

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Junho	3 meses	YTD	1 Ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início * **	
TAACo	2,5%	1,4%	6,3%	7,2%	3,6%	2,9%	3,9%	4,9%	10,1%
Benchmark	2,8%	1,8%	6,5%	7,1%	1,7%	2,0%	3,0%	3,5%	9,8%
Out/Underperformance (bps)	-29	-37	-28	9	189	84	83	135	
Ações	5,0%	3,6%	9,9%	11,0%	7,0%	3,8%	5,1%	3,5%	14,8%
Benchmark	5,0%	3,8%	10,1%	11,6%	6,7%	3,7%	4,9%	3,0%	14,7%
Renda Fixa	0,5%	-0,3%	3,1%	2,9%	-2,8%	0,4%	1,3%	4,1%	6,2%
Benchmark	0,6%	-0,3%	3,1%	2,6%	-3,4%	0,0%	0,9%	3,5%	6,2%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	-2,7%	-3,4%	5,4%	5,2%	2,6%	8,9%	4,8%	9,4%	4,5%

Resultados em 30 de junho de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

Ser ou não ser, essa é a questão	1
Alocação de ativos	3
Resultados globais da TAACo em junho de 2023	16
Desempenho histórico	17

Ser ou não ser, essa é a questão¹

O cenário global é de desaceleração econômica e de fim de ciclo, desencadeada principalmente por medidas monetárias restritivas adotadas pelos bancos centrais - elevando as taxas de juros e retirando o excesso de liquidez - para fazer frente a níveis de inflação não vistos em quatro décadas; inflação que está se mostrando mais resistente e mais difícil de lidar. Isso leva à necessidade de algumas das maiores economias do mundo, lideradas pelos EUA, manterem as taxas de juros altas ou até mesmo aumentá-las. Embora os balanços corporativos e das famílias estivessem financeiramente sólidos no início do ajuste, a prevalência de uma alta inflação e as consequentes altas taxas aumentam os riscos de uma maior deterioração das finanças governamentais, corporativas e pessoais.

Isso em um ambiente pós-pandemia e em meio a uma revolução digital acelerada e megatendências que deram origem à Quarta Revolução Industrial que estamos vivendo, significa que mais uma vez na história a forma como o mundo funciona está mudando. Por isso, há três anos temos visto deslocamentos ou correlações incomuns no mercado, e o caminho para a "normalização" está parecendo cada vez mais complexo, o que não significaria um retorno à dinâmica que conhecemos, mas sim novas normalidades em muitas áreas.

Esse contexto de crescimento menor e inflação alta, que exigiria taxas de juros mais altas por mais tempo, não parece promissor, para ações e nem para *bonds*. As taxas de juros que poderiam subir ainda mais, diminuiriam o valor da renda fixa e implicariam em avaliações mais baixas para as ações também. Uma situação específica em que as duas principais classes de ativos - ações e *bonds* - não são atraentes.

A economia global desacelera, principalmente devido ao aumento das taxas de juros para conter a inflação histórica

O ambiente pós-pandemia e a aceleração da revolução digital levam a deslocamentos de mercado

O contexto atual não parece promissor para ações ou *bonds*

¹ A primeira frase da peça Hamlet, de William Shakespeare, simboliza a dúvida diante de um dilema.

No entanto, ao aprofundar a análise, apesar de ser recomendável ter uma postura conservadora, há aspectos a serem considerados que revelam certas oportunidades. As altas registradas no decorrer do ano mostram divergências evidentes entre regiões, tamanhos de capitalização e setores. Esse também é o caso das avaliações.

Outro fator a ser considerado é que, apesar da desaceleração, O momentum econômico é positivo para os EUA, a economia mostra resiliência e ainda existem certos nichos de ações com fundamentos robustos que não fizeram parte do rali ou das fortes altas que foram vistas em 2023. Um cenário de recessão no médio prazo parece pouco provável e, desde que a inflação não volte a disparar, apesar de persistente, existiria valor em determinadas subclasses de ações.

