1,0%	
US Small Caps	3,5%	4,0%	2,5%	UW	-1,0%	
Japão	4,7%	5,0%	4,7%	N		OW LatAm agora
Mercados desenvolvidos	58,0%	57,0%	56,0%	UW	-2,0%	
América Latina	4,4%	6,0%	4,9%	OW	0,5%	OW China
LatAm Small Caps	0,8%	1,0%	1,3%	OW	0,5%	Neutro Ásia EM ex.
China	12,3%	11,0%	13,3%	OW	1,0%	
EM Ásia ex China	19,6%	20,0%	19,6%	N		
EM Ásia Small Cap	4,9%	5,0%	4,9%	N		
Mercados emergentes	42,0%	43,0%	44,0%	OW	2,0%	Em renda fixa: do UW
Total de ações	100,0%	100,0%	100,0%			
Treasuries 2Y	8,3%	7,0%	9,3%	OW	1,0%	Títulos do Tesouro dos EUA: OW 2 anos e UW 10 e 30 anos
Treasuries 10Y	11,1%	11,4%	10,6%	UW	-0,5%	
Treasuries 30Y	6,1%	6,7%	5,6%	UW	-0,5%	Neutro TIPS, IG corporativo global e HY
TIPS dos EUA	2,6%	2,8%	2,6%	N		
Global Corporate IG	26,5%	27,5%	26,5%	N		Mercados emergentes neutros: EMBI e CEMBI HY neutralizados, todos os outros inalterados
Global Corporate HY	4,0%	4,3%	4,0%	N		
Dívida desenvolvidos	58,6%	59,7%	58,6%	N	+	
EMBI	9,5%	10,4%	9,5%	N	+	
EM Corporate IG	2,8%	3,3%	2,8%	N		
EM Corporate HY	3,8%	5,6%	3,8%	N	-	
EM Local Markets	25,3%	21,0%	25,3%	N		
Dívida Emergentes	41,4%	40,3%	41,4%	N	-	
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%			

RENDA VARIÁVEL

EUROPE EX UK: *underweight* em *Large Cap* neutralizado e *Small Cap* neutralizado

As ações europeias tiveram um desempenho positivo em abril, recuperando as perdas de março e se beneficiando da crescente busca dos investidores por diversificação diante das dúvidas sobre a liderança dos EUA e do aumento das tensões comerciais. O Stoxx 50 subiu US\$ 3,3%, superando em muito o declínio de 0,8% do S&P 500, em um sinal da mudança na estrutura do fluxo global. A Alemanha se destacou com um aumento mensal de 6,3%, impulsionado pelo otimismo do em relação à sua agenda fiscal expansionista. Até agora, em maio, a Europa manteve o ímpeto e acumulou um aumento de cerca de 2% em termos de dólares, em um contexto em que os riscos globais continuam elevados, mas estão se moderando, e o estímulo doméstico está sustentando o apetite pelos ativos da região. No entanto, o FMI revisou para baixo suas projeções de crescimento para a Zona do Euro, cortando suas estimativas para 0,8% em 2025 (de 1,0%) e para 1,2% em 2026 (de 1,4%), antecipando o possível impacto negativo da guerra comercial e a desaceleração do comércio internacional, embora esses riscos possam ser parcialmente compensados pelo aumento dos gastos públicos e pelo progresso dos planos de defesa em vários países do bloco.

Na frente econômica, a inflação em abril permaneceu em 2,2% a.a., ligeiramente acima das expectativas, enquanto o núcleo da inflação acelerou de 2,4% para 2,7%, revertendo parte do avanço desinflacionário observado nos meses anteriores. Olhando para o futuro, persiste a incerteza quanto ao impacto das novas tarifas dos EUA sobre os preços, embora uma desaceleração no comércio internacional - especialmente com a China - possa gerar pressões desinflacionárias se as tensões comerciais continuarem. Por outro lado, os indicadores de atividade estão começando a mostrar alguma melhora: o índice de surpresas econômicas da Zona do Euro voltou ao território positivo na semana encerrada em 9 de maio, enquanto o PMI do setor industrial se recuperou ligeiramente de 48,7 para 49 em abril e o PMI de serviços recuou marginalmente de 50,4 para 50,1.

Na arena política, o foco foi a Alemanha, onde Friedrich Merz foi finalmente ratificado como chanceler após uma segunda tentativa no parlamento, destacando as tensões internas e a fragilidade de sua coalizão com o SPD. Apesar disso, o novo governo está avançando com uma agenda focada em investimento público, defesa e reforma fiscal, consolidando uma mudança na política econômica do país. Na França, a condenação e a desqualificação de Marine Le Pen deixaram um vácuo de liderança no *Rassemblement National*, gerando divisões internas e enfraquecendo a direita radical. Isso foi explorado por Emmanuel Macron, que está tentando se reposicionar para as eleições presidenciais de 2027, embora seu governo continue a enfrentar resistência social. Em nível regional, a zona do euro continua comprometida com o aumento dos gastos com defesa como parte de uma estratégia para reduzir sua dependência militar dos EUA e assumir um papel mais ativo na segurança continental. Enquanto isso, as tensões comerciais com os EUA continuam sem solução: apesar dos novos contatos diplomáticos no início de maio, não houve progresso significativo nas negociações, e a Comissão Europeia continua a avaliar as contramedidas, incluindo tarifas sobre tecnologia e produtos agrícolas, enquanto prepara o apoio interno para uma possível escalada da disputa comercial.

Com relação à política monetária, o Banco Central Europeu reduziu suas três taxas de política em 25 pontos-base na reunião de abril, levando a taxa de depósito para 2,25%. A decisão foi sustentada pela avaliação de que o processo de desinflação continua a avançar conforme o esperado e que a zona do euro atingiria a meta de inflação no próximo ano. Entretanto, em um contexto de crescente incerteza econômica, marcado pelos efeitos da guerra comercial, pela desaceleração do comércio internacional e pelos possíveis impactos fiscais do aumento dos gastos com defesa em vários países membros, o BCE adotou um tom mais cauteloso. A Presidente Christine Lagarde observou que as decisões continuarão dependendo dos dados e serão avaliadas reunião por reunião, reconhecendo que os riscos para o crescimento e as possíveis pressões inflacionárias associadas ao estímulo fiscal poderiam afetar a trajetória futura da

política monetária. Por sua vez, o mercado espera que o BCE reduza as taxas em mais 25 pontos-base na reunião de junho, além de um segundo corte adicional na segunda metade do ano.

Quanto ao mercado, apesar do desempenho das ações europeias, elas estão sendo negociadas de forma atraente em uma relação P/U *fwd.* de 12 meses, tanto em termos absolutos quanto em relação a seus pares desenvolvidos. Enquanto isso, de acordo com o EPFR, foram observados fluxos de entrada nas últimas quatro semanas.

Com relação à temporada de relatórios corporativos, até 13 de maio, aproximadamente 74% das empresas divulgaram seus resultados do primeiro trimestre, destacando uma contração nos lucros, embora com surpresas positivas. Quanto à perspectiva de lucros para este ano, ela foi corrigida para baixo em meio à incerteza global, de 8,5% em março para 2,9% no trimestre mais recente. A mesma tendência é observada nos dois principais países, França e Alemanha.

No atual contexto global de diversificação, influxos e momentum, mas com perspectivas macroeconômicas fracas, **decidiu-se neutralizar as ações de *Large Caps* de *underweight* e manter as ações de *Small Caps* europeias em neutral.**

REINO UNIDO: *UW* neutralizado

Em linha com o bom desempenho dos mercados europeus, o Reino Unido encerrou abril com uma recuperação das quedas de março e o FTSE 100 subiu 2,3% em dólares americanos, mostrando um *desempenho superior* ao dos EUA, onde o S&P 500 caiu 0,8%. Apesar da recuperação, o mercado do Reino Unido é negociado com valuations em torno de sua média histórica, tanto em termos relativos quanto absolutos na relação P/U *fwd.* Do lado macroeconômico, o crescimento continua a se recuperar gradualmente, embora com menos dinamismo: em abril, o FMI revisou para baixo as projeções do PIB do Reino Unido para 2025, de 1,6% para 1,1%, e para 2026, de 1,5% para 1,4%, refletindo uma recuperação mais fraca do que o esperado.

A perspectiva econômica menos dinâmica se reflete no nível corporativo. Em 2025, os lucros das ações do MSCI UK diminuiriam 0,9%, abaixo do crescimento de 6% em janeiro e abaixo de seus pares desenvolvidos.

Do ponto de vista econômico, o mercado de trabalho continua relativamente apertado, com a taxa de desemprego subindo ligeiramente para 4,5% em março, enquanto os salários médios semanais se moderaram para um crescimento de 5,5% em relação ao ano anterior. Em relação aos preços, a inflação global continuou a desacelerar para 2,6% ao ano em março (2,8% em fevereiro), enquanto o núcleo da medida também caiu para 3,4%. No nível de atividade, os PMIs de abril mostraram sinais de arrefecimento: o índice do setor industrial caiu para 44 pontos e o índice de serviços recuou para 51,5 pontos, embora este último continue em território expansionista. Em contrapartida, o índice de surpresa econômica voltou ao território positivo após quatro semanas consecutivas abaixo do neutro, refletindo alguma resiliência e recuperação nos dados econômicos.

Em sua reunião de maio, o Banco da Inglaterra retomou o ciclo de cortes nas taxas com uma redução de 25 pontos-base, levando a taxa de referência para 4,25%, em linha com as recentes medidas do BCE. Entretanto, a decisão evidenciou uma forte divisão dentro do comitê, com dois conselheiros votando por um corte de 50 bps, cinco pelo corte de 25 bps e dois optando por deixar a taxa inalterada. Essa dispersão de posições foi interpretada pelo mercado como um sinal mais *hawkish*, reforçando a expectativa de que o banco central adotará uma estratégia cautelosa diante dos riscos de

desaceleração global. Nesse cenário, espera-se que o Banco da Inglaterra continue com cortes graduais, com dois movimentos adicionais projetados para o restante do ano, sendo o próximo programado para agosto.

