

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Out	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACo	1,1%	-8,0%	-19,6%	-19,7%	-1,5%	0,2%	2,7%	6,0%	9,9%
Benchmark	1,2%	-8,8%	-22,4%	-22,7%	-2,9%	-0,9%	1,8%	4,1%	9,5%
Out/Underperformance (bps)	-5	75	278	291	144	106	99	192	
Ações	3,5%	-8,7%	-24,1%	-24,2%	0,2%	0,4%	4,1%	3,8%	14,5%
Benchmark	3,2%	-9,5%	-25,1%	-25,4%	-0,2%	0,1%	3,8%	3,1%	14,4%
Renda Fixa	-1,0%	-7,7%	-18,9%	-19,2%	-5,4%	-1,8%	-0,1%	5,1%	5,9%
Benchmark	-0,8%	-8,1%	-19,8%	-20,1%	-6,1%	-2,3%	-0,6%	4,2%	5,9%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	-2,0%	-6,5%	-9,2%	-7,4%	2,7%	5,2%	-0,5%	12,1%	13,1%

*Anualizado ** Desde abril 2001

Resultados em 31 de outubro de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Novembro de 2022

Índice

Way to go	1
Alocação de ativos	3
Resultados	13
Desempenho	14
Valorizações	15

Way to go¹

Quanto mais as taxas de juros subirão nos Estados Unidos? Qual será a profundidade da recessão? Não se sabe. Nem Jerome Powell sabe, o homem à frente do Fed, o banco central daquele país. Estamos em uma fase de desaceleração de um ciclo econômico clássico com alta inflação, em que as autoridades econômicas visam evitar que ela continue subindo e causando mais danos. Algo que não víamos desde as recessões dos anos 80 e que é complexo de assimilar ao mundo de hoje, onde já ocorreram duas revoluções "industriais" (tecnológica e digital) e a forma como o mundo funciona mudou significativamente. Mesmo assim, como "a história não se repete, mas rima", o que aconteceu há quatro décadas pode ser útil para as análises atuais.

Tanto naquele momento como agora houve uma inflação alta, crise energética e tensões geopolíticas globais, embora alguns atores tenham mudado ou tenham sido adicionados. Uma lição da crise econômica global do final da década de 1970 e início da década de 1980 é que, embora a inflação tenha atingido o pico (14% ao ano) em meados da década de 1980, as taxas de juros não começaram a cair de forma constante até um ano depois. Embora os tempos possam ter mudado - devido ao aumento da velocidade de transmissão - segue-se que até que se vejam sinais claros de ancoragem nas expectativas inflacionárias, primeiro, o Fed não mudará sua posição e, depois, as taxas permanecerão altas.

Por outro lado, ao comparar a magnitude do ajuste monetário, na década de 1980 a elevação das taxas de juros de referência nos Estados Unidos (Fed Funds Rate) foi desmembrada de cerca de 4% para 20%, enquanto no ciclo atual começou em 0,25% e até agora subiu para 4%. No entanto, isso não significa que as taxas daquela época devam ser esperadas, pois enquanto há quarenta anos os aumentos eram 4 vezes a taxa inicial, agora são 16 vezes. Isso faz sentido dado o nível de ultraexpansão monetária sem precedentes a que o shock do COVID levou, e, portanto, é importante ter em consideração que nesta ocasião também está ocorrendo o ajuste quantitativo (*quantitative tightening*, QT) para reverter a injeção de liquidez cuja origem foi a grande crise econômica - financeira 2008-2008 (*quantitative easing*, QE).

História rima e atual desaceleração, com inflação alta, lembra recessão dos anos 1980

Se as expectativas de inflação não estiverem ancoradas, a postura monetária contracionista e as taxas elevadas continuarão

A faixa de taxa de referência aumentou 16 vezes no ciclo de ajuste atual, contra 4 vezes na década de 1980

¹ *Maneiras de Continuar*. Canção da banda eletrônica australiana *Empire of the Sun*.



Quanto aos mercados, na década de 80, de alto a baixo, o S&P 500 caiu cerca de 25%, em vinte meses. Desta vez, o pico pós-pandemia (final de 2021) atingiu um mínimo, também com queda de 25%, mas apenas em nove meses.

A inflação nos Estados Unidos parou de acelerar, mas ainda não diminuiu, mantendo-se em mais de 8% ao ano desde fevereiro deste ano, enquanto a inflação subjacente também não conseguiu baixar de 6% ao ano de forma sustentada. As leituras do deflator de consumo (PCE deflator), uma medida do que os consumidores norte-americanos pagam por bens e serviços, subiram cerca de 0,6% ao mês e não caíram abaixo de 6% ao ano desde o final do ano passado. Se levarmos em conta que o objetivo de longo prazo do Fed é de 2%, nos próximos meses o aumento desse indicador deve ser inferior a 0,4% ao mês em média para que em meados de 2023 esteja mais próximo desse patamar. A isto acrescenta-se que o mercado de trabalho mostra resiliência, uma vez que a criação de emprego continua robusta e o desemprego permanece abaixo dos 4% (3,7%). Devido a essa inércia da inflação, o Fed poderia aumentar a taxa de juros para cerca de 5%.

No entanto, um colapso econômico (pelo menos generalizado) não está à vista no nível macroeconômico ou corporativo. Efetivamente, recessões superficiais ou desacelerações em diferentes países. O maior risco é que isso se arraste ao longo do tempo e gere uma recessão de crescimento que, lenta mas profundamente, danifique os fundamentos e o emprego. Nos Estados Unidos, as estimativas de crescimento dos lucros corporativos continuam resilientes.

Passando para o outro polo/potência global, a China também é outro grande desafio. Espera-se uma desaceleração significativa da economia para um crescimento de 3% ou menos para este ano e há grandes dúvidas se poderá crescer mais de 4% em 2023. O impacto da política zero COVID, ruído regulatório e intervencionismo estatal e um poder concentrado em Xi Jinping como líder supremo afetaram fortemente a confiança econômica daquele país. Em princípio, após o 20º Congresso do Partido Comunista em outubro, não houve sinais de grandes mudanças na liderança política, econômica e sanitária (exceto pela repetida frase sobre a importância que o governo dá à economia e às comunicações e rumores pouco claros sobre as restrições de mobilidade serem relaxadas). Embora se especule que as restrições seriam até certo ponto flexibilizadas, a visibilidade em relação à China é mínima e a incerteza é crescente.

Os riscos geopolíticos prevalecem, pois as taxas de juros nos Estados Unidos se aproximam das máximas, o dólar continua se fortalecendo e não haveria razão para que isso mudasse no médio prazo. Em vez disso, o risco sistêmico está sob controle e a saúde dos sistemas financeiros também.

Os mercados de ações têm levado em consideração a desaceleração econômica global desde o início deste ano e os preços de certos ativos de risco parecem atraentes. Por outro lado, a renda fixa apresenta rentabilidade atrativa, além de potencial de ganhos de capital no médio/longo prazo quando se inicia um novo ciclo de juros baixos. Assim, é favorável começar a aumentar moderada e gradualmente a alocação em ações, embora ainda subponderada, ao custo de reduzir uma parcela do caixa e manter a renda fixa neutra.

A queda do mercado foi semelhante em magnitude, porém mais rápido do que na década de 1980.