Assim, para este mês, aumentamos nossa posição em ações de underweight para neutro, em detrimento da renda fixa, que pode ser afetada por aumentos nas taxas de juros, e mantemos uma posição em caixa.

Postura conservadora, mas algumas oportunidades são visíveis

O momentum econômico positivo dos EUA reduz a probabilidade de recessão

O patrimônio líquido é neutralizado às custas da RF, e uma posição de caixa é mantida

ALOCAÇÃO DE ATIVOS | JULHO DE 2023

TAACo Global	Bench.	Bench.tot	Junho	Julho	OW / UW	Câmbio		
Ações	50%		45%	50%	N	5,0%		+
Renda fixa	50%		50%	45%	UW	-5%	-5,0%	-
Caixa			5%	5%	OW	5,0%		
Ouro					N			
Portfólio total								
Europe ex UK	13,5%	6,8%	13,5%	12,0%	UW	-1,5%	-1,5%	-
Europe Small Cap ex UK	1,3%	0,7%	0,5%		UW	-1,3%	-0,5%	-
UK	2,9%	1,5%	2,9%	1,9%	UW	-1,0%	-1,0%	-
US Large Cap Growth	15,8%	7,9%	15,8%	15,8%	N			
US Large Cap Value	14,0%	7,0%	14,0%	14,0%	N			
US Small Caps	3,6%	1,8%	2,0%	3,6%	N		1,6%	+
Japan	4,9%	2,5%	4,9%	6,5%	OW	1,6%	1,6%	+
Mercados desenvolvidos	56,0%	28,0%	53,6%	53,8%	UW	-2,2%	0,2%	+
LatAm	4,1%	2,1%	5,1%	6,1%	OW	2,0%	1,0%	+
LatAm Small Cap	0,7%	0,4%	0,7%	1,7%	OW	1,0%	1,0%	+
China	12,7%		12,7%	12,7%	N			
EM Asia ex China	15,6%	7,8%	17,0%	15,6%	N		-1,4%	-
EM Asia Small Cap	4,0%	2,0%	4,0%	4,0%	N			
EM Europe and Middle East	6,9%	3,5%	6,9%	6,1%	UW	-0,8%	-0,8%	-
Mercados emergentes	44,0%	15,7%	46,4%	46,2%	OW	2,2%	-0,2%	-
Total de ações	100,0%	43,7%	100,0%	100,0%				
Treasuries 5Y	6,0%		6,5%	6,0%	N		-0,5%	-
Treasuries 10Y	11,5%		11,5%	10,5%	UW	-1,0%	-1,0%	-
Treasuries 30Y	6,6%		6,6%	6,6%	N			
US Tips	2,8%		1,5%	1,5%	UW	-1,3%		
Global Corporate IG	26,5%		29,0%	26,5%	N		-2,5%	-
Global Corporate HY	4,3%		3,6%	3,6%	UW	-0,7%		
Dívida desenvolvida	57,7%		58,7%	54,7%	UW	-3,0%	-4,0%	-
EM Sovereign IG	5,0%	2,5%	3,5%	5,0%	N		1,5%	+
EM Sovereign HY	5,5%	2,8%	3,0%	4,0%	UW	-1,5%	1,0%	+
EM Corporate IG	3,6%		6,2%	5,3%	OW	1,7%	-0,9%	-
EM Corporate HY	5,0%		5,0%	6,5%	OW	1,5%	1,5%	+
EM Local Markets	23,2%	11,6%	23,6%	24,5%	OW	1,3%	0,9%	+
Dívida emergente	42,3%	16,9%	41,3%	45,3%	OW	3,0%	4,0%	+
Total de renda fixa	100,0%	16,9%	100,0%	100,0%				

A postura cautelosa é mantida. Com um OW em ações, UW em títulos e OW em caixa.