Na frente política, o Reino Unido conseguiu um importante avanço internacional ao chegar a um acordo com os Estados Unidos para isentar determinados produtos britânicos das tarifas de 10% recentemente impostas pelo governo Trump. O acordo inclui produtos industriais, farmacêuticos e químicos, bem como isenções para o aço e o alumínio britânicos e uma cota anual máxima para exportações automotivas. O objetivo é conter uma escalada comercial e preservar a relação bilateral em um contexto de crescentes tensões globais. Na política interna, as eleições locais de maio reafirmaram o domínio do Partido Trabalhista em vários conselhos locais, embora com um desempenho mais moderado do que o esperado, o que fortalece Keir Starmer, mas também destaca os desafios da mobilização eleitoral antes das eleições gerais de 2025.

No contexto de melhores perspectivas comerciais, mas de fraqueza macroeconômica e corporativa, **decidiu-se neutralizar o *underweight* em ações do Reino Unido**

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Value* e *Small Cap* passaram para *underweight*, enquanto as *Large Cap Growth* permaneceram neutras

Em abril, após o anúncio do "*Liberation Day*" e a introdução de tarifas recíprocas mais agressivas do que o esperado, os mercados dos EUA caíram drasticamente. No entanto, na segunda metade do mês, com o alívio parcial das tensões comerciais, os mercados começaram a se recuperar. O Nasdaq encerrou abril com alta de US\$ 1,5%, impulsionado em parte pelos bons resultados corporativos, enquanto o S&P 500 conseguiu moderar suas perdas e encerrou o mês com queda de apenas 0,8%. Em maio, a recuperação continua forte, com o S&P 500 e o Nasdaq acumulando ganhos de 1,6% e 2,5%, respectivamente, apoiados pelo anúncio dos primeiros acordos comerciais com o Reino Unido e a China. Entretanto, as perspectivas de crescimento estão se deteriorando: o FMI cortou suas projeções para os EUA e agora espera uma expansão de 1,8% em 2025 (de 2,7%) e 1,7% em 2026 (de 2,1%), enquanto vários analistas de mercado revisaram ainda mais para baixo suas estimativas.

Os dados econômicos mais recentes continuam a mostrar sinais de desaceleração nos EUA. O PIB do primeiro trimestre sofreu uma contração trimestral anualizada de 0,3%, em linha com as projeções de crescimento revisadas para baixo. Os índices de surpresa econômica permanecem em território negativo, e as pesquisas de sentimento refletem maior cautela: em abril, a confiança do consumidor caiu novamente para 86. Os principais indicadores enfraqueceram, com uma desaceleração acentuada no setor de serviços: o PMI de serviços caiu de 54,4 para 50,8 em abril, enquanto o PMI industrial permaneceu estável em 50,2. Apesar dessa deterioração na atividade, o mercado de trabalho continua a mostrar força. Em abril, a economia criou 177.000 empregos, superando as expectativas, e a taxa de desemprego permaneceu estável em 4,2%.

Na frente política, o governo Trump continuou a aprofundar sua agenda protecionista em abril, com o aumento das tensões comerciais com a China. Após uma série de tarifas retaliatórias cruzadas, os EUA aumentaram as tarifas sobre os produtos chineses para 145%. No entanto, em maio, houve uma moderação no conflito: os EUA e a China chegaram a um acordo preliminar que prevê uma redução nas tarifas mútuas, em que os EUA reduzirão suas tarifas para 30% e a China reduzirá suas tarifas de 125% para 10%. Como resultado, a taxa tarifária efetiva para a economia dos EUA, que havia atingido um pico de 22,8% de acordo com as estimativas da Fitch, foi reduzida para 13,1%. Ao mesmo tempo, a

Casa Branca chegou ao seu primeiro acordo comercial com o Reino Unido e está em negociações avançadas com várias economias, em uma tentativa de reconstruir certas alianças comerciais e mitigar parte do impacto econômico da guerra comercial com a China.

Em relação à política fiscal, o governo Trump está se preparando para avançar para a segunda etapa de sua agenda econômica, centrada em uma nova rodada de cortes de impostos. O secretário do Tesouro, Scott Bessent, definiu o dia 4 de julho como a data prevista para a implementação dessa reforma tributária, que prevê a extensão e até mesmo o aprofundamento dos cortes de impostos corporativos. Ao mesmo tempo, Bessent alertou que o país está se aproximando do limite da dívida federal, o que poderia restringir a liquidez do Tesouro e dificultar o cumprimento de suas obrigações, além de contribuir para um ambiente financeiro mais volátil nos próximos meses.

Em sua reunião de maio, o Federal Reserve Bank deixou a taxa básica inalterada em 4,50%, em linha com as expectativas do mercado. Apesar do enfraquecimento observado em algumas variáveis macroeconômicas, a declaração do FOMC adotou um tom ligeiramente mais restritivo, observando que os riscos para a inflação e o desemprego permanecem inclinados para o lado positivo. O presidente do Fed reafirmou que não há urgência para iniciar um ciclo de aperto, destacando a força do mercado de trabalho. Ao fazer isso, a autoridade monetária evitou ceder às crescentes pressões políticas do Presidente Trump, que pediu publicamente cortes mais agressivos nas taxas de juros no curto prazo.

A inflação em abril surpreendeu novamente pelo lado negativo, desacelerando de 2,4% para 2,3% ao ano, enquanto o núcleo da inflação permaneceu estável em 2,8%. Embora os números reforcem a moderação das pressões inflacionárias observadas em março, a trajetória de curto prazo permanece incerta, principalmente devido ao risco de que as políticas tarifárias possam mais uma vez gerar efeitos secundários sobre os preços. Nesse cenário, o mercado começou a moderar suas expectativas: depois de projetar quatro cortes de 25 bps. no início de abril, ele agora desconta apenas dois cortes, à medida que as tensões comerciais diminuem e o Federal Reserve Bank mantém sua mensagem de pausa.

Do lado do mercado, o apetite dos investidores por ações dos EUA continua a diminuir. De acordo com o EPFR, foram observadas saídas consecutivas nas últimas quatro semanas. Uma clara reviravolta em relação aos contínuos fluxos de entrada no início do ano. Enquanto isso, após a recente alta nas ações, o índice S&P500 é negociado com valuations ajustadas, acima de sua média histórica de 10 anos da relação P/U *fwd*. No lado das *small caps*, após a queda de US\$ 2,3% em abril, os valuations diminuíram e estão sendo negociados abaixo de sua média histórica de 10 anos.

No lado corporativo, em 13 de maio, antes do fechamento do mercado, ~91% das empresas do S&P500 divulgaram seus resultados do primeiro trimestre. Destacando o crescimento dos lucros de 12% e com surpresas positivas. Em termos setoriais, os lucros dos serviços de saúde e de comunicação se destacam positivamente. Em contrapartida, os setores de energia e materiais lideram a contração dos lucros. De acordo com a Factset, espera-se que os lucros cresçam 10% este ano, uma correção para baixo do crescimento de 13% em março.

Em linha com a tendência de diversificação global e à medida que os investidores internacionais reequilibram sua superexposição ao dólar e aos ativos dos EUA, os portfólios estão sendo rotacionados. Assim, devido ao aumento do ruído político de curto prazo, dos fluxos de saída e dos valuations ajustadas, decidiu-se manter as ações de *Large Cap Value* e *Small Cap underweight*. Dado o atual *momentum* das ações de *Large Cap Growth*, decidiu-se manter um posicionamento neutro.

JAPÃO: A exposição às ações japonesas foi mantida neutra

Após o *Liberation Day*, o Japão se beneficiou de uma possível prioridade nas negociações tarifárias. Entretanto, não houve nenhum progresso concreto até o momento e o Primeiro-Ministro Ishiba sinalizou que não aceitará nenhum acordo provisório que não trate das tarifas sobre as importações de automóveis e demonstrou sua oposição em ceder às exigências dos EUA. No entanto, o otimismo permanece em relação a uma eventual resolução, após o acordo com o Reino Unido, em que a taxa tarifária sobre os carros foi reduzida para 10%. As autoridades esperam chegar a algum tipo de acordo entre o final de junho e o início de julho.

Do ponto de vista macroeconômico, o mercado espera que a economia japonesa contraia 0,3% q/q anualizado no primeiro trimestre, enquanto o banco central corrigiu para baixo sua perspectiva de crescimento econômico para este e o próximo ano de 1,0% (ambos) para 0,5% em 2025 e 0,7% em 2026, citando riscos comerciais e incerteza política. Enquanto isso, as pesquisas de sentimento divergem; os PMIs de manufatura e serviços melhoraram em abril e permaneceram em território expansionista, enquanto a confiança das pequenas e médias empresas (PMEs) caiu para seu nível mais baixo desde fevereiro de 2022.

A inflação desacelerou para 3,6% a.a. em março: os preços mais altos do arroz, após colheitas fracas, foram compensados por pressões de preços mais baixas no lado da eletricidade e do gás devido aos subsídios. Embora a inflação global tenha desacelerado, o núcleo da inflação acelerou para 3,2% a.a. no mesmo mês, mas o banco central corrigiu para baixo a estimativa do núcleo da inflação de 2,7% para 2,2% para o final do ano. Por sua vez, a autoridade monetária decidiu por unanimidade manter a taxa de referência em 0,5% durante a reunião de maio. O mercado não consegue internalizar um aumento da taxa nos preços para o restante do ano. O iene se valorizou 4,8% em relação ao dólar em abril, reafirmando seu papel como ativo porto-seguro, embora até agora neste mês a moeda tenha se desvalorizado 3,6% até 12 de maio.

No que se refere ao mercado acionário, as ações japonesas tiveram desempenho superior ao de seus pares desenvolvidos em abril, com o Nikkei retornando US\$ 6,3%. Assim, as ações foram negociadas de *forma* menos atraente em uma relação P/U do que no mês anterior. Enquanto isso, de acordo com o EPFR, foram observados fluxos de entrada nas últimas quatro semanas. Quanto à temporada de relatórios corporativos, em 13 de maio, antes do fechamento do mercado, ~72% das empresas divulgaram os resultados do primeiro trimestre, destacando uma contração nos lucros e surpresas negativas. Para este ano, a perspectiva de crescimento dos lucros foi corrigida para baixo, de 10% em março para 7,8% mais recentemente.