Inflação nos EUA parou de acelerar e o mercado de trabalho está mostrando resiliência, dando origem a aumentos na taxa de referência para ~5%

O maior risco é que a desaceleração se prolongue e gere uma recessão de crescimento

Na China, o crescimento está desacelerando, a visibilidade é mínima e a incerteza está crescendo

Os riscos prevalecem e o dólar continuaria se fortalecendo, mas a saúde financeira está sob controle

Alocação de capital aumentou, mas ainda subponderada, financiada com menor posição de caixa e renda fixa se mantém neutra

Alocação de ativos - novembro de 2022

TAACo Global	Bench.	Outubro	Novembro	OW / UW		Câmbio	
Ações	50%	45%	48%	UW	-2%	3,0%	+
Renda Fixa	50%	50%	50%	N			
Caixa		5%	2%	OW	2,0%	-3,0%	-
Ouro				N			
Total Carteira							
Europe ex UK	13,1%	10,5%	10,5%	UW	-2,6%		
Europe Small Cap ex UK	1,4%			UW	-1,4%		
UK	2,9%	2,9%	2,9%	N			
US Large Cap Growth	14,3%	16,3%	16,3%	OW	2,0%		
US Large Cap Value	15,7%	18,5%	18,5%	OW	2,8%		
US Small Caps	4,1%	5,1%	5,1%	OW	1,0%		
Japan	4,8%	1,8%	1,8%	UW	-3,0%		
Mercados desenvolvidos	56,3%	55,1%	55,1%	UW	-1,2%		
LatAm	4,1%	7,3%	7,3%	OW	3,2%		
LatAm Small Cap	0,7%	0,7%	0,7%	N			
China	11,8%	11,8%	11,8%	N			
EM Asia ex China	16,5%	14,5%	14,5%	UW	-2,0%		
EM Asia Small Cap	4,0%	4,0%	4,0%	N			
EM Europe and Middle East	6,6%	6,6%	6,6%	N			
Mercados emergentes	43,7%	44,9%	44,9%	OW	1,2%		
Total Ações	100,0%	100,0%	100,0%				
US Govt Agencies	11,3%	11,3%	11,3%	N			
US TIPS	1,4%	2,0%	1,5%	OW	0,1%	-0,5%	-
US Mortgages	7,9%	9,5%	9,5%	OW	1,6%		
US Corps	7,1%	10,0%	10,5%	OW	3,4%	0,5%	+
US High Yield	1,7%	1,7%	1,7%	N			
Europe Broad	19,7%	13,0%	13,0%	UW	-6,7%		
Europe High Yield	0,7%	0,7%	0,7%	N			
Japan Broad	7,9%	3,4%	3,4%	UW	-4,5%		
Dívida desenvolvidos	57,7%	51,6%	51,6%	UW	-6,1%		
EM Sovereign IG	4,1%	4,1%	4,1%	N			
EM Sovereign HY	6,0%	6,0%	6,0%	N			
EM Corporate IG	3,6%	6,5%	6,5%	OW	2,9%		
EM Corporate HY	6,4%	9,6%	9,6%	OW	3,2%		
EM Local Markets	22,2%	22,2%	22,2%	N			
Dívida emergente	42,3%	48,4%	48,4%	OW	6,1%		
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%				

A posição em ações é aumentada, mantendo as UW, permanece neutra em títulos e a exposição ao caixa é reduzida

Se mantém UW na Europa

EUA: se mantém OW em Large Cap Growth, Value e Small Caps

Se mantém UW fica no Japão

O OW é mantido na América Latina

Posição neutra se mantém na China

UW Ásia EM ex China

Neutro em EMEA

Treasuries Neutro

OW TIPS é reduzido

OW em US Mortgages

OW US IG é aumentado

Neutro US HY

Neutro Europa HY

UW em Títulos europeus e japoneses

O OW Emergente é mantido

OW em IG e HY corporativos

Neste mês, a subponderação em renda variável é reduzida ao custo de diminuir a alocação em caixa e a posição neutra em renda fixa é mantida. Em renda fixa, a duração continua aumentando, uma vez que as taxas de juros globais estariam atingindo o máximo do ciclo.

Na carteira de ações, mantém-se a preferência por ações de alta qualidade, valorizações atrativas e mercados defasados, com sobreponderação nos Estados Unidos e na América Latina. Os títulos corporativos dos EUA e emergentes são favorecidos, tanto os produtos *Investment Grade* quanto os *spreads*. A exposição a TIPs (obrigações indexadas à inflação) foi reduzida dado que a inflação estaria no seu nível mais elevado e foi atribuída a obrigações *Investment Grade*.

Renda variável

Europa ex Reino Unido: subponderação permanece em *Large Cap* e *Small Cap*

O inverno se aproxima e a crise energética se torna cada vez mais desafiadora para o Velho Continente, um dos mais atingidos por esse ciclo de desaceleração global, com crescimento estimado de 0,5% para 2023 e alta probabilidade de recessão nos próximos doze meses. Atualmente, a corrida para garantir o abastecimento de energia tem os governos em processo de compra de gás, o que implica que os preços da energia podem ficar ainda mais caros e aumentar as pressões inflacionárias.

O BCE continua em seu caminho de elevação das taxas de juros e retirada de estímulos monetários quantitativos para lidar com a inflação. A inflação anual chega a quase 11% e os preços ao produtor são recordes em décadas, com aumentos de mais de 40% em doze meses. A taxa de juro de referência passou de um nível negativo (-0,5%) em meados do ano passado para 1,5% atualmente.

Continuamos cautelosos com relação as ações europeias, pois a crise energética e a guerra terão consequências não apenas cíclicas, como as que estamos vendo atualmente, mas também estruturais. A transição para as energias renováveis não é apenas uma alternativa, mas uma necessidade urgente, assim como outras medidas que permitam a autossuficiência no menor tempo possível. Da mesma forma, as tensões e geopolíticas deste ano implicarão maiores gastos fiscais também em relação à defesa e proteção geográfica e digital/computacional.

Ainda que as ações europeias parecem baratas em relação às ações norte-americanas, os fundamentos europeus são mais fracos e resta ver como a economia e o setor corporativo se adaptam às mudanças mencionadas. É por isso que se **mantém o *underweight* nas ações europeias.**

Reino Unido: se mantém a alocação em neutro

Menos de 45 dias no cargo de primeira-ministra marcou a passagem de Liz Truss por Downing Street, depois que seu plano econômico de altos gastos e cortes agressivos de impostos desencadearam uma crise nos mercados financeiros britânicos. Entre os mais atingidos estavam os fundos de pensão, muitos endividados, que tiveram que lidar com quedas acentuadas nos valores dos Gilts (títulos do governo) e foram obrigados a vender. Truss recuou nas medidas, mas no mês passado ela foi forçada a renunciar e os mecanismos do sistema parlamentar inglês, onde os conservadores atualmente têm a opção de renomear o líder do governo, foram implementados e Rishi Sunak foi eleito. como o novo primeiro-ministro do Reino Unido.

A partir de então, houve uma certa estabilização do mercado inglês, em que a libra esterlina, após atingir um mínimo de USD 1,06/GBP, recuperou para USD 1,15 e o índice FTSE acabou por encerrar outubro com uma valorização de 6% em dólares. . O FMI projeta um crescimento de 0,3% para esta economia no próximo ano; com inflação de mais de 10% ao ano. O Banco da Inglaterra continua firme em seu ritmo de aumento da taxa básica de juros de 0,10% no final do ano passado para 3% hoje.

As ações do Reino Unido parecem baratas em relação aos pares da Europa continental com uma relação preço/lucro projetada de menos de 9x versus 12x. No entanto, a inflação alta, um ajuste monetário que afetará a atividade, a instabilidade devido à crise de energia e a instabilidade política remanescente nos levam a manter uma posição neutra nesse mercado de ações até que vejamos sinais de maior estabilidade.

Estados Unidos: Se mantém a sobre-exposição às ações de *Large Cap Value*, *Growth* e *Small Caps*

A economia ainda mostra força do consumo, enquanto o mercado de trabalho ainda não mostra sinais claros de ser afetado significativamente pelo ajuste monetário, e a inflação já atingiu o pico, mas continua alta, sem sinais concretos de desaceleração.

A inflação *headline* -ou total- diminuiu e desacelerou pelo terceiro mês consecutivo (8,2% ano-a-ano em setembro) No entanto, a inflação subjacente continua aumentando e sobe para 6,6%, enquanto a inflação implícita nas curvas de juros aumentou em outubro e afasta-se da sua convergência para 2% (os pontos de equilíbrio de 5 e 10 anos situam-se em 2,67% e 2,53% respectivamente), dando assim sinais de uma inflação mais persistente e de que ainda não estaria sob controle, pelo que o ajuste monetário do Fed monetário continuará.