Ações: as ações europeias são levadas para a UW para financiar a OW no Japão

Ações neutras de Small Cap, Large Cap Value e Growth dos EUA

Ações emergentes OW via América Latina, onde o OW aumenta

Neutro China e Ásia EM

UW EMEA

Bonds:

OW EM vs DM

UW Treasuries 10Y, neutro 5Y e 30Y

Dicas da UW e HY Global

Neutro Global IG

OW Corporate Emerging IG e HY, e Mercados Locais,

Em julho, a exposição a *bonds* foi reduzida para 45%, as ações passaram a ser neutras em 50% e 5% foram mantidos em caixa. Um ambiente mais longo de taxas de juros altas não é atraente para *bonds* e ações.

As ações fora dos EUA continuam a ser favorecidas, principalmente nos mercados emergentes onde os cortes nas taxas de juros são iminentes, como na América Latina. O Japão é o favorito devido ao melhor *momentum* econômico e corporativo, em detrimento da Europa, onde as perspectivas estão piorando. Em *bonds*, os mercados emergentes e os instrumentos de duração mais curta também são favorecidos devido à inversão acentuada da curva e como proteção contra novos aumentos nas taxas.

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX UK: *Large e Small Cap* passam para *underweight*

O *momentum* econômico se deteriora e, com as decepções dos dados, as ações perdem impulso. Em junho, embora tenha havido uma recuperação, as ações europeias ex-Reino Unido subiram cerca de 5% (em USD), ficando atrás das ações dos EUA.

O índice de surpresa econômica mergulha em território negativo, atingindo níveis não vistos desde o início da pandemia, os indicadores de confiança recuam e o consumo é deprimido (as vendas no varejo contraíram-se nos últimos 8 meses). Na França, a onda de protestos que abalou o país levou a uma deterioração das expectativas e, na Alemanha, os dados também decepcionaram; como consequência do menor dinamismo do comércio internacional, os pedidos às fábricas contraíram-se em maio 4% em relação ao ano anterior, completando 15 meses de quedas consecutivas. O setor industrial permaneceu dinâmico devido a uma grande *carteira de pedidos em atraso*, enquanto os novos pedidos estão caindo, mas a situação se deteriorará ainda mais. Assim, o principal indicador PMI do setor industrial da Zona do Euro ficou em 43,4 pontos em junho, afundando ainda mais em território contracionista para o setor nos próximos 6-12 meses. Da mesma forma, o PMI de serviços caiu de 55,1 para 52 pontos no mesmo mês.

Enquanto isso, a inflação continua em uma trajetória de convergência e caiu para 5,5% ao ano em junho (6,1% em maio), mas o núcleo da medida continua "teimoso", subindo para 5,4% ao ano. O Banco Central Europeu deve continuar o aperto monetário. Na reunião de junho, a taxa de juros foi elevada em 25 pontos-base (bps) para 3,50% e a expectativa da taxa terminal foi elevada para 4,0%, deixando mais dois aumentos de 25 bps para o restante do ano. As taxas de juros continuaram a subir no último mês, acentuando a inversão da curva na parcela de 2 a 10 anos. Como referência, na Alemanha, a taxa do Bund de 2 anos subiu ~40 bps, para 3,22% e a de 10 anos 25 bps, para 2,60%.

Quanto ao setor corporativo, estima-se que os lucros crescerão 3% em 2023, um número que foi corrigido para baixo no último mês (estimativa do Citi, Factset). Apesar da turbulência, espera-se que o crescimento dos lucros seja liderado pelo setor financeiro e, em menor escala, pelos setores de tecnologia e de consumo discricionário. Em nível nacional, a Holanda se destaca com um crescimento esperado de 60% nos lucros este ano, impulsionado pela empresa de semicondutores ASML. A França, o país com o maior peso no índice europeu, deverá registrar uma contração nos lucros de cerca de 4,3% (que foi corrigida para baixo), enquanto na Alemanha os lucros deverão crescer modestos 2%.

A defasagem dos últimos meses atenua as avaliações. O índice Preço/Unidade (P/U *fwd.*) de doze meses é negociado abaixo da média de cinco anos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares desenvolvidos. Este último está novamente dois desvios-padrão abaixo da média.

A deterioração do *momentum* econômico e corporativo, a correção para baixo nas estimativas de lucros e os fluxos de saída **nos levaram a sair da posição *underweight*** para financiar outros ativos com maior potencial de valorização.