No contexto de valorizações, fluxos de entrada e *momentum* atraentes, mas com a deterioração dos dados econômicos e da saúde corporativa, decidimos **manter nosso posicionamento neutro em relação às ações japonesas.**

AUMENTA OW EMERGING STOCKS: OW China, LatAm Large Cap e Small Cap, neutro Asia EM ex China

Em linha com a diversificação global e fora dos EUA, a convicção permanece nos países emergentes, especialmente na América Latina e na China. Neste último, o mercado de ações recuou em abril após ser o primeiro alvo das tensões comerciais dos EUA e responder com medidas de retaliação. No entanto, os EUA reduziram temporariamente as tarifas sobre os produtos chineses, enquanto o governo chinês proporcionou estímulos fiscais e monetários, e o mercado espera que ele ofereça um novo pacote de estímulo significativo no segundo semestre do ano. Na América Latina, o OW

em *Large Caps* foi reduzido e alocado em *Small Caps*, considerando seu bom desempenho até agora neste ano. Por países, mantemos nossa convicção no Brasil com dois catalisadores claros para o mercado de ações: (i) o início dos cortes nas taxas de juros e (ii) uma possível reviravolta política. Em *Small Caps*, os valuations com desconto nos levam a um overweight nessa classe de ações.

AMÉRICA LATINA: OW diminui em *Large Cap* e passa para *Small Cap*

A América Latina continuou a ser um dos países com melhor *desempenho* em nível global e apresentou um retorno de 6,9% em termos de dólares americanos, enquanto as ações de menor capitalização (*LatAm Small Caps*) subiram 9,6% (em termos de dólares americanos). Embora a região ainda tenha valorizações atraentes e sofra uma desaceleração econômica menos pronunciada em 2025 do que outras regiões (o FMI projeta um crescimento de 2,0% este ano), ela superou o desempenho do resto do mundo no início do ano, por isso decidimos realizar lucros e reduzir o OW em ações de grande capitalização, neutralizando a posição no México. Quanto às ações *Small Caps*, apesar de seu bom desempenho até agora neste ano (23,6% no final de abril), elas ainda apresentam uma defasagem significativa no longo prazo e tendem a apresentar um *desempenho superior* quando as taxas de juros começam a cair no Brasil, o que poderia lhes dar um impulso adicional.

No **Brasil**, um cenário favorável para as ações está começando a se consolidar, com base em dois catalisadores principais. Em primeiro lugar, as taxas de juros parecem já estar *atingindo seu pico*, e uma queda nas taxas historicamente se correlaciona com um *desempenho superior* das ações brasileiras. Por outro lado, à medida que as eleições gerais de 2026 se aproximam, torna-se cada vez mais improvável que Lula da Silva ou o Partido dos Trabalhadores (PT) permaneçam no poder, e uma mudança da esquerda para políticas mais pró-mercado também dá suporte às ações. Nesse sentido, o Banco Central está prestes a encerrar seu ciclo de aumento da taxa de juros e, na última reunião de maio, apresentou um viés que deixa o mercado supondo que ainda pode haver um último aumento de 25 bps pendente ou que já pode ter terminado com esse último de 50 bps, no qual levou a taxa Selic para 14,75%. Em seu comunicado, equilibrou os riscos de inflação, apontando 3 riscos de alta e 3 de baixa, enquanto o número de abril ficou em 5,5% ao ano. Vale ressaltar que as projeções de inflação já vêm caindo há várias semanas, de acordo com a pesquisa Focus do Banco Central. Os entrevistados esperam que a inflação fique em 5,5% no final do ano e a taxa Selic em 14,75%, ambos em seus níveis atuais. Do lado da atividade, os registros têm sido mistos e a desaceleração não está clara, embora ainda se espere que a economia cresça 2,0% este ano, apesar da desaceleração global e do conflito comercial. Em nível político, o PT se envolveu em um escândalo de corrupção associado a uma fraude previdenciária e o ministro da Previdência Social renunciou. Isso piora ainda mais a perspectiva de o PT permanecer no cargo no próximo período, já que a popularidade de Lula está diminuindo e seu índice de aprovação está em ~28%. Do lado do mercado, apesar do bom desempenho e do aumento de 4,4% da Bovespa (em dólares) em abril, os valuations continuam atraentes e a relação P/U *fwd*. é negociada cerca de 1 desvio padrão abaixo de sua média de 10 anos. De acordo com o EPFR, nas duas últimas semanas houve entradas em fundos e ETFs, com 2,1% de entradas de AUM na semana encerrada em 7 de maio. Assim, considerando esses dois catalisadores claros: (i) o início dos cortes nas taxas e (ii) o ciclo político, **a decisão é manter o OW em ações brasileiras**

No **México**, o Mexbol subiu 11,6% (em USD), impulsionado pelo peso mexicano que se valorizou 4,4%, apresentando seu melhor mês desde abril de 2021. O México está intrinsecamente ligado à economia dos EUA e, embora não tenha sido contemplado no *Liberation Day* e nas tarifas recíprocas, enfrenta outros tipos de impostos sobre as exportações

para os EUA. Assim, as exportações do México enfrentam tarifas de 25% sobre fentanil e segurança que não cumprem as condições do T-MEC (acordo de livre comércio entre EUA, Canadá e México), além de impostos sobre o comércio de aço e alumínio e sobre a porcentagem de carros que não são de origem americana, que também sofrerão tarifas de 25%. Mais recentemente, foi anunciado que as autopeças estão isentas de tarifas. No total, o México estaria enfrentando uma tarifa média de ~12%, que, se a tarifa sobre fentanil e segurança for reduzida para 12%, a média seria ajustada para ~8%. Do ponto de vista econômico, a desaceleração é clara, mas com a publicação do PIB do primeiro trimestre, o México conseguiu evitar uma recessão técnica e cresceu 0,2% em relação ao trimestre anterior, ajustado sazonalmente, graças à expansão das atividades primárias. Nesse sentido, as projeções apontam para uma economia que terá uma expansão de apenas 0,1% em 2025 (de acordo com a pesquisa do Citi). Nesse sentido, o Banxico demonstrou clara preocupação com a desaceleração econômica e, em sua reunião de abril, cortou a taxa de referência em 50 pontos-base, para 9,00%. Espera-se que ele faça o mesmo movimento em magnitude e direção em sua reunião de maio, e as expectativas são de que ela feche em 7,50% até 2025. Isso elevaria o diferencial de spread com o Fed para 350 bps e poderia, eventualmente, desencadear uma desvalorização do peso mexicano. Enquanto isso, os dados mais recentes sobre a inflação mostraram uma aceleração tanto da inflação total quanto da inflação básica para 3,9% a.a., ambas no limite superior do intervalo da meta do Banxico. A perspectiva é que ela permaneça em torno desses níveis até o fim do ano. Após o bom desempenho das ações mexicanas, os valuations estão se ajustando e começando a ser negociadas com um desconto histórico menor. No último mês, os fluxos se inverteram e foram observadas saídas de ~1,7% do AUM dos ETFs como um todo. No que diz respeito à temporada de relatórios corporativos, isso culminou com o crescimento dos lucros e das vendas do México, além de surpresas positivas, considerando que a base baixa de comparação foi o primeiro trimestre de 2024. No entanto, as projeções de crescimento dos lucros para este ano e para o próximo foram revisadas para baixo. Em nível político, o índice de aprovação de Claudia Sheinbaum continua alto, acima de 80%, enquanto 50% dos mexicanos classificam seu relacionamento com Donald Trump como "bom" ou "muito bom". Ao mesmo tempo, o Senado suspendeu a aprovação da Lei de Telecomunicações, que violaria o T-MEC e seria uma nova fonte de tensões com seu vizinho do norte. Enquanto isso, as eleições judiciais de junho estão se aproximando, nas quais o Congresso já desafiou candidaturas de risco. Levando em conta o maior ruído local que essas eleições podem trazer, em abril a Fitch manteve a classificação de crédito do México em BBB- com perspectiva estável, dando um sinal de calma e um certo grau de institucionalidade. Assim, após o *desempenho superior* do mercado acionário mexicano em abril, **foi tomada a decisão de neutralizar o OW sobre as ações mexicanas**, considerando as valuations mais apertadas e os riscos locais no horizonte.

No **Chile**, o IPSA manteve o bom *momento* e subiu 5,2% (em dólares) em abril, com o peso chileno se valorizando marginalmente no mês (0,2%). O bom desempenho foi apoiado por um início positivo da temporada de divulgação de resultados corporativos e pelos fluxos de entrada em ETFs durante o mês, revertendo os fluxos de saída das primeiras semanas. Até o momento, na temporada de lucros do primeiro trimestre deste ano, as empresas do Chile registraram um aumento de 0,9% nas vendas e de 16,6% nos lucros. Isso está de acordo com a atividade econômica que permaneceu resiliente e, apesar da enorme queda de energia de fevereiro, teria registrado um crescimento de 2,0% em relação ao ano anterior no primeiro trimestre, impulsionado pelo setor de comércio. A atividade econômica permanece relativamente saudável, apesar da incerteza global, com as projeções de crescimento continuando em 2,0% para este ano. Esse número foi confirmado pela última atualização do FMI, que foi uma revisão para baixo em relação à sua estimativa anterior. A inflação no Chile permanece acima do intervalo da meta do Banco Central e ficou em 4,5% ao ano em abril, influenciada por questões pontuais nos últimos meses, incluindo o ajuste mais recente das tarifas de eletricidade em janeiro. Espera-se que desacelere ligeiramente para 4,0% no final deste ano, mas no próximo ano deve

convergir acentuadamente; considerando que principal parceiro comercial é a China, o Chile provavelmente importará parte de sua deflação. Assim, o mercado espera que o Banco Central corte sua taxa mais duas vezes este ano, retomando apenas em setembro, quando houver mais clareza sobre o impacto que as tarifas poderiam ter sobre a trajetória da inflação. Com o forte desempenho das ações, os valuations se ajustaram, mas, no longo prazo, o índice P/U *fwd*. continua a ser negociado abaixo da média de 10 anos. Por outro lado, em março houve entradas nos ETFs como um todo e, embora abril tenha começado com saídas, elas foram revertidas e o quarto mês do ano fechou com entradas líquidas. Na frente política, faltam 10 meses para o fim do mandato desse governo e, como recentemente foi revelada uma conversa envolvendo o presidente, que pode levar a um episódio de corrupção, a desaprovação chega a 70%. O governo escolherá alguns projetos de lei para aprovar na última parte de seu mandato, enquanto os candidatos do partido governista não mostram muita preferência nas pesquisas. Nesse contexto, o candidato de centro-direita continua a liderar, enquanto o partido governista participará das primárias em junho. Embora o mercado de ações chileno tenha subido acentuadamente, historicamente, uma mudança no poder executivo da esquerda para a centro-direita tende a impulsionar o mercado de ações. Dessa forma, com as empresas permanecendo fortes, o impulso político e as projeções econômicas mostrando que o Chile pode permanecer relativamente intocado pelas tensões comerciais, **a decisão é manter o OW nas ações chilenas.**