Nesse contexto inflacionário, na reunião de política monetária de novembro, o comitê decidiu elevar a taxa referencial em 75 bps, atingindo assim o patamar de 4% e significando o quarto aumento consecutivo dessa magnitude. Por sua vez, em seu discurso, o presidente do Fed, Jerome Powell, mantém a postura *hawkish* dos últimos meses e reafirma seu compromisso de continuar elevando as taxas até que a política monetária dê sinais de contração suficiente, em busca de atingir a meta dos 2% de inflação. Para atingir este objetivo, Powell considera que a taxa de referência terá muito provavelmente que atingir um nível superior ao estimado na reunião de setembro, mas também espera que a magnitude dos aumentos seja reduzida nas próximas reuniões. , internalizando um aumento de 50bps. em dezembro. Com isso, o mercado estaria esperando que o *Fed Funds Rate* (FFR) se estabelecesse em 4,5% no final de 2022, frente 0,25% no início de 2022, refletindo o maior ajuste monetário no menor tempo da história.

A curva de taxas de juros dos títulos do Tesouro continuou no último mês com a tendência de baixa - maiores aumentos em prazos mais curtos - e permaneceu altamente volátil, aprofundando o investimento no intervalo de 2 a 10 anos. Além disso, a inversão da curva atingiu níveis não vistos em quatro décadas, com diferença de 58 bps. entre a taxa dos títulos de 2 e 10 anos no início de novembro, refletindo o medo crescente do mercado de que o ajuste monetário cause uma recessão. Após uma mensagem *hawkish* do Fed na reunião de novembro, o mercado projeta que o FFR atingirá um pico de 5% durante o próximo ano.

Em outubro, o desempenho das ações Value e Small Caps superou as *Growth*. Este último tipo de ações continua apresentando uma defasagem de longo prazo, sendo mais vulnerável a variações nas taxas de juros e com maior exposição a setores como tecnologia da informação e consumo discricionário. O cenário econômico continua a ser desafiante e a probabilidade de recessão continua aumentando, pelo que se opta por ações de qualidade – *Quality factor*- que se caracterizam pelos seus fundamentos positivos: baixo endividamento, elevado ROE e crescimento estável dos lucros, oferecendo uma atraente relação risco/retorno e exposição ao segmento “tradicional” do setor de tecnologia.

Por sua vez, o desempenho positivo das ações em outubro pressionou um pouco as valorizações, mas a relação preço/lucro (P/L fwd.) de doze meses continua sendo negociada com desconto em relação à média de 5 anos, tanto para ações Value ,como as Growth e Small Caps. Dentre elas, destacam-se as Small Caps que negociam em torno de um desvio padrão abaixo de sua média. A nível sectorial, imobiliário, materiais e serviços de comunicação apresentam as maiores penalizações, destacando-se a energia e *utilities* como os sectores com as maiores correções ascendentes nas estimativas de crescimento dos lucros, enquanto materiais apresentam as maiores correções em baixa.

Referente aos relatórios corporativos do terceiro trimestre, quase 90% das empresas do S&P 500 já informaram, novamente com surpresas positivas e lucros crescendo ~3%. Por setores, todos os resultados dos setores financeiro e imobiliário já são conhecidos, enquanto o consumo discricionário é o setor com o menor percentual de empresas que reportaram até o momento (~71%). Destaca-se o crescimento dos lucros no setor de energia, atingindo quase 150% ano-a-ano, com surpresas positivas e em consonância com o aumento dos preços. Por sua vez, os lucros se expandem nos setores de consumo discricionário, imobiliário e industrial, entre outros. Por último, destaca-se a diminuição dos lucros no setor das comunicações por volta de 20%, com perspectivas mais deterioradas.

À medida que acontecem as eleições de *midterm* (meio de mandato), a probabilidade do Partido Republicano manter o controle tanto do Senado quanto da Câmara dos Deputados aumentou. A diferença nas pesquisas entre

democratas e republicanos aumentou, impulsionando a probabilidade de uma *red wave*. Embora o mercado tomasse a vitória republicana como um sinal positivo, na medida em que as leis aprovadas fossem mais cuidadosas com as contas fiscais, em linha com o comportamento histórico o mercado tem sido mais volátil, o que seria revertido após o conhecimento do resultado eleitoral. O que precede esclareceria parte da incerteza política e revelaria a preferência atualizada dos eleitores norte-americanos.

No contexto atual, privilegia-se a manutenção de ações de maior qualidade e que ainda apresentem um desfasamento de longo prazo e valorizações atrativas, como a Value. As ações do tipo *Growth* podem se beneficiar de um ambiente recessivo em que as taxas de juros se estabilizem e comecem a cair. Além disso, dado o desconto significativo nas valorizações e os fundamentos corporativos geralmente positivos, é decidido manter a sobreponderação em Small Caps.

Japão: Se mantém o *underweight* nas ações japonesas

As perspectivas econômicas do Japão permanecem desfavoráveis, e seu viés industrial o torna particularmente vulnerável à atividade econômica global. Os relatórios corporativos do terceiro trimestre têm refletido isso, os lucros do Japão se contraíram, quase sem surpresas.

Embora a produção industrial e as vendas no varejo continuem avançando em doze meses em setembro, 9,8% e 4,5%, respectivamente, o setor industrial recuou 1,6% em relação a agosto, apresentando a primeira queda mensal após três meses de altas. Isto deveu-se principalmente à deterioração do desempenho do setor automotivo. Os indicadores antecedentes do PMI de serviços e manufatura ficaram praticamente inalterados em outubro, em 53,2 e 50,7 pts. respectivamente. A pesquisa do setor manufatureiro mostrou retração dos volumes de produção, como resultado de condições de demanda enfraquecidas.

Em relação à política monetária, a inflação situou-se em 3% ao ano em setembro, ainda sem evidenciar as pressões inflacionárias observadas em seus pares desenvolvidos. A inflação subjacente acelerou em setembro para 1,8% em doze meses, atingindo o maior nível desde 2015, mas ainda em níveis muito limitados, o que caracteriza a economia japonesa. Neste contexto, o Banco Central do Japão mantém a sua orientação monetária expansiva, sem alterar a taxa de referência do seu nível desde 2016 (-0,1%). Essa postura continuaria avançando, ampliando o diferencial de taxas com os EUA e aumentando a pressão sobre o iene, que já desvalorizou ~22% até este momento do ano.

Relativo ao setor empresarial, as estimativas de lucros continuam a ser corrigidas em baixa e no último mês foram cortadas 1,8% e 2,3% para este ano e para o próximo, respectivamente. Embora as valorizações pareçam descontadas em relação à história, elas não parecem particularmente baratas em comparação com outras economias avançadas e os fluxos continuam saindo de ETFs e fundos no mês passado.

Embora, em certa medida, as ações japonesas funcionem como refúgio de eventos de maior aversão ao risco, os fundamentos econômicos e corporativos se deteriorem, o índice de ações tem uma alta exposição ao consumidor discricionário e à tecnologia, o que nos leva a manter subexposição a ações empresas japonesas para favorecer as regiões e/ou países onde há melhores perspectivas e potencial para capturar valor.

Ações Emergentes: Se mantém a posição neutra na China, sobre-exposição na América Latina, UW na Ásia EM ex China e neutra em EMEA

Durante o mês de outubro, observou-se um retorno do apetite ao risco com retornos positivos em algumas regiões. Dentre estes, destacam-se a América Latina e os países desenvolvidos, enquanto o restante dos países emergentes apresentou desempenho mais limitado ou negativo no caso da China. Nesse contexto, **mantém-se o OW na América Latina**, cujas valorizações continuam atrativas e o risco político diminuiu um pouco. Do lado **chinês**, as fontes de incerteza continuam após o resultado do Congresso do Partido Comunista, levando-nos a **manter uma posição neutra por precaução**. Com relação à **Ásia EM ex China**, o **UW se mantém**, favorecendo economias exportadoras de commodities e com subexposição em países com piores perspectivas econômicas. Do lado da **EMEA, mantém-se**

neutro com uma sobre-exposição em países exportadores de matérias-primas com uma posição orçamental favorável e baixas pressões inflacionárias.