REINO UNIDO: *Passou de neutro para underweight*

A atratividade das avaliações e dos rendimentos de dividendos (~4,5) não é suficiente para manter uma posição nas ações Britânicas. A perda de dinamismo econômico, as pressões inflacionárias persistentes, o fortalecimento da libra esterlina - que diminui as receitas do setor de exportação -, o enfraquecimento do setor corporativo, a correção para baixo nas estimativas de lucros e um índice de ações com baixa exposição ao setor de tecnologia, entre outros, nos levam a **cortar a posição de neutro para *underweight***.

O índice de surpresa econômica continua positivo, mas com uma tendência de queda. Os PMIs de manufatura e de serviços em junho foram de 46,5 e 53,7 pontos, ambos com queda em relação a maio, enquanto a produção industrial e as vendas no varejo sofreram uma contração em relação ao ano anterior. Apesar do mercado de trabalho apertado (taxa de desemprego de 4% em maio), o consumo não conseguiu se sustentar devido à alta inflação, que pressiona o poder de compra das famílias.

A inflação permaneceu em 8,7% ao ano em maio - apesar das expectativas de que cairia - enquanto o núcleo da medida acelerou para 7,1%. Além das pressões inflacionárias, os salários também continuaram a se acelerar, aumentando 6,9% em doze meses em maio. A persistência da inflação levou o Banco da Inglaterra a apertar ainda mais o tom restritivo da política monetária e, portanto, surpreendeu o mercado ao aumentar a taxa em 50 bps em junho, em vez dos 25 bps esperados. Assim, a taxa de referência está agora em 5,0% e espera-se que atinja 6,5% no início do próximo ano, onde permanecerá por um período prolongado. Assim como em outros países desenvolvidos, a curva de rendimento subiu no mês passado, com um *bear flattener*. Assim, a taxa de 2 anos subiu quase 90 bps, para 5,4%, e a taxa de 10 anos subiu cerca de 40 bps, para 4,65%, o nível mais alto desde 2008.

O setor corporativo, que foi resiliente em 2022, sofrerá com o crescimento econômico mais lento este ano; espera-se que os lucros sofram uma contração de cerca de 7,8% em 2023 - um número que foi corrigido para baixo no último mês - com os setores de materiais e energia devendo ter os piores desempenhos, enquanto o setor financeiro e, em menor escala, o de tecnologia terão o maior crescimento de lucros. O índice de ações é caracterizado por uma geração de lucros mais internacional do que doméstica, estando, portanto, amplamente exposto às expectativas de crescimento global e afetado pela valorização da libra esterlina - que ganhou quase 7% até agora neste ano.

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth e Value* permanecem em neutralidade, enquanto as *small caps* também foram elevadas de *underweight* para neutralidade.

Em junho, a alta concentrada dos 7 grandes² permeou os setores e estilos mais atrasados. As ações de *Small Cap* subiram 7,8% contra 6,1% das de *Large Cap*, os setores cíclicos, como o industrial e o de materiais, quase 11%, e o de tecnologia, 6%.

Em junho, o S&P500 subiu 6,5%, as ações *de value* se recuperaram para subir 5,4% e as ações *de Growth* subiram 6,8%. Assim, as avaliações desses tipos de ações se tornaram mais caras, com uma relação P/U *fwd.* negociada na média dos últimos 5 anos. Por outro lado, as ações de *Small Cap* sofreram com os aumentos das taxas de juros, o aperto da liquidez e o aumento das restrições de crédito pelos bancos, e continuam a ser negociadas com avaliações defasadas e abaixo da média.

Com relação ao setor corporativo, a estimativa de lucros para 2023 foi reduzida ainda mais (1,3% de 1,8% no mês passado). Os lucros serão impulsionados principalmente pelos setores de consumo discricionário e de serviços de comunicação. Para a temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre, estima-se uma contração de lucros de cerca de 7% para as ações do S&P500, que seria a maior desde o início da pandemia.