Na **Colômbia**, a Diretoria do Banco de la República surpreendeu o mercado ao cortar a taxa básica de juros em 25 pontos-base em sua reunião de abril, para 9,25%. A decisão foi baseada na desaceleração da inflação observada em março, que havia dado sinais de maior espaço para a retomada do processo de flexibilização monetária, após várias reuniões sem alterações na taxa. Entretanto, esse cenário se inverteu em abril, quando a inflação voltou a se acelerar inesperadamente, atingindo 5,2% ao ano e superando as projeções do mercado. Essa surpresa inflacionária pode complicar os próximos passos do banco central e atrasar novos cortes nas taxas de juros, colocando em questão a continuidade do ciclo de flexibilização monetária. Por outro lado, a atividade econômica em fevereiro expandiu-se em 1,8% a.a., ligeiramente abaixo das expectativas, e as projeções de crescimento para o final do ano foram ajustadas para baixo, para 2,5%. Além disso, os problemas fiscais continuam a ser uma das principais preocupações do país, após os alertas do Comitê Autônomo de Governança Fiscal (CARF) e do Fundo Monetário Internacional (FMI). Este último chegou a bloquear o acesso da Colômbia à sua linha de crédito flexível (FCL) até pelo menos 14 de junho, prazo final para a publicação da Estrutura Fiscal de Médio Prazo. Além disso, continuam a persistir os rumores políticos em torno de Gustavo Petro e de seu governo, com uma consulta popular agora em discussão no Senado, buscando aprovação prévia para sua implementação. Além disso, um novo escândalo de corrupção terminou com a prisão do ex-presidente do Senado, Iván Name, e do ex-presidente da Câmara dos Deputados, Andrés Calle, por supostamente receberem subornos no caso da Unidade de Gestão de Riscos e Desastres, aumentando o ruído em um ambiente político já volátil. Apesar disso, o mercado local tem sido um dos grandes vencedores em nível global, alcançando um *desempenho superior* a cerca de USD 25% no acumulado do ano, e continua a mostrar valuations atraentes ao ser negociado abaixo de sua média histórica de dez anos do índice P/U *fwd*. No entanto, durante o último mês, foram observadas saídas de 4% do AUM do principal ETF. Assim, com um cenário político que continua frágil e riscos fiscais persistentes, mas valuations que mantêm a atratividade relativa e o *momentum* positivo das ações, decidimos **manter uma posição neutra nas ações colombianas.**

No **Peru**, o Reserve Bank surpreendeu em sua reunião de maio ao reduzir sua taxa de referência em 25 pontos-base para 4,50%, seu segundo corte do ano. Espera-se que esse ciclo de flexibilização tenha um novo corte em 2025, encerrando o ano com uma taxa de 4,25%. Em consonância com isso, embora em abril a inflação tenha surpreendido ao acelerar

para 1,7% a.a., ela permanece sob controle e próxima do centro da faixa da meta, e espera-se que permaneça dentro dela ao longo do ano. Por outro lado, a economia peruana continua resiliente e a atividade econômica em fevereiro expandiu-se 2,7% a/a, graças a um clima de negócios saudável com expectativas positivas para o investimento privado e maiores receitas fiscais. Até mesmo o Fundo Monetário Internacional (FMI) revisou para cima sua projeção de crescimento para o Peru em 2025 em sua última atualização do *World Economic Outlook* (WEO), colocando-a em 2,8%, superando o desempenho do restante dos países da região que sofreram uma correção para baixo. Embora a perspectiva econômica permaneça resiliente e mostre sinais de solidez, o país está passando por uma crise política complexa que gera incerteza, principalmente devido à deterioração das condições de segurança após os eventos na mina de Pataz. Essa situação intensificou a tensão institucional, levando à demissão do Ministro do Interior apenas dois meses após sua nomeação. Isso o torna o oitavo ministro a ocupar essa pasta durante a atual administração, refletindo a fragilidade política do governo. A incerteza política pode se intensificar com a aproximação das eleições gerais de 2026, em um cenário marcado pela participação de 43 partidos políticos. Embora as alianças sejam incentivadas, espera-se um número excepcionalmente alto de candidaturas em comparação com processos eleitorais semelhantes na região, aumentando a pressão sobre um sistema institucional que já mostra sinais de fragilidade. No lado das ações, as valuations permanecem descontadas e mostram atratividade histórica ao serem negociadas perto de meio desvio padrão abaixo de sua média de cinco anos, enquanto os fluxos permanecem positivos e os fluxos para os ETFs como um todo nos últimos três meses foram de 43% do AUM, em linha com o desempenho positivo do mercado peruano e da região. Assim, com uma economia saudável que permanece resiliente, mas com instabilidade política persistente, decidiu-se **manter a posição neutra nas ações peruanas**.

A Argentina finalmente oficializou seu acordo de US\$ 20 bilhões com o Fundo Monetário Internacional, dissipando as incertezas sobre o tamanho e os termos do acordo. O primeiro desembolso, de US\$ 12 bilhões, foi destinado a fortalecer as reservas internacionais do Banco Central e a cobrir os vencimentos da dívida do Tesouro Nacional. Esse não foi o único anúncio importante feito em abril, pois foi seguido pelo levantamento das restrições de capital para pessoas físicas e pela implementação de um novo regime de taxa de câmbio flutuante dentro de faixas, encerrando assim o regime de *paridade*. Assim, o peso argentino flutuará livremente dentro de uma banda de taxa de câmbio com um piso de 1.000 pesos e um teto de 1.400 pesos por dólar, e esses limites serão ampliados a uma taxa de 1% ao mês. Caso a taxa de câmbio se aproxime de qualquer uma das extremidades do corredor, o banco central poderá intervir no mercado para evitar que o limite seja ultrapassado. Esse desenvolvimento representa um importante passo à frente para Milei e seu programa de governo, especialmente em vista das eleições de meio de mandato em outubro. Nesse contexto, quatro províncias realizaram eleições legislativas regionais, nas quais o partido governista obteve resultados positivos, o que poderia antecipar um bom desempenho nas eleições nacionais e gerou certas expectativas em relação às eleições na Cidade Autônoma de Buenos Aires. Entretanto, o índice de confiança no governo caiu pelo quinto mês consecutivo, refletindo uma perda gradual de apoio a Milei em meio a meses de incerteza local e global. Em termos macroeconômicos, o crescimento permanece resiliente. A atividade econômica de fevereiro expandiu-se em 5,7% em relação ao ano anterior, impulsionada por uma recuperação no consumo que está começando a mostrar sinais de melhora após a forte contração na demanda observada em 2024. Quanto à inflação, ela continuará sendo um dos pilares centrais do governo à medida que nos aproximamos de outubro. O número de março surpreendeu positivamente, atingindo 3,7% em uma base mensal e novamente excedendo o nível de 3%, principalmente devido a fatores sazonais. No entanto, também se espera que o valor de abril permaneça acima de 3%, desta vez com os possíveis efeitos do novo regime cambial começando a se refletir nos preços. Quanto ao fluxo, foram observadas saídas pelo terceiro mês consecutivo, de 1% do AUM do principal ETF, deixando para trás o grande *impulso* dos ativos argentinos observado durante o ano passado.

Assim, apesar da oficialização do acordo com o FMI e das definições quanto à política cambial, o cenário político e econômico incerto resultou em um mercado volátil e exposto a choques internos e externos. Nesse contexto, decidimos **manter uma posição neutra em ações argentinas.**

CHINA: Manutenção da posição *overweight* em ações chinesas

Em abril, a escalada das tensões comerciais entre os EUA e a China pressionou o sentimento do mercado global e, embora as ações chinesas tenham encerrado o mês com um retorno negativo (USD -4,6%), as quedas do início do mês foram recuperadas gradualmente.

O governo chinês, para neutralizar os impactos negativos da política tarifária, anunciou a continuidade do estímulo em duas instâncias distintas: as conclusões do Politburo e uma conferência planejada. Ambos se concentraram em reiterar o compromisso do governo com uma política fiscal proativa e uma política monetária moderadamente frouxa (em que um conjunto de taxas foi cortado). Além disso, as políticas abrangem principalmente medidas pró-mercado e apoio ao mercado de ações. A esse respeito, o mercado observou a semelhança com o anúncio de setembro do ano passado, continuando a esperar um apoio contínuo no segundo semestre do ano.

Em relação às tarifas, o recente acordo e a redução das tensões comerciais com os EUA foram uma surpresa positiva. Especificamente, os EUA concordaram em reduzir as tarifas de 145% para 30% sobre as importações de produtos chineses, enquanto as tarifas da China caíram de 125% para 10% para produtos importados dos EUA por 90 dias, enquanto as negociações para um acordo final continuariam. A notícia foi positiva para o mercado, não só pela magnitude do acordo, mas também pela velocidade, que destaca a dependência entre os dois países. Por outro lado, Trump anunciou que o Tik Tok poderia ter uma nova extensão de prazo, se necessário, para chegar a um acordo. Esse novo cenário impulsionou o sentimento do mercado em relação às ações chinesas.