América Latina: Se mantém o overweight

Apesar de a América Latina continuar sendo a região com melhor desempenho até o momento neste ano, ela persiste com uma defasagem de médio e longo prazo significativa em relação aos índices globais, sem recuperar seus níveis pré-pandemia. Da mesma forma, as valorizações persistem com um desconto significativo, negociando em torno de mínimos históricos. Por sua vez, o preço das matérias-primas teria sustentação estrutural, beneficiando a região, juntamente com os bancos centrais que iniciaram antecipadamente o ciclo de alta de juros, que se reverteria no próximo ano. Com isso, decide-se **manter a sobre-exposição na região**.

No caso do **Brasil**, o mercado de trabalho mantém sua força com a criação de 278 mil empregos e a taxa de desemprego de setembro caindo para 8,7%, o menor nível desde junho de 2015, enquanto o PMI de serviços de outubro avança em terreno de expansão econômica até 54 pts. Por outro lado, a inflação segue desacelerando devido aos cortes de impostos sobre combustíveis, sendo de 7,2% em setembro, fazendo com que o Banco Central mantenha sua decisão de manter a taxa Selic em 13,75%, sem fazer alterações para segunda reunião consecutiva de política monetária, estimando-se que se mantenha constante até meados do próximo ano, quando poderá começar um período de cortes de juros. No plano político, o ex-presidente Lula da Silva venceu as eleições presidenciais por uma margem muito menor do que o esperado (menos de 2 pontos percentuais), o que, aliado ao aumento dos partidos de direita na composição do Congresso, reafirma que em O próximo governo prevalecerá com moderação e reformas muito radicais não poderão ser aprovadas. Diante disso, o mercado reagiu positivamente, com uma valorização do real de 2,3% até o momento em novembro junto com um desempenho de 4,5% em dólares da Bovespa no mesmo período. Por sua vez, os ingressos para fundos e ETFs foram registrados para ~2,7% do total de ativos administrados em outubro. Por fim, em relação às valorizações, elas permanecem em patamares atrativos com a relação P/L fwd. E relação preço/valor livro (P/BV) abaixo de suas médias em termos absolutos - e em relação à região no caso do primeiro. Diante do exposto, com resultado eleitoral benéfico, perspectivas positivas para a economia, valorizações em patamares atrativos e fluxos expressivos de entrada no país, **decide-se por aumentar a sobre-exposição às ações brasileiras**.

A economia do **México** surpreendeu positivamente com o PIB do terceiro trimestre e a produção industrial de agosto crescendo 4,2% e 3,9% ao ano, respectivamente. Por sua vez, a inflação de setembro surpreendeu em baixa mantendo-se constante em 8,7% ano-a-ano, mas dado o nível elevado, o Banxico elevou a taxa de política monetária em 75 bps. até 9,25%, e espera-se outra alta da mesma magnitude na reunião de novembro. Da mesma forma, em outubro o peso mexicano valorizou 1,7%, enquanto houve entradas em fundos e ETFs de ~0,5% do total de ativos sob gestão. Por outro lado, dada a tendência de desglobalização, o país tem um suporte estrutural de nearshoring (transferência de parte da produção para outro país com custos mais baixos e proximidade geográfica), que, segundo estimativas do BofA, se o país capitalizar oportunidades de nearshoring, as exportações podem aumentar em 9% do PIB. O anterior também melhorou a relação comercial com os Estados Unidos, um exemplo disso é que o México se manteve o primeiro parceiro comercial dos Estados Unidos na troca de produtos, sem incluir serviços, em setembro deste ano. Em relação às valorizações, tanto o índice P/L fwd. como P/BV estão abaixo da média em termos absolutos. Neste contexto de bons níveis de atividade aliados a suportes estruturais e valorizações atrativas, decide-se **manter a sobre-exposição nas ações mexicanas**.

No **Chile**, o processo constitucional continua por meio de negociações entre os partidos políticos, destacando-se que já foram acordadas 12 bases institucionais e decidiu-se criar um organismo (Comitê de Admissibilidade) para garantir o cumprimento desses mínimos constitucionais, demonstrando que dentro da discussão para a nova constituição ainda prevalece moderação. Por sua vez, mantém-se o maior apoio para que o mecanismo de redigir a constituição seja uma convenção mista, com congressistas eleitos, mas em conjunto com um comitê de especialistas. Além disso, o governo apresentou o projeto de reforma previdenciária, que mantém um componente de capitalização individual e lhe acrescenta um percentual (6%) para um pilar de repartição, mas terá que ser discutido no Congresso, que por

sua composição deve moderar ou projetar. Do lado econômico, a atividade econômica volta a surpreender pelo lado positivo, mas mantém a sua tendência de desaceleração, apresentando em setembro a primeira contração homóloga desde fevereiro de 2021 (-0,4%). Por outro lado, a liquidez (M1 média) da economia mantém uma tendência de queda acentuada, atingindo em setembro níveis semelhantes aos de agosto de 2020 anteriores à primeira retirada das AFPs, reduzindo a pressão no setor de consumo e inflação. Dessa forma, a inflação de outubro voltou a desacelerar, atingindo 12,8% em doze meses, dentro do consenso de mercado. Até agora, os investidores têm acreditado no Banco Central e esperam que a taxa referencial permaneça em 11,25%, pelo menos até o primeiro trimestre do próximo ano. Em relação às valorizações, os índices P/L fwd. e P/BV permanecem em patamares atrativos, estando abaixo de sua média, em termos absolutos e relativos à região – o primeiro em mais de 2 desvios padrão. Neste contexto de menor incerteza local e melhoria da atividade econômica neste ano, decide-se **manter a sobre-exposição nas ações chilenas**.

Na economia de **Colômbia** a ainda demonstra um nível robusto com a atividade econômica em agosto crescendo 8,6% em doze meses, superando as expectativas do mercado, enquanto o mercado de trabalho continua forte após a taxa de desemprego urbano em setembro ter caído para 10,5%. No entanto, a inflação não mostra sinais de desaceleração, atingindo 12,2% ao ano, um máximo de 23 anos. Diante disso, o Banco da República elevou sua projeção de inflação para este ano para 11,3% dos 9,7% anteriores, e espera-se que a entidade monetária continue com a correção monetária agressiva e a taxa de política monetária termine o ano em torno de 11,75 % dos atuais 11%. No comércio internacional, o petróleo (Brent) -o principal produto de exportação do país- valorizou 8,3% em outubro, enquanto as exportações totais já ultrapassaram o nível alcançado em todo o ano de 2021, após crescer 51,7% em setembro em relação ao ano anterior. Do lado político, após várias semanas de discussão e modificações promovidas pela oposição, o Congresso aprovou a reforma tributária que buscará arrecadar 1,2% do PIB a partir de 2023. Por outro lado, o peso colombiano foi a moeda com pior desempenho em na região, após uma depreciação de 6,6%, afetada pelo contexto global de fortalecimento do dólar, dada sua posição cambial vulnerável devido ao alto déficit em conta corrente. Quanto às valorizações, mantêm-se em níveis atrativos tanto em termos absolutos como relativos à região. Neste cenário de valorizações atrativas e bons níveis de atividade, mas contrastando com uma elevada incerteza política aliada a uma situação fiscal complicada, decide-se **manter neutra a exposição em ações colombianas**.