A queda nos lucros já estaria internalizada nos preços e o bom *momentum* econômico poderia oferecer espaço para surpresas nos resultados, como foi o caso do crescimento. Para o primeiro trimestre do ano, o crescimento do PIB foi corrigido para cima, para 2% em base anual, de 1,3% nas revisões preliminares, principalmente devido ao consumo, que demonstrou força em função de um mercado de trabalho restrito.

² Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla e Alphabet.

Assim, o *momentum* econômico é positivo e ascendente. Em junho, foram criados 209 mil novos postos de trabalho (vs. 230 mil esperados), embora o relatório de emprego privado da ADP tenha registrado 497 mil (vs. 225 mil esperados). A taxa de desemprego caiu para 3,6% e os salários aumentaram 4,4% em relação ao ano anterior. Enquanto isso, há uma disparidade entre os principais indicadores do setor industrial, que são mais pessimistas, e os de serviços, que projetam um forte crescimento no setor.

A inflação continuou a diminuir, ficando acima das expectativas em junho, com a inflação *geral* em 3% a.a., enquanto o núcleo da inflação permaneceu mais alto e persistente em 4,8% em 12 meses. Apesar disso, o nível de inflação ainda é alto o suficiente para manter o aperto monetário e, portanto, juntamente com um mercado de trabalho apertado, o Fed decidiu pausar os aumentos das taxas em junho, mas aumentar a projeção da taxa terminal no *gráfico de pontos*, juntamente com as perspectivas de crescimento e inflação. O PIB crescerá 1% este ano, acima dos 0,4% estimados em março, e o núcleo da inflação atingirá 3,9% até o final do ano (3,6% estimados anteriormente). Isso deixaria mais dois aumentos na taxa de juros, o que levaria a *Fed Fund Rate* a 5,75% até o final do ano. Nos últimos 30 dias, a curva da taxa de juros registrou aumentos significativos, com a taxa de 2 anos subindo para 4,9% e a taxa de 10 anos chegando a 4,05%.

A vulnerabilidade antes da temporada de relatórios corporativos que está começando e as avaliações que vêm perdendo atratividade nos levam a permanecer cautelosos em relação às ações dos EUA. Entretanto, reconhecendo que há um bom *momentum*, é difícil assumir uma posição vendida. **O posicionamento em ações de Growth e Value permanece neutro, enquanto as *small caps* também foram elevadas para neutras, dada a diminuição do estresse financeiro e a possibilidade de rotação no segundo semestre do ano.**

JAPÃO: A exposição às ações japonesas aumentou de neutra para *overweight*

A *momentum* econômico reverte a tendência negativa e o início do mês é positivo. As exportações, a produção industrial e as vendas no varejo conseguiram superar as expectativas. Apesar disso, os PMIs do setor industrial e de serviços caíram em junho, com a leitura do setor industrial caindo abaixo de 50 pontos.

Durante a reunião de política monetária de junho, o Banco do Japão manteve seu viés expansionista e o controle da curva da taxa de juros (YCC). Não haveria mudança na tendência até que houvesse evidências mais fortes de aceleração dos preços e salários, o que não aconteceria pelo menos até o final do ano. Em maio, a inflação ficou em 3,2% em relação ao ano anterior e a medida subjacente em 4,3%. Com a expectativa de que os aumentos da taxa de juros sejam adiados, o iene continuou a se desvalorizar, chegando a quase 145 ¥/USD no final de junho.

No nível das ações, o MSCI Japan ficou para trás em junho e subiu US\$ 4,2%, com o Nikkei ganhando 4,0%. O último índice tem um viés mais tecnológico do que o primeiro, contribuindo para a *recuperação* do setor e com empresas relacionadas a semicondutores e inteligência artificial entre as primeiras posições. Isso encerra a defasagem de curto prazo das ações globais. Isso levou a avaliações mais altas: o índice P/U *fwd.* é negociado em linha com a média de 5 anos em termos absolutos e em relação aos pares desenvolvidos. Espera-se que os lucros cresçam 5,7% este ano, um número que foi corrigido para cima no último mês e que está entre os mais altos dos países desenvolvidos. O *impulso* positivo das ações foi agravado pelos fluxos de entrada em fundos e ETFs nas últimas cinco semanas.