Na frente econômica, o crescimento surpreendeu ao se expandir em 5,4% a/a no primeiro trimestre, com uma contribuição significativa do setor de exportação. O pacote de estímulo econômico e a flexibilização do comércio com os EUA levaram os participantes do mercado a aumentar a perspectiva de crescimento econômico para este ano de 4,1% para 4,8%. Entretanto, as pressões deflacionárias continuaram em abril e a inflação contraiu 0,1% a/a, permanecendo negativa pelo terceiro mês consecutivo. A esse respeito, o banco central enviou uma mensagem incomum e pediu esforços coordenados dentro do governo para aumentar os preços ao consumidor, apontando a necessidade de uma combinação de políticas fiscais, monetárias, de emprego e de seguridade social para promover a recuperação dos preços. Com relação à política monetária, o banco central reduziu a taxa de reserva obrigatória em 50 pontos-base para 7,5%, além de cortar um conjunto de taxas de curto e médio prazo por meio da injeção de liquidez.

Em relação ao mercado, as ações foram negociadas com valuations atraentes de P/U, embora as saídas líquidas no ETF principal tenham sido de 4% do AUM no último mês. Quanto à temporada de relatórios corporativos, até 13 de maio, 90% das empresas do ETF principal divulgaram seus resultados do primeiro trimestre com crescimento dos lucros, embora com surpresas marginalmente negativas. No entanto, o mercado continua esperando os relatórios das principais empresas, como Tencent, Alibaba e NetEase. Com relação ao crescimento dos lucros para este ano, as projeções foram corrigidas para cima no último mês.

Considerando a combinação de fatores - melhor perspectiva econômica, valuations atraentes, crescimento dos lucros que está se corrigindo para cima, estímulo econômico contínuo e a diminuição da tensão com os EUA -, **decidiu-se manter o posicionamento de overweight em ações chinesas.**

ÁSIA EMERGENTE EX CHINA: Decidiu-se manter a posição neutra.

As economias da Ásia EM ex-China estão mostrando sinais mistos: enquanto a Índia se destaca por sua resiliência macroeconômica e *impulso* das ações, a Coreia e Taiwan enfrentam maior incerteza econômica e política, com PMIs em território contracionista e menor dinamismo econômico. Apesar das valuations atraentes na região, devido à sua exposição a riscos geopolíticos e à volatilidade global, decidimos manter uma postura cautelosa no mercado acionário.

Em abril, o mercado acionário **indiano** manteve o *impulso* positivo, apesar de outros ventos contrários. As ações indianas subiram US\$ 4,7%, enquanto a rúpia se valorizou 1,2% em relação ao dólar, em um mês que começou com alta volatilidade, pressionado pela política tarifária. Começando pela geopolítica, nas últimas semanas, o mercado indiano foi guiado pelas seguintes notícias: (i) as autoridades indianas e norte-americanas destacaram o progresso nas negociações tarifárias, (ii) o acordo comercial com o Reino Unido, que impulsionará o comércio bilateral e reduzirá as barreiras tarifárias e (iii) o acordo com o Paquistão para encerrar o conflito armado na fronteira, destacando também como a China se absteve de tomar partido, o que estaria de acordo com a busca por melhores relações com a Índia. Na frente econômica, o FMI reduziu sua perspectiva de crescimento econômico para este ano de 6,5% para 6,2%, embora destaque a resiliência dessa economia. Na mesma linha, os índices PMI de manufatura e serviços continuaram em território amplamente expansionista em abril (58,2 e 58,7 pontos, respectivamente), superando seus pares regionais, que apresentaram quedas generalizadas. A inflação continua próxima da meta do Banco Central (4%) e desacelerou para 3,2% ao ano em abril. Espera-se que essa tendência de queda - especialmente nos preços dos alimentos, como verduras e legumes - continue nos próximos dois trimestres. Com relação à política monetária, o banco central reduziu sua taxa de juros pela segunda reunião consecutiva em 25 pontos-base, para 6,00% em abril. Além disso, revisou sua projeção de inflação para baixo, de 4,2% para 4,0% em dezembro deste ano, dando lugar a cortes contínuos nas taxas. Do lado do mercado, as ações indianas foram negociadas com valorizações atraentes de P/U e foram observados fluxos de entrada para ETFs como um todo no último mês. Por fim, em 8 de maio, 44% das principais empresas de ETF divulgaram seus relatórios corporativos e destacaram o crescimento dos lucros com surpresas positivas. Espera-se que os lucros cresçam 13% no ano. Tendo como pano de fundo as valuations atraentes, o *impulso* das ações e a resiliência macroeconômica, apesar dos novos ventos contrários geopolíticos, **manter uma exposição com overweight às ações indianas.**

As ações **sul-coreanas** lideraram os retornos da região asiática em abril, depois que parte da incerteza interna e externa se dissipou. As ações tiveram retorno de USD 5,1%, enquanto o won coreano se valorizou 3,5% em relação ao dólar. No âmbito doméstico, as eleições antecipadas programadas para 3 de junho ajudaram a reduzir a incerteza observada desde dezembro de 2024. As pesquisas posicionam o líder da oposição Lee Jean-myung como o favorito para ser o próximo presidente, embora ele tenha uma investigação em andamento para a qual a Suprema Corte adiou sua audiência até 18 de junho e o mercado internaliza uma decisão que não impede uma eventual presidência, embora seja incerta. Em segundo lugar nas pesquisas, o ex-presidente interino Han Duck-soo está em segundo lugar no lado do partido governista, mostrando a mudança política. No cenário internacional, o progresso nas negociações tarifárias com os EUA é digno de nota, apesar de as autoridades terem indicado que elas não serão concluídas antes das eleições. Além

disso, o anunciou um acordo nuclear com a República Tcheca em busca da diversificação dos suprimentos de defesa. Quanto à frente macroeconômica, as perspectivas são menos animadoras; a economia contraiu 0,1% a/a no primeiro trimestre, pressionada pela desaceleração da demanda interna e externa. O PMI do setor industrial, por sua vez, entrou ainda mais em território contracionista em abril (47,5 pontos). Quanto à inflação, ela permaneceu em 2,1% a/a em abril e, de acordo com a projeção do Banco Central, encerrará o ano em 1,9%. Com relação à política monetária, em abril a taxa de referência permaneceu em 2,75%, mas, daqui para frente, o mercado internaliza pelo menos dois cortes para o resto do ano. Do lado do mercado, as ações foram negociadas com valuations atraentes, e foram observadas saídas. Quanto à temporada de relatórios corporativos, até 8 de maio, 58% das empresas informaram crescimento dos lucros e surpresas positivas. Nesse sentido, duas empresas em particular se destacaram, a SK Hynix com surpresas positivas, mas a Samsung decepcionou, embora ambas as empresas tenham enviado uma mensagem de cautela diante da incerteza global e de uma demanda mais volátil por semicondutores no restante do ano. No contexto da deterioração dos dados, ainda com um cenário de incerteza local e internacional, fluxos de saída, mas valuations e *momentum* atraentes, **decidimos manter uma posição neutra nas ações sul-coreanas.**

Em abril, as ações **taiwanesas** registraram um movimento em "v", caindo na primeira metade do mês, em linha com a pressão tarifária e a tensão no estreito com a China, enquanto na segunda metade conseguiram reverter as quedas e registrar um retorno de USD 1,7% no mês, com um dólar taiwanês que se fortaleceu 3,8% em relação ao dólar americano. Em relação à moeda, o dólar taiwanês continuou a se valorizar em maio (~6%), com a intervenção do Banco Central, que flexibilizou algumas restrições, o que beneficiou a valorização da moeda impulsionada pelas seguradoras da ilha. Do ponto de vista econômico, o crescimento econômico surpreendeu positivamente durante o primeiro trimestre, impulsionado principalmente pela demanda externa por inteligência artificial. Entretanto, no atual contexto de incerteza, o PMI do setor industrial aprofundou sua queda para o território contracionista em abril (47,8 pontos), pressionado por uma desaceleração no volume de novos pedidos internacionais. Ao mesmo tempo, o mercado está projetando uma desaceleração do crescimento neste ano em comparação com 2024. Com relação à inflação, a inflação desacelerou para 2% a.a. em abril, embora seja a principal preocupação do banco central. Com relação à política monetária, o banco central toma uma decisão trimestral e, em março, decidiu manter a taxa em 2% em meio à incerteza global. Quanto ao mercado acionário, as valuations foram negociadas de forma atraente na relação P/U *fwd.*, embora parecessem menos atraentes do que no mês passado, ao mesmo tempo em que os fluxos voltaram para o principal ETF do país, com 10% do AUM no último mês. Finalmente, na atual temporada de relatórios corporativos, 43% das empresas já publicaram seus resultados, destacando o crescimento dos lucros, mas sem grandes surpresas. Para o ano, espera-se um crescimento dos lucros de 16%, que foi corrigido para baixo no último mês. Assim, de acordo com o retorno dos fluxos, as valuations atraentes e o *impulso* positivo, **decidiu-se neutralizar as ações de Taiwan de *underweight*.**