No caso do **Peru**, a economia mantém sua tendência de desaceleração, crescendo 1,7% em doze meses em agosto, enquanto a deterioração do mercado de trabalho avança com a taxa de desemprego em setembro subindo para 7,7%. Por outro lado, a inflação tem mostrado ligeiros sinais de desaceleração, mas mantém-se em níveis muito elevados, situando-se em 8,3% em outubro ao ano, pelo que o mercado não descarta que o Banco da Reserva volte a subir 25 bps. a taxa de referência para 7,25% na próxima reunião de política monetária. No cenário político, persiste uma relação tensa entre o Executivo e o Congresso, onde o presidente tem atualmente 6 investigações contra ele e parlamentares da oposição tentam reunir as assinaturas necessárias para fazer uma terceira moção de vacância presidencial. No comércio internacional, as exportações do setor de mineração contraíram 12,4% em agosto em relação ao ano anterior – considerando uma queda de 7% nas exportações de cobre nesse período. Da mesma forma, o preço do cobre – uma das principais exportações do país – caiu 1,1% em outubro e acumula queda de 24,5% até o momento neste ano. Por outro lado, as saídas líquidas para fundos e ETFs foram registradas para ~1,1% do total de ativos sob gestão em outubro. Em relação às valorizações, tanto o P/E fwd. como P/BV, negociam abaixo de sua média em termos absolutos e relativos à região. Com base no exposto, com valorizações atrativas, mas contrastando com um cenário político complexo que gera problemas de governança que afetam o investimento e perspectivas negativas para o cobre, decide-se **manter o *underweight* nas ações peruanas**.

Por el lado de **Argentina**, Embora a atividade econômica em agosto tenha surpreendido positivamente (6,4% y-o-y), estima-se que já atingiu um pico de crescimento e que a atividade se deteriorará para o resto de 2022. Por sua vez, a inflação continua sua tendência ascendente, atingindo 83% a doze meses (6% mensais) em setembro e estima-se que até o final de 2022 poderá ultrapassar 100% ao ano, dada a expansão da base monetária que aumentou 32,4% nos últimos doze meses. Diante disso, o governo criou um novo programa (Preços Justos) com o objetivo de “fixar o

preço” de uma cesta de 1.500 produtos por 120 dias, onde não poderão aumentar os preços em mais de 4% em relação ao mês anterior. No comércio internacional, o preço da soja -uma das principais exportações do país- apresenta tendência de queda, caindo 14,1% nos últimos 3 meses. Além disso, sem o câmbio para os exportadores de soja (dólar de soja), as exportações de *commodity* caíram 85% em relação a setembro e 49% a menos que em outubro de 2021. Além disso, foi criada outra taxa de câmbio: o dólar turístico, permitindo que os turistas acessem a taxa de câmbio paralela (Azul) ao pagar com cartão de crédito. Embora esta medida seja positiva para atrair mais turismo ao país, não afetará o nível das Reservas Internacionais Líquidas – que devem tentar aumentar para cumprir as metas do FMI. Neste cenário de condições macroeconômicas complexas e problemas de governação, decide-se **manter o *underweight* nas ações argentinas.**

China: Se mantém a posição neutra

O Governo declarou a sua adesão à política de zero COVID, que corre o risco de recuperação econômica. Recentemente, foi anunciada uma quarentena de sete dias em Zhengzhou, onde está localizada a maior fábrica de produção de iPhone da Foxconn. Atualmente, mais de 200 milhões de pessoas na China estão sob alguma forma de quarentena, enquanto a vacinação permanece em níveis baixos e cerca de 20 milhões de pessoas com mais de 60 anos não tomam nenhuma dose. No entanto, depois disso, foi revelado um plano do governo para começar a flexibilizar as medidas para as companhias aéreas que entram na China com passageiros infectados com COVID, dando sinais do início do relaxamento da política zero COVID, mas sem certezas, e tendo impacto. muito positivo nos mercados.

No que diz respeito à política, o resultado do XX Congresso do Partido coincidiu com o cenário base e Xi Jinping manteve-se à frente do governo e do partido, sem designar nenhum sucessor, como era costume nos Congressos anteriores. Por sua vez, ele se “blindou” de seu círculo mais próximo e os sete membros à frente do Politburo compartilham sua visão política. Isso adiciona incerteza à situação política e econômica na China.

O ímpeto econômico continua em terreno negativo, tanto no setor de manufatura quanto no de serviços, significativamente afetado pelas quarentenas. Em relação à política monetária, em sua última reunião a autoridade decidiu manter as taxas de empréstimo de 1 e 5 anos em 3,65% e 4,3% respectivamente, e as expectativas para as próximas reuniões descartam cortes futuros, dada a fraqueza da moeda que após o Congresso atingiu níveis não vistos desde 2007.

O mercado de ações aprofundou suas quedas em outubro, dada a alta incerteza, e até agora este ano o índice offshore MSCI perdeu mais de 40% em dólares. Enquanto as valorizações parecem atraentes em relação ao seu histórico, e tanto o P/E fwd. como P/VL negociam mais de dois desvios padrão abaixo de sua média de cinco anos, ao ajustar a métrica P/E fwd. para a taxa de títulos soberanos de 10 anos, parte do apelo é dissipado. As expectativas de resultados continuam a ser corrigidas em baixa e apesar das valorizações atrativas, o panorama nebuloso leva-nos a **manter uma posição neutra.**

Ásia emergente ex China: Se mantém o UW

Durante o mês de outubro, os mercados da Ásia Emergente apresentaram retornos mais limitados do que outras regiões, com destaque para a queda em Taiwan. A política monetária segue com o ajuste monetário, com comunicados que mantêm um viés contracionista para reuniões futuras, o que pode afetar a atividade econômica. Embora a crise energética na Europa seja menos profunda do que o esperado, o apelo permanece nos países exportadores de *commodities* devido ao retorno aos combustíveis fósseis em alguns países do velho continente. Neste contexto, **se decide manter a subexposição na Ásia EM ex China.**

O mercado de ações **da Índia** apresentou retornos positivos em outubro e o cenário econômico continua resiliente, com o PMI de manufatura e serviços acima de 55 pts., ambos acima dos recordes de setembro. A autoridade monetária está fortemente empenhada em conter a inflação, elevando a taxa de referência em 50 bps. na última reunião (setembro) e com viés contracionista para frente. A Índia mantém relações diplomáticas saudáveis com o

Ocidente, compartilha uma língua com os EUA, possui baixos custos de produção e um complexo e grande setor industrial, entre outros fatores, o que favorece sua posição neste país. Os países desenvolvidos poderiam realocar parte de seu comércio com a China para a Índia, diante de novas tensões e riscos ascendentes, cujas políticas favorecem o investimento no país, devido a conceitos como *offshoring* e *allyshoring*. Embora suas valorizações pareçam relativamente caras em relação ao histórico, o ajuste para P/U fwd. para a taxa de títulos soberanos a 10 anos, esta métrica encontra-se ligeiramente abaixo das suas médias 3 e 5. **Considerando o anterior, decide-se tomar uma posição OW em ações indianas a partir de uma posição neutra**

O cenário para a **Coreia do Sul** continua sombrio. Do lado político, as tensões aumentaram com a Coreia do Norte, que lançou 23 mísseis e um deles pousou perto do território marítimo sul-coreano. Economicamente, o momentum continua negativo com um PMI para outubro em território contracionista em 48,2 pts. Embora o won coreano tenha se valorizado à margem, continua sendo a moeda asiática emergente mais depreciada até agora este ano, com um saldo em conta corrente deve se deteriorar em cerca de 2,5 pontos do PIB este ano, mas ainda em superávit. Destacam-se o aumento da Dívida Pública como percentual do PIB projetado para este ano e a deterioração da situação fiscal (aumento do déficit fiscal em pontos do PIB) em relação ao restante dos países emergentes. Embora as valorizações pareçam relativamente atraentes e negociem cerca de um desvio padrão abaixo de suas médias de cinco anos (P/u fwd. e P/VL), as perspectivas de ganhos continuam a ser corrigidas mais baixas à medida que os fluxos para o ETF mais representativo permanecem estáveis. No entanto, **é decidido manter o UW nas ações sul-coreanas.**