Assim, decidiu-se **aumentar a posição em ações japonesas para *overweight*** devido ao bom *momento* econômico, acionário e corporativo e às reformas estruturais que darão suporte de longo prazo ao mercado.

EMERGING STOCKS: Mantém-se neutro em relação à China, neutraliza o OW na Ásia EM ex. China, aumenta o OW em LatAm e passa de neutro para *UW* EMEA.

Junho começou positivo para os mercados asiáticos, com anúncios de estímulo em alguns setores chineses. Entretanto, o sentimento se inverteu a partir da metade do mês. Ao mesmo tempo, os dados econômicos continuaram a decepcionar e o desempenho dos mercados acionários da Ásia emergente, exceto a China, começou a ficar para trás. China começou a ficar defasada. Nesse contexto, **a posição neutra na China é mantida e é tomada a decisão de neutralizar a posição OW nos mercados acionários da Ásia emergente ex. China. China. A América Latina** teve o melhor desempenho em junho, e esperamos que continue assim com o início do ciclo de corte das taxas de política monetária e as avaliações com desconto, por isso decidimos **aumentar o OW**. Em relação à EMEA, **a posição passou de neutra para UW, já** que os cortes na produção de petróleo anunciados em junho não conseguiram impulsionar os preços do petróleo, a economia chinesa deve continuar a desacelerar (e/ou decepcionar) e a incerteza política permanece em vários países.

AMÉRICA LATINA: Aumenta o Overweight

Após a antecipação de um aperto monetário agressivo por parte dos bancos centrais, espera-se que um ciclo de cortes nas taxas de juros comece em breve, com os primeiros cortes nas taxas no Chile e no Brasil (julho e agosto, respectivamente). Isso está impulsionando os ativos de risco, tanto os de *Large* quanto os de *Small Caps*. Ao mesmo tempo, as avaliações da região permanecem com um desconto significativo, sendo negociadas abaixo de sua média de 10 anos (vários países próximos de suas mínimas históricas), com uma atratividade relevante em comparação com o restante dos mercados emergentes. Da mesma forma, a América Latina tem suporte de longo prazo, pois se beneficia de fatores estruturais, como os preços *das commodities*, favorecidos pela transição energética e pelas energias limpas, juntamente com a tendência de desglobalização que impulsiona *o nearshoring*, beneficiando principalmente o México. Assim, foi tomada a decisão de **aumentar a superexposição na América Latina, por meio de ações de Large e Small Caps**.

No caso do **Brasil**, a economia continua resiliente, particularmente com um melhor desempenho no setor agrícola, de modo que a perspectiva de crescimento para a economia em 2023 continua a ser corrigida para cima, esperando um aumento de 2,3% (de 1,7% estimado há um mês). Além disso, o mercado de trabalho recupera a força e a taxa de desemprego de maio cai para 8,3%, após a criação de 155 mil empregos formais no mês. Por outro lado, a inflação continua diminuindo, caindo em junho para 3,1% em doze meses, retornando à faixa de tolerância do BACEN. Além disso, o Conselho Monetário Nacional manteve a meta de inflação em 3%, com intervalo de tolerância de +/- 1,5%, e adotou um horizonte de política monetária de 2 anos, permanecendo praticamente em linha com a projeção de inflação do Banco Central para 2025 (3,1%). Dessa forma, o mercado antecipou em suas expectativas o início do ciclo de cortes da taxa Selic para agosto em relação a setembro, internalizando uma queda de 50 bps. para 13,25%, e esperando que encerre o ano em 12,0% (-175 bps., dos atuais 13,75%). No comércio internacional, o país registrou um superávit comercial de US\$ 45.512 milhões no primeiro semestre de 2023, atingindo um nível recorde desde o início da série histórica. No âmbito político, a estrutura da regra fiscal foi aprovada no Congresso, aguardando a votação de algumas emendas menores na Câmara dos Deputados, que deverão ser aprovadas após o retorno do recesso legislativo. De qualquer forma, deve-se observar que foram acrescentadas pequenas modificações que permitem maior controle sobre os gastos e que resultariam em um gasto fiscal em 2024 menor do que o inicialmente esperado pelo governo, o que foi interpretado positivamente pelo mercado. Ao mesmo tempo, a Câmara dos Deputados aprovou a reforma do imposto sobre o consumo, uma proposta que cria um IVA duplo ao unificar 5 impostos, o que beneficia as empresas ao simplificar o sistema tributário e estima-se que corrija as estimativas ascendentes do PIB potencial, que deverá ser aprovado no Senado. Com relação às avaliações, elas permanecem em níveis atraentes, com os índices P/U e preço/valor contábil (P/VL) abaixo de suas médias de cinco anos em termos absolutos - e atraentes em relação à região, no caso do primeiro. Com base no exposto, com uma perspectiva econômica melhor, expectativas de um ciclo de corte da taxa de referência à frente e *valuations* atraentes, juntamente com um menor risco político, decidimos **aumentar nosso OW em ações brasileiras**.