As ações **indonésias** tiveram um retorno de US\$ 4,5% em abril, enquanto a rupia se desvalorizou marginalmente em 0,1% em relação ao dólar. Na frente econômica, o crescimento desacelerou marginalmente para 4,9% a.a. no primeiro trimestre, pressionado pelas políticas do Presidente Prabowo Subianto. O PMI industrial caiu 5,7 pontos, para 46,7 pontos em abril, entrando em território contracionista. Com relação à inflação, a inflação de abril acelerou para 2% a.a., após uma recuperação nos preços das moradias, e o núcleo da inflação atingiu 2,5%, o maior valor em 22 meses. Quanto à política monetária, a taxa de referência foi mantida em 5,75% na reunião de abril, com a autoridade observando que esse é um nível adequado para manter as expectativas de inflação ancoradas na faixa da meta e apoiar a rupia em meio à incerteza global. Sobre o ambiente geopolítico, o Ministério da Energia comunicou que reduzirá as importações de combustível de Cingapura e as aumentará dos EUA e de outros países do Oriente Médio, pois busca equilibrar o comércio

com os EUA, de acordo com o discurso do presidente após o *Liberation Day*. Quanto às valuations, as ações estão sendo negociadas de forma atraente, enquanto os fluxos líquidos marginais para as EFTs se estabeleceram no último mês. Entretanto, as projeções de crescimento dos lucros para este ano foram corrigidas persistentemente para baixo, de ~7% em março para 0,3% hoje. Nesse cenário de dados econômicos fracos, correção para baixo dos lucros, apesar das valuations atraentes, **decidimos permanecer *underweight* nas ações da Indonésia**. Por outro lado, as ações **tailandesas** retornaram USD 5,5% em abril e o PMI industrial recuou para 49,5 pontos, enquanto a inflação de abril caiu em território negativo, registrando uma contração de 0,2% a/a, após a deterioração das perspectivas econômicas. Assim, o banco central reduziu a taxa de referência em 25 pontos-base para 1,75%, mas, no futuro, a autoridade monetária pode ter menos espaço para reduzir a taxa e o governador sinalizou que eles devem ser cautelosos no futuro. No ambiente atual, a Moody's mudou a perspectiva de sua dívida de estável para negativa, pressionada pelo risco de maior deterioração econômica e fiscal. Voltando ao mercado, as ações estão sendo negociadas com valuations P/U atraentes, mas, no último mês, foram observadas saídas líquidas para os ETFs como um todo, enquanto a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para baixo. Assim, dada a deterioração dos dados econômicos, a perspectiva mais negativa, a correção para baixo dos lucros e os fluxos de saída, decidiu-se **manter as ações tailandesas *underweight***.

EMEA

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

As incertezas políticas e geopolíticas na **África do Sul** não prejudicaram as ações em abril e elas tiveram um retorno de US\$ 2,6%, embora o rand tenha se desvalorizado 2,5% em relação ao dólar. Internamente, o atrito na coalizão nacional continua; o partido da aliança democrática descartou a possibilidade de sair do pacto, mantendo um cenário de fraco consenso político e pressionando a confiança do consumidor e do investidor no primeiro trimestre. O mercado reduziu a perspectiva de crescimento de 1,7% para 1,4% para este ano, embora alguns agentes prevejam um crescimento de menos de 1% em 2025. Enquanto isso, a empresa estatal de serviços públicos Eskom anunciou o início de interrupções no fornecimento de energia elétrica a partir de 13 de maio, devido à perda de capacidade e a atrasos em várias usinas de energia. Essas interrupções representam um novo obstáculo ao crescimento econômico. Embora os cortes diários tenham sido interrompidos antes das eleições de 2024 e embora tenham retornado este ano como um evento isolado, já foram registrados apagões em fevereiro, março e abril. O PMI industrial de abril permaneceu em território neutro, enquanto a inflação desacelerou para 2,7% a.a. em março, dando ao banco central espaço para reduzir a taxa de referência (7,5%) na reunião de maio. Quanto ao ambiente internacional, o relacionamento com os EUA continua fragmentado, sem progresso. No mercado acionário, as ações são negociadas com *valorizações* atraentes de P/U e saídas líquidas dos principais ETFs e ETFs estabelecidos durante o último mês, embora a projeção de crescimento dos lucros tenha sido corrigida para cima durante o último mês. No contexto da deterioração econômica, de um ambiente político e geopolítico desafiador, mas apoiado por sua relação com o ouro, valuations atraentes e lucros que estão sendo corrigidos para cima, **as ações sul-africanas são mantidas em posição neutra**.

As ações **turcas** recuaram US\$ 7,2% em abril, apresentando desempenho inferior ao de seus pares regionais, enquanto a lira se desvalorizou 1,4% em relação ao dólar. A tensão política após a prisão do prefeito de Istambul continua, já que a agitação social e a polarização aumentaram, aumentando as chances do Partido Republicano do Povo (CHP) de vencer a eleição presidencial de 2028. No âmbito internacional, o presidente Erdogan conversou com o presidente dos EUA, descrevendo a discussão como "muito boa e produtiva", enquanto as autoridades tentam negociar as tarifas de 10%.

Enquanto isso, na frente econômica, o PMI industrial permanece em território contracionista em abril, enquanto a inflação continua a desacelerar, mas de forma mais persistente; se a desaceleração continuar no ritmo atual, a inflação não atingirá a meta de 24% do banco central até dezembro deste ano. De acordo com a inflação mais persistente e a incerteza local e internacional, o Banco Central decidiu aumentar a taxa de referência em 250 pontos-base, para 46%, em sua reunião de abril, a fim de conter as saídas e apoiar a moeda. Entretanto, daqui para frente, o mercado internaliza que o banco central reduzirá a taxa em dezembro deste ano. Com relação ao mercado, as ações estão sendo negociadas com valuations atraentes de P/U e saídas líquidas do principal ETF no último mês, enquanto a projeção de crescimento dos lucros para este ano foi corrigida para baixo, de ~60% em março para 45% mais recentemente. Em um cenário de fluxos de saída, projeções de lucros corrigidas para baixo, mas com valuations atraentes, decidimos **manter as ações turcas em neutralidade**.

A Arábia Saudita continua a enfrentar desafios econômicos. Altamente dependente do petróleo, o país é afetado pela deterioração das projeções para essa *commodity*, onde, pela segunda reunião consecutiva, aumentos de produção foram anunciados pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), aumentando a oferta, mas, do lado da demanda, a perspectiva continua a se deteriorar em meio à política tarifária dos EUA, pressionando os preços do petróleo. Além disso, durante o primeiro trimestre do ano, o déficit fiscal atingiu o maior valor desde 2021, uma tendência que deve continuar, dadas as perspectivas para os preços do petróleo, lançando dúvidas sobre a saúde fiscal do reino. Analistas de mercado apontaram que a economia precisa de US\$ 108 por barril para cumprir o financiamento dos "megaprojetos" do programa de diversificação econômica "Vision 2030", dificultando o cumprimento dos prazos. Na frente geopolítica, o presidente Trump se reúne com o príncipe saudita, fortalecendo a relação entre as duas nações e a relevância do reino para os EUA, já que é a primeira viagem do presidente norte-americano em seu segundo mandato. Em termos de dados macroeconômicos, o PMI industrial diminuiu em abril, embora permaneça na zona de expansão, mas destaca uma queda agressiva de 60,5 pontos em janeiro para 55,6 pontos em abril. No mercado acionário, as ações sauditas lideraram as perdas da região e tiveram desempenho inferior ao de seus pares regionais; as ações caíram US\$ 2,4% em abril. No entanto, as valuations continuam atraentes e, no último mês, foram observados fluxos positivos de investimento no principal ETF, e a perspectiva de crescimento dos lucros foi corrigida para cima neste ano. No contexto de uma economia dependente do petróleo e de uma perspectiva de deterioração, **foi tomada a decisão de manter a *underweight* nas ações sauditas**, apesar das negociações com valuations atraentes e fluxos de entrada.

RENTA FIXA

US TREASURIES: OW em Treasuries de 2 anos, UW em Treasuries de 30 anos e neutro em TIPS são mantidos, enquanto o UW em Treasuries de 10 anos é moderado.

Em abril, o anúncio de tarifas recíprocas desencadeou um episódio de *risk-off* nos mercados, o que levou a uma queda acentuada nas taxas de juros, especialmente na extremidade curta da curva, e a um aumento dos *spreads* nos instrumentos de crédito. No final do mês, entretanto, o tom do conflito comercial começou a se moderar, já que o Federal Reserve Bank voltou a adotar uma mensagem mais restritiva e o manteve o ciclo de aperto em espera. Como resultado, as taxas retomaram sua tendência de alta em maio, com as Treasuries de 10 anos novamente se aproximando de 4,5%.

Em relação aos dados econômicos, a atividade econômica dos EUA continua a mostrar sinais de moderação e o PIB do primeiro trimestre registrou uma contração de 0,3% em termos trimestrais anualizados, os índices de surpresa

econômica permanecem em território negativo e as pesquisas de sentimento continuam com tendência de queda. Entretanto, o mercado de trabalho permanece resiliente; 177.000 empregos foram criados em abril, superando as expectativas, enquanto a taxa de desemprego permaneceu em 4,2%. Com relação à inflação, o IPC de abril surpreendeu negativamente ao desacelerar para 2,3% a/a, enquanto o núcleo da inflação permaneceu em 2,8%. Da mesma forma, no curto prazo, a incerteza sobre a trajetória da inflação permanece diante do possível impacto das políticas tarifárias do governo.

Por sua vez, na reunião de maio, o Federal Reserve Bank manteve a taxa de referência estável em 4,50%, mantendo a mensagem mais *hawkish* das reuniões recentes, alertando sobre os possíveis impactos que as políticas do novo governo dos EUA poderiam ter sobre o crescimento econômico e o nível de preços. Por sua vez, Jerome Powell evitou ceder às crescentes pressões políticas do Presidente Trump e reafirmou que não há urgência em iniciar um ciclo de cortes, destacando a força do mercado de trabalho.

Assim, o mercado começou a moderar suas expectativas para o ciclo de aperto monetário e, depois de projetar quatro cortes de 25 bps no início de abril, agora espera apenas dois cortes no segundo semestre do ano, à medida que as tensões comerciais diminuem e o Federal Reserve Bank mantém uma mensagem cautelosa. Por outro lado, a agenda fiscal do governo dos EUA - que prevê a continuação da redução dos impostos corporativos e, eventualmente, mais cortes - juntamente com a aproximação iminente do *debt ceiling*, manteve elevadas as pressões sobre a ponta longa da curva. Nesse contexto, as taxas de juros retomaram sua tendência de alta, com a taxa do *tesouro* de 10 anos novamente se aproximando de 4,5%, enquanto a taxa das *Treasuries* de 2 anos subiu para 4,0%, com a curva se inclinando novamente e o spread de 10 a 2 anos próximo de 50 bps.