Do lado de **Taiwan**, o ímpeto econômico continua se deteriorando e o PMI industrial de outubro (41,5 pts.) foi o mais baixo desde janeiro de 2009. Embora o setor de serviços mostre um pouco mais de resiliência e o indicador antecedente do PMI tenha sido de 50,0 pts. em outubro, em terreno neutro, deixou para trás as expansões observadas entre julho e setembro. Em relação às tensões geopolíticas, a China declarou este mês estar mais perto do que nunca de unificar Taiwan, adicionando incerteza política e econômica. No lado dos semicondutores, a Taiwan Semiconductors (TSMC) cortou em 10% sua projeção de gastos de capital de 2022 ao relatar seus resultados do terceiro trimestre. Apesar de suas valorizações descontadas em relação à sua história, em termos absolutos estão em torno da média dos pares emergentes e quando ajustadas para a taxa de títulos soberanos de 10 anos parecem menos atraentes do que o resto das economias do grupo. A perspectiva de ganhos continua a se corrigir para baixo para este e para o próximo ano. Como resultado, **decidimos manter a UW sobre as ações taiwanesas.**

No lado do Sudeste Asiático, a **Indonésia** continuou apresentando retornos positivos em outubro e seu *momentum* econômico continua em ascensão, com o PMI de manufatura para outubro em 51,8 pts. A inflação em outubro começou a diminuir e apresentou variação anual de 5,7%, enquanto o Banco Central elevou novamente a taxa referencial em 50 bps. na reunião do mesmo mês, implicando que o reajuste continuará. Suas exportações estão concentradas em carvão e óleo de palma, favorecidos pelo contexto global. Em relação às suas valorizações, eles continuam a parecer baratos em uma perspectiva histórica. Do lado da **Tailândia**, o *momentum* econômico permanece em terreno expansionista em outubro e, embora as valorizações continuem sendo negociadas em torno de 1 desvio padrão abaixo da média de cinco anos, os fluxos continuam saindo do ETF mais representativo no último mês. Com todos os itens acima, **decide-se manter a sobre-exposição na Indonésia e a neutro na Tailândia.**

EMEA: Se mantém o neutro

Em outubro, os mercados da EMEA registraram ganhos gerais, com países como Turquia e Polônia apresentando desempenhos mais positivos. O surpreendente recorde de atividade nos EUA no terceiro trimestre e os sinais de liberação da política de saúde chinesa impulsionam o petróleo e com ele os mercados dos países do Oriente Médio. Do lado da Europa Emergente, o cenário permanece incerto com novas tensões em torno da guerra entre Ucrânia e Rússia. Devido o exposto acima, leva-nos a **manter uma exposição neutra à EMEA.**

A **economia sul-africana continua** com *momentum* econômica negativa e o PMI de outubro foi de 49,5 pts. Embora as valorizações pareçam atraentes de uma perspectiva histórica, os lucros esperados para este ano e o próximo continuam a se corrigir para baixo, levando-nos a **permanecer subexposição às ações sul-africanas.**

A **economia turca** continuou perdendo *momentum* e a inflação continua a acelerar, situando-se em 85,5% em outubro, enquanto o Banco Central voltou a reduzir a taxa de referência em 150 bps. até 10,5%. As valorizações (P/E fwd.) estão mais de um desvio padrão abaixo de sua média, mas quando ajustadas para a taxa de títulos soberanos de 10 anos, o recurso é perdido. Devido ao exposto, é decidido **manter a subexposição em ações turcas**.

Se mantém o neutro nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria). Os PMIs de manufatura da Polônia e da República Tcheca mostram quedas mais profundas na atividade em outubro do que nos meses anteriores. Apesar das valorizações parecerem baratas em comparação com seu histórico, as perspectivas econômicas permanecem negativas e enfrentam altas pressões inflacionárias, enquanto os bancos centrais mantêm posições de política neutras para não aprofundar o declínio da atividade.

Com relação à economia **saudita**, em outubro o PMI industrial de outubro acelerou para 57,2 pts., em um campo de ampla expansão econômica. O mercado apresentou retornos positivos em setembro e, ao contrário do restante dos países emergentes, não enfrenta pressões inflacionárias significativas. A relação P/U *fwd.* continua negociando abaixo de suas médias históricas e os relatórios corporativos do terceiro trimestre mostram um crescimento de lucros de ~30%. Nesse cenário, decide-se **manter a sobre-exposição à Arábia Saudita**.

Renda Fixa

US Treasuries: Neutro em títulos nominais e se reduz overweight em TIPS

De acordo com os comentários no documento, o Fed continua com sua política monetária contracionista em busca de retornar à inflação à sua meta de 2%, porém, embora as atuais projeções de taxa tenham sido corrigidas para cima em relação a setembro, espera-se que as altas seguintes sejam mais limitadas. Nesse contexto, as taxas têm operado em alta e a *treasury* de 10 anos atingiu o máximo de 4,24% em outubro, enquanto a de 2 anos atingiu 4,72%, ao mesmo tempo que a curva de juros permanece invertida no trecho de 2 a 10 anos. A alta volatilidade das taxas continua, com o índice MOVE - que mede a volatilidade através da curva de taxas - atingindo um máximo de 160 pts. no mês, nível semelhante ao observado durante a pandemia. Por sua vez, os breakevens dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, aumentaram em outubro e estão em torno de 2,5%, acima da meta de 2%. Diante do exposto, apesar do nível elevado das taxas, decide-se por manter a posição neutra em títulos do Tesouro devido à alta volatilidade na curva de taxas. Por outro lado, o OW é reduzido a TIPS, percebendo-se um menor risco inflacionário de longo prazo.

US Mortgages: Se mantém o overweight

O Fed continua com o ajuste monetário e as taxas de empréstimos hipotecários dobraram este ano, tornando o financiamento para compra de casa própria mais caro. No entanto, as perspectivas para o setor não são totalmente negativas e as taxas de crédito à habitação apresentam as primeiras quedas após semanas de aumentos, com a taxa de hipoteca a 30 anos a descer dos 7%, que se estima estar próximo do pico. Por sua vez, o mercado de trabalho ainda não mostra sinais claros de ser afetado significativamente pela correção monetária, enquanto o setor financeiro mostra solidez empresarial e as finanças das famílias estão saudáveis. Neste sentido, opta-se pela manutenção do OW em US Mortgages devido ao yield atrativo e alta qualidade de crédito.

US Investment Grade: Se aumenta o overweight

No atual cenário macroeconômico, com a probabilidade de recessão nos EUA aumentar, a desaceleração econômica aproximando-se e com as taxas de *treasuries* em níveis elevados, o *Investment Grade* estadunidense posiciona-se como uma opção atrativa em termos de risco/retorno devido à sua maior qualidade de crédito. Com um yield real de 3,5% (em níveis atrativos), ofereceria maior proteção neste cenário recessivo, então se decide aumentar o OW em *US IG*.

US High Yield: Se mantém o neutro

No mesmo contexto acima, com o risco de recessão em alta, espera-se que os spreads aumentem e as taxas de default das empresas americanas no segmento de *US High Yield* aumentem. Com base no exposto, e apesar do alto *yield* oferecido pelo segmento de *US High Yield*, mantém-se o neutro.

Europe Broad: se mantém o underweight

No caso da Europa, continua em um cenário macroeconômico complexo. Apesar de apresentar algum alívio da crise energética, a incerteza do desenrolar da guerra entre Rússia e Ucrânia e as altas pressões inflacionárias nos levam a permanecer cautelosos na região. O exposto, juntamente com uma combinação de risco/retorno pouco atraente em comparação com outras subclasses de ativos, nos leva a manter a subexposição na *Europe Broad*.

Europe High Yield: Se mantém o neutro

Em acordo com o descrito acima, e apesar de ter uma *yield* em níveis elevados próximos do máximo da pandemia, o contexto macroeconômico da região leva-nos a manter uma posição neutra na *Europe HY*.

Japan Broad: underweight

O índice oferece um *yield* real inferior a zero (-0,53%), longa duração, superior a 9 anos, e um ambiente macroeconômico desfavorável. Diante disso, mantém-se a subexposição no Japan Broad.