Em relação à volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimentos dos títulos do Tesouro - se modera em relação aos altos níveis do início de abril e cai para 100 pontos, em linha com a recuperação dos mercados e a diminuição das tensões comerciais. Os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 5 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, aumentam marginalmente em relação aos níveis de abril, para 2,42% e 2,35%, respectivamente, uma vez que permanece a incerteza quanto ao impacto inflacionário das tarifas, mas as expectativas continuam ancoradas na meta de 2%.

Diante do exposto, embora esperemos que a atividade econômica continue moderada, continuamos a ver certa resiliência na economia dos EUA, já que o governo demonstra maior pragmatismo em suas políticas tarifárias. Dessa forma, não prevemos uma recessão nos EUA no médio prazo. Por outro lado, projetamos um aumento do ruído em torno do déficit fiscal dos EUA, já que o governo Trump começa a se concentrar em cortes de impostos e o governo se aproxima do *debt ceiling*. Nesse contexto, é mantida uma posição de *duration* curta com relação ao *benchmark*, mantendo o OW em títulos do Tesouro de 2 anos e o UW em *treasuries* do Tesouro de 30 anos, enquanto o diminui ligeiramente o UW em *treasuries* do Tesouro de 10 anos. A posição neutra em TIPS é mantida em vista da incerteza inflacionária de curto prazo resultante das políticas de Trump.

INVESTMENT GRADE GLOBAL: Neutro mantido

Em abril, o mercado de crédito *com investment grade* refletiu novamente um maior grau de alinhamento entre os EUA e a Europa, em meio a novas tensões comerciais e preocupações com o crescimento global. O anúncio de medidas tarifárias por parte dos EUA aumentou a incerteza, afetando as expectativas macroeconômicas e pressionando para

baixo as taxas soberanas em ambas as regiões, enquanto os *spreads* começaram a se ampliar em toda a linha. Nos EUA, dados recentes confirmaram uma desaceleração na margem: o PIB do primeiro trimestre surpreendeu negativamente e a confiança do consumidor continuou a se deteriorar. No entanto, o mercado de trabalho continua forte e a inflação, embora tenha diminuído ligeiramente, ainda está acima da meta. Nesse contexto, o Federal Reserve manteve sua taxa de referência inalterada em 4,5% e manteve um tom mais *hawkish*, moderando as expectativas de cortes neste ano. Na Europa, o BCE decidiu cortar as taxas em 25 pontos-base em abril, atingindo uma taxa de depósito de 2,25%, sinalizando que a desinflação está ocorrendo conforme o esperado. Ainda assim, o núcleo da inflação aumentou e persistem as preocupações sobre o efeito das novas tarifas sobre os preços. A atividade está mostrando sinais de melhora na margem, mas o BCE continua cauteloso em relação à dependência dos dados, embora continue com os cortes após a reunião de junho. Assim, enquanto o Fed opta por esperar, o BCE está avançando com cautela na normalização de sua política monetária, em um ambiente global cada vez mais incerto para o crédito.

No *Investment Grade*, a classe de ativos registrou um retorno positivo de US\$ 0,4% em abril. Durante o mês, os *spreads* de crédito nos EUA e na Europa se ampliaram acima de suas médias históricas, enquanto as taxas caíram acentuadamente, refletindo um aumento na aversão ao risco. Com o abrandamento das tensões comerciais em maio, ambos os movimentos começaram a se reverter: os *spreads voltaram* a se comprimir abaixo de suas médias e as taxas subiram. Por outro lado, diante do aumento dos riscos globais, a classe de ativos continua a ser atraente do ponto de vista do risco-retorno, com um *rendimento* de 4,7% e maior qualidade de crédito em comparação com outros ativos. Em termos de valuations, apesar das correções acentuadas observadas no mês passado, acreditamos que, no curto prazo, ainda há espaço para uma maior ampliação do *spread* em face de uma perspectiva econômica incerta. Como resultado, **mantemos nosso *Investment grade global* neutro**

GLOBAL HIGH YIELD: Manutenção da neutralidade

No setor de alta rentabilidade, o sentimento de *ausência de risco* nos mercados se intensificou no início de abril, com o aumento da incerteza e das tensões geopolíticas, principalmente após o anúncio de tarifas recíprocas pelo governo Trump. Nesse cenário, a correção do mercado global continuou e os *spreads* dos ativos de renda fixa se ampliaram acima de suas médias históricas. Entretanto, na segunda metade do mês, com a moderação das tensões comerciais e uma menor percepção do risco de recessão, os *spreads voltaram* a se comprimir abaixo de sua média, e a classe de ativos recuperou as perdas do início do mês, fechando com um retorno neutro (0%).

Com a chegada de maio e os anúncios de progresso nos acordos comerciais com a China e o Reino Unido, os riscos continuam a se moderar, e o *alto rendimento* começa o mês com um *desempenho superior* em relação a outros ativos de renda fixa, em um ambiente de taxas mais altas e *spreads* mais apertados. Por outro lado, a classe de ativos ainda oferece um rendimento atraente de 7,2% no site, e os valuations não estão tão apertados quanto nos meses anteriores. No entanto, apesar das correções acentuadas observadas no mês passado, acreditamos que, no curto prazo, ainda há espaço para uma maior ampliação dos *spreads* em um ambiente econômico incerto. Os níveis atuais dos *spreads* refletem um nível esperado de *inadimplência* que é muito baixo para o cenário de desaceleração econômica dos EUA.

DÍVIDA EMERGENTE: A dívida soberana passou de *UW* para neutra, a posição de títulos corporativos *HY* foi neutralizada de *OW*, a posição de títulos corporativos *IG* e *mercados locais* foi neutra. *Neutro em todas as classes de ativos*

Em abril, as taxas do Tesouro dos EUA foram voláteis. Inicialmente, elas recuaram após os anúncios *do Liberation Day*, mas se recuperaram fortemente após as notícias de uma pausa nas tarifas na semana seguinte. Posteriormente, as taxas continuaram a flutuar sem uma tendência clara e terminaram o mês acima dos níveis observados no início do mês, com um aumento mais acentuado na parte média e longa da curva, acentuando sua inclinação. As taxas no resto do mundo não ficaram isentas dessa volatilidade e se moveram em linha com as taxas dos EUA, embora com correções menores. Durante o último mês, a dívida soberana dos países emergentes caiu, ao contrário da dívida soberana dos países desenvolvidos, enquanto a dívida corporativa dos países emergentes também *teve um* desempenho inferior *ao dos* países desenvolvidos.

Em abril, a dívida soberana emergente registrou um retorno negativo de US\$ 0,2%, contrastando com o desempenho positivo de 1% observado na dívida soberana desenvolvida. No entanto, até o momento, em maio, essa classe de ativos apresentou uma recuperação, acumulando um desempenho positivo durante as duas primeiras semanas do mês. Embora o contexto global continue a ser marcado por alta volatilidade e incerteza, projeta-se que os efeitos das tarifas tenham um impacto mais forte sobre a inflação dos EUA, enquanto a China poderia exercer pressão desinflacionária sobre o restante das economias emergentes, com as quais mantém relações comerciais mais estreitas. Nesse cenário misto, optamos por fechar o *UW* em dívida soberana emergente, passando para uma posição neutra, tendo em vista os recentes desenvolvimentos do mercado e os possíveis efeitos cruzados entre as principais economias.

Com relação à dívida corporativa emergente, a posição neutra em títulos corporativos *com investment grade* mantido. Durante abril, a classe de ativos manteve um desempenho marginalmente positivo, um desempenho acumulado no ano de USD 2,1% (até 9 de maio). No entanto, não conseguiu sustentar o desempenho durante esta primeira parte do mês, caindo em linha com as perdas dos instrumentos de renda fixa desenvolvidos. Por outro lado, após a reunião de abril, o Fed foi mais *hawkish* em suas declarações, e o mercado passou de internalizar quatro cortes neste ano para apenas dois. Além disso, *os yields* oferecidos por esses instrumentos vêm caindo ao longo do ano.

Quanto ao *High Yield*, a classe de ativos registrou um desempenho negativo de US\$ 1,1% no último mês, sendo um dos instrumentos de renda fixa mais atingidos. Embora a classe de ativos ainda mantenha um retorno positivo até o momento neste ano, ela sofreu um aumento de cerca de 100 bps em seus *spreads* após os anúncios de tarifas feitos por Trump. Embora esse ajuste tenha sido menor do que o de suas contrapartes desenvolvidas, o processo de recuperação foi mais lento, refletindo a maior cautela dos investidores em relação aos riscos específicos enfrentados pelas economias emergentes no ambiente atual. Em consonância com isso, o spread entre os *spreads* dos mercados emergentes e os *spreads* dos EUA está começando a se aproximar novamente de sua média de cinco anos, depois de atingir mínimos não vistos há mais de três anos, diminuindo a atratividade relativa dos instrumentos dos mercados emergentes. Como resultado, decidimos neutralizar nossa exposição à dívida emergente *de alto rendimento* da *OW*.

Do lado *dos mercados locais*, a maioria das moedas emergentes registrou uma valorização em abril, diante da volatilidade e da incerteza que marcaram o mês. Por outro lado, apesar desse ciclo desfavorável para o dólar e de seu abril negativo, nas duas primeiras semanas de maio o DXY se valorizou 1,5% (até 13 de maio), e a possibilidade de reversão das perdas acumuladas até agora neste ano poderia ter um certo efeito contrário sobre as moedas emergentes. Assim, a posição neutra nos *mercados locais* é mantida.

De acordo com o acima exposto, a **posição em títulos soberanos foi transferida de *UW* para neutra**, a **posição neutra em títulos corporativos *IG* foi mantida**, a **exposição em títulos corporativos *HY* foi neutralizada de *OW*** e a **posição neutra em *mercados locais* foi mantida**.

Exposição de moedas | Maio de 2025

Moedas	Bench.	Abr	Mai	OW/UW	Câmbio
USD	55,1%	57,5%	54,6%	UW	-0,5%
EUR	7,5%	8,0%	7,5%	OW	0,0%
GBP	1,5%	1,0%	1,4%	UW	-0,1%
JPY	2,4%	3,0%	2,6%	OW	0,2%
GEMs	33,7%	30,5%	34,0%	OW	0,3%
	100,0%	100,0%	100,0%		

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições compradas e/ou vendidas. Neste mês, a posição em dólar foi transferida para *UW* e o iene e as moedas emergentes para *OW*, neutralizando o euro.

Resultados globais da TAACo| Abril de 2025

Categoria de atividade / Região	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Índices de rentabilidade mensal	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Benchmark	Compass	Curso de Ativo	Seleção
Ações	50%	48%	-2%	1,7%	0,85%	0,80%	-0,7	-2,0
Renta Fija	50%	46%	-4%	1,0%	0,49%	0,45%	1,5	0,0
Caja	0%	6%	6%	0,4%	0,0%	0,02%	-5,9	
Oro	0%	0%	0%	6,0%	0,0%	0,00%	0,0	
Cobertura						0,19%	18,9	
Portfólio					1,34%	1,46%	13,7	-2,1
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								11,6
Europa, exceto Reino Unido	14,0%	13,0%	-1,0%	4,3%	0,60%	0,55%	-2,5	
Europa Small Cap ex Reino L	1,0%	1,0%	0,0%	6,5%	0,07%	0,07%	0,0	
REINO UNIDO	3,0%	2,0%	-1,0%	2,7%	0,08%	0,05%	-0,9	
Crescimento de grandes cap	17,0%	17,0%	0,0%	2,5%	0,43%	0,43%	0,0	
Valor Large Cap dos EUA	15,0%	15,0%	0,0%	-3,8%	-0,57%	-0,57%	0,0	
Pequenas empresas dos EUA	4,0%	4,0%	0,0%	-2,4%	-0,10%	-0,10%	0,0	
Japão	5,0%	5,0%	0,0%	5,2%	0,26%	0,26%	0,0	
Desarrollados	59,0%	57,0%	-2,0%	1,3%	0,77%	0,70%	-3,5	
América Latina	5,0%	6,0%	1,0%	6,9%	0,35%	0,41%	5,2	
LatAm Small Cap	1,0%	1,0%	0,0%	9,6%	0,10%	0,10%	0,0	
China	10,0%	11,0%	1,0%	-4,3%	-0,43%	-0,47%	-6,0	
EM Ásia ex China	20,0%	20,0%	0,0%	4,0%	0,80%	0,80%	0,0	
EM Ásia Small Cap	5,0%	5,0%	0,0%	2,5%	0,12%	0,12%	0,0	
Emergentes	41,0%	43,0%	2,0%	2,3%	0,94%	0,96%	-0,8	
Ações					1,71%	1,66%	-4,3	
Títulos do Tesouro 2Y	5,9%	7,0%	1,1%	0,8%	0,05%	0,06%	-0,2	
Títulos do Tesouro 10Y	12,4%	11,4%	-1,0%	0,8%	0,10%	0,09%	0,2	
Títulos do Tesouro 30Y	7,2%	6,7%	-0,5%	-1,3%	-0,09%	-0,09%	1,1	
Dicas dos EUA	2,8%	2,8%	0,0%	0,1%	0,00%	0,00%	0,0	
IG corporativo global	27,5%	27,5%	0,0%	1,9%	0,52%	0,52%	0,0	
HY corporativo global	4,3%	4,3%	0,0%	1,0%	0,04%	0,04%	0,0	
Deuda Desarrollados	60,1%	59,7%	-0,4%	1,0%	0,62%	0,63%	1,2	
EMBI	10,8%	10,4%	-0,4%	-0,2%	-0,02%	-0,02%	0,5	
EM Corporativo IG	3,3%	3,3%	0,0%	0,1%	0,00%	0,00%	0,0	
EM Corporativo HY	4,8%	5,6%	0,8%	-1,2%	-0,06%	-0,07%	-1,7	
Mercados locais EM	21,0%	21,0%	0,0%	2,1%	0,44%	0,44%	0,0	
Emergência	39,9%	40,3%	0,4%	0,9%	0,36%	0,35%	-1,2	
Renda fixa					0,98%	0,98%	-0,1	

*Anualizado ** Desde
Dados em 30 de abril de 2025

Em abril, a TAACo optou por uma posição *de underweight* em ações (48%), manteve um *underweight* em títulos (46%) e aumentou o *overweight* em Caixa (6%). Em 30 de abril, o portfólio teve um ganho mensal de 1,5%, mostrando um desempenho superior em relação ao *benchmark* (1,3%).

Durante o mês, no nível da *análise de atribuição*, (i) a **alocação de ativos** agregou valor; enquanto a posição em ações e a alocação de caixa foram prejudicadas, a posição vendida em renda fixa e o hedge mais do que compensaram. A **seleção de instrumentos** subtraiu valor: o *overweight* em ações latino-americanas gerou ganhos, enquanto os outros

desvios do *benchmark* na carteira de ações subtraíram valor. Por outro lado, as posições vendidas em Treasuries dos EUA de 10 e 30 anos agregaram valor.

Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho								
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início**	Volatilidade 5 anos*
TAACo	1,5%	1,2%	3,2%	8,6%	5,0%	6,2%	4,0%	5,1%	10,4%
Benchmark	1,3%	1,1%	3,1%	9,0%	5,2%	5,1%	3,4%	3,9%	10,2%
Perf. inferior/superior (bps)	12	9	10	-44	-15	113	58	123	
Ações	1,7%	-0,7%	2,2%	9,3%	6,8%	9,7%	4,9%	4,0%	15,2%
Benchmark	1,7%	-0,5%	2,4%	9,7%	7,2%	9,5%	4,9%	3,5%	15,1%
Europe ex UK	4,3%	7,1%	14,9%	10,8%	8,8%	10,3%	3,8%	3,2%	18,5%
Europe Small Cap ex UK	6,5%	9,5%	15,3%	10,5%	3,0%	9,1%	4,9%	7,0%	21,6%
UK	2,7%	7,0%	12,6%	15,3%	10,3%	12,8%	4,4%	4,9%	16,2%
US Large Cap Growth	2,5%	-10,3%	-9,0%	16,0%	16,7%	17,9%	15,6%	--	20,6%
US Large Cap Value	-3,8%	-4,4%	0,1%	8,9%	7,4%	11,4%	7,9%	--	14,6%
US Small Caps	-2,4%	-13,2%	-10,1%	1,8%	4,2%	11,0%	7,1%	8,6%	20,6%
Japão	5,2%	3,0%	4,6%	6,1%	8,2%	6,6%	3,4%	2,1%	14,9%
Desenvolvidos	0,9%	-4,3%	-0,9%	12,2%	11,1%	13,9%	9,3%	6,9%	15,5%
América Latina	6,9%	10,0%	20,5%	-4,3%	5,0%	11,4%	2,1%	7,4%	25,4%
LatAm Small Cap	9,6%	12,6%	23,6%	-7,4%	-1,3%	6,4%	-0,7%	5,5%	27,1%
China	-4,3%	9,1%	10,1%	26,1%	3,5%	-0,6%	0,5%	7,6%	28,2%
EM Asia ex China	4,0%	-2,7%	-2,0%	1,9%	4,5%	11,6%	6,3%	--	17,7%
EM Asia Small Cap	2,5%	-1,3%	-5,7%	-2,7%	4,2%	13,9%	4,3%	8,8%	15,4%
EM Europe and Middle East	0,9%	3,4%	8,0%	10,4%	-0,9%	2,7%	-2,9%	2,5%	15,5%
Emergentes	1,3%	2,4%	4,3%	9,0%	4,2%	7,2%	3,1%	7,7%	15,5%
Renda Fixa	1,0%	2,8%	3,7%	8,2%	3,1%	1,1%	1,9%	4,2%	6,5%
Benchmark	1,0%	2,8%	3,7%	8,3%	3,0%	0,6%	1,6%	3,6%	6,5%
Treasuries 2Y	0,8%	2,0%	2,4%	6,4%	2,8%	1,0%	1,3%	2,3%	2,0%
Treasuries 10Y	0,8%	4,1%	4,8%	8,4%	-0,1%	-3,5%	0,4%	3,4%	8,0%
Treasuries 30Y	-1,3%	2,7%	3,0%	5,5%	-7,2%	-10,9%	-1,5%	3,8%	15,4%
TIPS dos EUA	0,1%	3,0%	4,3%	8,1%	0,8%	1,8%	2,5%	4,4%	6,2%
Global Corporate IG	1,9%	4,1%	4,8%	9,2%	3,5%	0,9%	2,1%	4,4%	8,4%
Global Corporate HY	1,0%	1,7%	3,0%	10,0%	6,6%	5,9%	4,4%	6,9%	8,0%
Divida desenvolvidos [1]	1,0%	3,5%	4,2%	8,4%	1,9%	0,0%			
EMBI	-0,2%	0,6%	2,0%	8,8%	5,3%	3,0%	3,0%	6,8%	9,7%
EM Corporativo IG	0,1%	1,9%	2,6%	7,8%	4,0%	1,6%	2,7%	--	5,7%
EM Corporativo HY	-1,2%	0,5%	1,3%	8,7%	5,9%	4,1%	4,5%	--	8,2%
Mercados locais EM	2,1%	2,6%	3,9%	7,5%	3,8%	3,0%	1,7%	--	7,5%
Divida emergentes [1]	0,9%	1,8%	3,0%	8,1%	4,4%	0,0%			
Caixa	0,4%	1,0%	1,4%	4,9%	4,4%	2,7%	1,9%	1,7%	0,7%
Ouro	6,0%	17,4%	26,6%	43,1%	20,0%	14,2%	10,8%	11,1%	15,0%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboração própria

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe usando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que elas serão realizadas. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Compass, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações aqui contidas. A Compass, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários ou transações de mercado, orais ou escritos, que reflitam uma visão diferente da expressa neste relatório.