Dívida Emergente: a sobreponderação em obrigações de empresas mantém-se

Do lado da dívida emergente, esta continua sendo uma das alternativas mais atraentes dentro da renda fixa, oferecendo *yield* superior ao do mundo desenvolvido e em níveis não vistos há mais de uma década. Assumindo em troca um risco de crédito maior, no entanto, este permanece baixo com taxas de *default* limitadas e em concordância com suas médias históricas. Nesse sentido, a dívida corporativa emergente, tanto High Yield quanto Investment Grade, é favorecida, especialmente na América Latina devido à sua menor exposição a conflitos geopolíticos, boa saúde corporativa de empresas com baixo nível de alavancagem e um ciclo de ajuste monetário que já teria terminado em alguns países como Brasil e Chile, enquanto nos demais países da região estaria perto de chegar ao fim. Quanto à dívida soberana emergente, a sua menor qualidade de crédito no atual contexto de um cenário mais provável de recessão torna-a uma opção menos atrativa em termos de risco/retorno em comparação com outras alternativas como a dívida corporativa. Do lado dos mercados locais, o dólar está menos forte do que nos meses anteriores, porém, o Fed planeja continuar elevando as taxas até o próximo ano, o que dificulta assumir uma posição que espere uma valorização significativa das moedas emergentes. Em acordo com o exposto, decide-se este mês manter o OW tanto na dívida corporativa High Yield como na Investment Grade, mantendo-se neutra nos mercados locais e na dívida soberana.

Exposição cambial - novembro de 2022

Moedas	Bench.	Outubro	Novembro	OW/UW	Câmbio	
USD	41,8%	53,3%	51,5%	OW	9,7%	-1,8%
EUR	17,5%	11,6%	11,9%	UW	-5,6%	0,3%
GBP	1,5%	1,3%	1,4%	UW	-0,1%	0,1%
JPY	6,4%	2,5%	2,6%	UW	-3,8%	0,1%
GEMs	33,0%	31,3%	32,7%	UW	-0,3%	1,3%
	100,0%	100,0%	100,0%			

O resultado da alocação da TAACo tem como consequência uma determinada exposição cambial, que, caso não reflita nossa visão, é ajustada com posições compridas e/ou curtas. Este mês não foi feita nenhuma cobertura cambial.

Resultados Globais da TAACo – outubro de 2022

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição ao Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	45%	-5%	3,2%	1,6%	1,6%	-10,0	17,2
Renda Fixa	50%	50%	0%	-0,8%	-0,4%	-0,5%	0,0	-7,8
Caixa	0%	5%	5%	0,2%	0,0%	0,0%	-4,8	
Ouro	0%	0%	0%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0	
Cobertura						0,0%	0,0	
Portfólio					1,16%	1,11%	-14,8	9,4
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13,1%	10,5%	-2,6%	7,5%	0,98%	0,78%	-11,2	
Europe Small Cap ex UK	1,4%	0,0%	-1,4%	8,1%	0,11%	0,00%	-6,9	
UK	2,9%	2,9%	0,0%	5,9%	0,17%	0,17%	0,0	
US Large Cap Growth	14,3%	16,3%	2,0%	4,3%	0,62%	0,70%	2,3	
US Large Cap Value	15,7%	18,5%	2,8%	11,2%	1,76%	2,08%	22,6	
US Small Caps	4,1%	5,1%	1,0%	10,2%	0,42%	0,52%	7,1	
Japan	4,8%	1,8%	-3,0%	3,0%	0,14%	0,05%	0,6	
Desenvolvidos	56,3%	55,1%	-1,2%	7,5%	4,20%	4,31%	14,5	
LatAm	4,1%	7,3%	3,2%	9,6%	0,39%	0,70%	20,5	
LatAm Small Cap	0,7%	0,7%	0,0%	10,5%	0,07%	0,07%	0,0	
China	11,8%	11,8%	0,0%	-16,8%	-1,98%	-1,98%	0,0	
EM Asia ex China	16,5%	14,5%	-2,0%	1,5%	0,25%	0,22%	3,2	
EM Asia Small Cap	4,0%	4,0%	0,0%	-2,3%	-0,09%	-0,09%	0,0	
EM Europe and Middle East	6,6%	6,6%	0,0%	4,8%	0,31%	0,31%	0,0	
Emergentes	43,7%	44,9%	1,2%	-2,4%	-1,04%	-0,76%	23,8	
Equities					3,17%	3,55%	38,3	
US Govt Agencies	11,3%	11,3%	0,0%	-1,4%	-0,16%	-0,16%	0,0	
US TIPS	1,4%	2,0%	0,6%	1,2%	0,02%	0,02%	1,2	
US Mortgages	7,9%	9,5%	1,6%	-1,4%	-0,11%	-0,14%	-0,9	
US Corps	7,1%	10,0%	2,9%	-1,0%	-0,07%	-0,10%	-0,6	
US High Yield	1,7%	1,7%	0,0%	2,6%	0,04%	0,04%	0,0	
Europe Broad	19,7%	13,0%	-6,7%	0,9%	0,18%	0,12%	-11,8	
Europe High Yield	0,7%	0,7%	0,0%	2,9%	0,02%	0,02%	0,0	
Japan Broad	7,9%	3,4%	-4,5%	-2,8%	-0,22%	-0,09%	8,8	
Dívida Desenvolvidos	57,7%	51,6%	-6,1%	-0,5%	-0,30%	-0,28%	-3,3	
EM Sovereign IG	4,1%	4,1%	0,0%	-1,3%	-0,05%	-0,05%	0,0	
EM Sovereign HY	6,0%	6,0%	0,0%	2,1%	0,13%	0,13%	0,0	
EM Corporate IG	3,6%	6,5%	2,9%	-2,4%	-0,08%	-0,15%	-4,4	
EM Corporate HY	6,4%	9,6%	3,2%	-3,3%	-0,21%	-0,32%	-8,0	
EM Local Markets	22,2%	22,2%	0,0%	-1,4%	-0,32%	-0,32%	0,0	
Dívida Emergente	42,3%	48,4%	6,1%	-1,3%	-0,54%	-0,71%	-12,3	
Fixed Income					-0,84%	-0,99%	-15,6	

* Anualizado ** Desde 2001
Dados em 30 de setembro de 2022.

Em outubro, a carteira TAACo Global teve ganho de 1,1%, 5 bps. desempenho abaixo do *benchmark*. Ao nível da *attribution analysis* (i) a subexposição em renda variável prejudicou o valor, devido a um melhor desempenho em relação aos títulos e (ii) a seleção de instrumentos gerou ganhos principalmente em ações devido à sobreexposição a ações latino-americanas e *US Large Cap Value*. Em renda fixa, a seletividade diminuiu nosso valor.

Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho							Desde início**	Volatilidade 5 anos*
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	1,1%	-8,0%	-19,6%	-19,7%	-1,5%	0,2%	2,7%	6,0%	9,9%
Benchmark	1,2%	-8,8%	-22,4%	-22,7%	-2,9%	-0,9%	1,8%	4,1%	9,5%
Out/Under perf. (bps)	-5	75	278	291	144	106	99	192	
Ações	3,5%	-8,7%	-24,1%	-24,2%	0,2%	0,4%	4,1%	3,8%	14,5%
Benchmark	3,2%	-9,5%	-25,1%	-25,4%	-0,2%	0,1%	3,8%	3,1%	14,4%
Europe ex UK	7,5%	-8,2%	-28,1%	-27,4%	-2,3%	-2,0%	2,5%	2,3%	18,8%
Europe Small Cap ex UK	8,1%	-12,7%	-35,2%	-35,9%	-1,3%	-2,3%	5,6%	8,5%	22,8%
UK	5,9%	-9,9%	-16,7%	-15,8%	-4,4%	-4,0%	-1,6%	-0,5%	18,4%
US Large Cap Growth	4,3%	-11,7%	-29,9%	-28,4%	10,9%	12,0%	13,5%	--	21,3%
US Large Cap Value	11,2%	-0,9%	-8,9%	-5,5%	5,0%	4,7%	7,4%	5,0%	17,5%
US Small Caps	10,2%	-3,0%	-16,4%	-17,5%	7,2%	5,8%	9,5%	10,7%	22,8%
Japan	3,0%	-10,9%	-25,8%	-26,3%	-5,2%	-2,9%	3,4%	0,9%	15,1%
Desenvolvidos	7,2%	-6,8%	-20,1%	-18,5%	6,1%	6,4%	8,9%	7,8%	17,7%
LatAm	9,6%	5,8%	5,7%	6,8%	-6,8%	-4,3%	-4,7%	5,7%	30,7%
LatAm Small Cap	10,5%	9,5%	1,2%	2,4%	-6,9%	-3,9%	-6,4%	8,3%	33,2%
China	-16,8%	-28,8%	-42,8%	-47,9%	-13,8%	-9,7%	-0,1%	8,4%	22,2%
EM Asia ex China	1,5%	-10,6%	-26,0%	-23,8%	3,5%	1,8%	4,6%	--	19,2%
EM Asia Small Cap	-2,3%	-11,6%	-30,7%	-29,5%	3,4%	-1,3%	2,3%	8,4%	19,9%
EM Europe and Middle East	4,8%	-3,0%	-34,8%	-39,0%	-9,9%	-6,2%	-6,4%	1,5%	21,3%
Emergentes	-3,1%	-14,1%	-29,4%	-31,0%	-4,4%	-3,1%	0,8%	9,6%	17,7%
Renda fixa	-1,0%	-7,7%	-18,9%	-19,2%	-5,4%	-1,8%	-0,1%	5,1%	5,9%
Benchmark	-0,8%	-8,1%	-19,8%	-20,1%	-6,1%	-2,3%	-0,6%	4,2%	5,9%
US Govt Agencies	-1,4%	-7,2%	-14,3%	-14,1%	-3,6%	-0,5%	0,4%	4,3%	4,9%
US TIPS	1,2%	-8,0%	-12,5%	-11,5%	1,1%	2,2%	1,0%	5,9%	5,7%
US Mortgages	-1,4%	-9,6%	-14,9%	-15,0%	-4,2%	-1,2%	0,4%	4,3%	4,4%
US Corps	-1,0%	-9,0%	-19,6%	-19,6%	-4,2%	-0,3%	1,5%	5,9%	7,5%
US High Yield	2,6%	-3,7%	-12,5%	-11,8%	0,3%	2,0%	4,1%	9,0%	9,1%
Europe Broad	0,9%	-11,3%	-27,1%	-28,2%	-9,5%	-5,3%	-1,8%	5,0%	5,2%
Europe High Yield	2,9%	-7,0%	-24,7%	-25,6%	-5,9%	-3,5%	0,8%	9,0%	9,2%
Japan Broad	-2,8%	-11,7%	-25,4%	-26,1%	-11,7%	-5,6%	-5,3%	-0,1%	8,0%
Dívida Desenvolvidos [1]	-0,5%	-9,2%	-19,6%	-19,9%	-5,4%				
EM Sovereign IG	-1,3%	-9,1%	-23,2%	-22,6%	-6,1%	-1,3%	0,8%	7,4%	8,6%
EM Sovereign HY	2,1%	-4,0%	-20,6%	-21,6%	-6,6%	-4,0%	0,6%	9,0%	14,0%
EM Corporate IG	-2,4%	-6,4%	-18,4%	-18,3%	-4,1%	-0,4%	1,5%	--	5,8%
EM Corporate HY	-3,3%	-6,6%	-22,5%	-23,0%	-6,1%	-1,7%	2,3%	--	9,8%
EM Local Markets	-1,4%	-5,9%	-14,2%	-14,2%	-5,1%	-1,6%	-1,5%	--	10,8%
Dívida Desenvolvidos [1]	-1,5%	-6,1%	-18,3%	-18,5%	-5,6%				
Caixa	0,2%	0,6%	0,8%	0,8%	0,6%	1,1%	0,7%	1,7%	0,3%
Ouro	-2,0%	-6,5%	-9,2%	-7,4%	2,7%	5,2%	-0,5%	12,1%	13,1%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboração própria

Valorizações

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2022e	2023e		2022e
DM	14.7x	14.9x	2,0%	2.7x	2.2x	11%	5%	17%	1,3
US	61,0	16.6x	27,0%	-0,3	3.9x	-93%	17%	-2%	-0,7
Europe	11.5x	13.0x	4,0%	1.8x	1.7x	12%	2%	12%	1,0
Japan	12.2x	14.6x	3,0%	1.3x	1.3x	-11%	2%	9%	-1,1
EM	36,0	9.9x	12,0%	0,0	1.5x	0%	-11%	-4%	-
EM Asia	34,0	10.2x	11,0%	0,0	1.4x	6%	-10%	-4%	5,7
CEEMEA	10.4x	9.3x	4,0%	1.8x	1.5x	-36%	5%	24%	-0,3
LatAm	7.6x	11.9x	8,0%	1.7x	1.9x	15%	-12%	21%	0,5
China	8.4x	11.5x	3,0%	1.1x	1.9x	-7%	15%	11%	-1,2
S. Korea	57,0	8.4x	9,0%	0,0	0.9x	8%	-19%	-8%	7,1
Taiwan	9.6x	14.4x	5,0%	1.9x	1.9x	-8%	-9%	21%	-1,2
India	21.0x	17.0x	2,0%	3.6x	3.1x	0%	19%	14%	-
Indonesia	14.2x	14.1x	4,0%	2.6x	3.2x	19%	5%	17%	0,7
Malaysia	13.0x	14.9x	4,0%	1.4x	1.9x	-6%	13%	11%	-2,2
Thailand	16.6x	13.4x	3,0%	2.0x	2.0x	-3%	8%	10%	-5,5
Philippines	14.0x	16.2x	2,0%	1.7x	2.5x	12%	20%	9%	1,2
S. Africa	59,0	8.1x	19,0%	0,2	1.6x	25%	-2%	-2%	2,4
Turkey	5.1x	8.0x	6,0%	1.5x	1.4x	84%	-10%	26%	0,1
Poland	6.3x	11.5x	5,0%	0.9x	1.4x	-7%	-22%	11%	-0,9
Czech R.	58,0	7.9x	24,0%	0,3	2.2x	-49%	147%	0%	-1,2
Saudi	15.4x	14.4x	3,0%	2.6x	2.1x	25%	9%	31%	0,6
UAE	12.3x	11.6x	4,0%	1.8x	1.4x	-6%	7%	14%	-2,1
Brazil	6.6x	10.7x	9,0%	1.6x	1.8x	8%	-14%	26%	0,8
Mexico	12.3x	15.0x	4,0%	1.9x	2.5x	19%	6%	18%	0,6
Chile	7.9x	15.2x	7,0%	1.4x	1.9x	100%	-20%	15%	0,1
Colombia	5.2x	13.1x	16,0%	1.0x	1.5x	33%	-10%	29%	0,2
Peru	10.0x	12.5x	5,0%	1.7x	2.8x	32%	-7%	18%	0,3

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos de 26 de outubro de 2022

* PEG: PE ratio/Earnings Growth

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, aporte ou retirada de qualquer tipo de valores mobiliários, mas são divulgadas para fins meramente informativos aos nossos clientes. As projeções e estimativas que são apresentadas foram elaboradas pela nossa equipa de trabalho, suportadas pelas melhores ferramentas disponíveis, no entanto, isso não garante o seu cumprimento. A informação contida neste relatório não corresponde a objetivos de investimento específicos, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer destinatário dela. Antes de realizar qualquer transação com valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre as condições da operação, bem como os direitos, riscos e responsabilidades nela implícitos, para os quais as empresas do Compass Group e/ou pessoas vinculadas ("Compass Group"), não assume qualquer responsabilidade, direta ou indireta, derivada do uso das opiniões contidas neste relatório. Qualquer opinião expressa neste material está sujeita a alterações sem aviso prévio pelo Compass Group, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações nele contidas. O Compass Group, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários, podem fazer comentários de mercado ou transações orais ou escritas que reflitam uma opinião diferente das expressas neste relatório.

CONCLUSIONES TAACo GLOBAL

Tactical Asset Allocation Committee Global



COMPASS GROUP