No **México**, a perspectiva de crescimento da economia para 2023 foi corrigida para cima, se esperando uma expansão de cerca de 2,3%, dada a força do mercado de trabalho juntamente com a demanda interna resiliente, apoiada por serviços e consumo. Este último impulsionado pelos níveis de remessas, que em maio registraram um recorde histórico de US\$ 5,6 bilhões, o que implica um crescimento de 10,2% em relação ao ano anterior. Enquanto isso, a inflação continua a se desacelerar, caindo para 5,1% em doze meses em junho, com o mercado esperando que o Banxico mantenha a taxa de política monetária em 11,25% pelo menos até novembro, quando projeta um corte de 25 bps. Isso dá suporte ao peso mexicano, que se valorizou cerca de 14,3% até agora neste ano. Além disso, o país conta com o apoio estrutural do *nearshoring* (deslocamento de parte da produção para outro país com custos mais baixos e proximidade geográfica), dado o avanço no mundo da tendência de desglobalização que foi exacerbada pela pandemia. Um exemplo da materialização desse fenômeno é que o país bateu recorde em sua participação no total de importações para os Estados Unidos de janeiro a maio de 2023 (15,4%), mantendo sua posição de principal parceiro comercial. Com relação às avaliações, os índices P/U *fwd.* e P/VL estão abaixo da média de 5 anos. Com base no exposto acima, com bons níveis de atividade, juntamente com um suporte estrutural que está se materializando e avaliações atraentes, decide-se **manter a superexposição em ações mexicanas.**

No **Chile**, há menos incerteza sociopolítica, com o processo constitucional avançando de forma ordenada no Conselho Constitucional, sem controvérsias - muito diferente do processo anterior. Embora o partido governamentista tenha se envolvido em controvérsias de corrupção, isso desacelerou a agenda mais radical do governo, forçando-o a moderar suas reformas e projetos. Em relação à economia, a atividade econômica em maio decepcionou o mercado com uma contração de 2,0% a.a., afetada por um desempenho pior do que o esperado do setor de mineração (-7,5% a.a.), juntamente com quedas no consumo, em linha com uma normalização econômica. Por outro lado, a inflação novamente surpreendeu positivamente em junho, caindo para 7,6% a.a. e destacando uma contração de 0,2% em relação a maio. O exposto acima, juntamente com a ata menos *hawkish* do Banco Central na reunião de política monetária de junho, que anunciou cortes na TPM de curto prazo (em linha com o corredor de taxas do IPoM de junho). Assim, o mercado internaliza que os cortes na taxa referencial começarão em julho, com uma queda inicial de 75 bps. para 10,5%, e espera que ela termine em 8,0% no final deste ano (-325 bps., dos atuais 11,25%). Com relação às avaliações, os índices P/U *fwd.* e P/LV permanecem em níveis atraentes, em termos absolutos e em relação à região, abaixo de suas médias de cinco anos. Com base no exposto, com menos incerteza política devido ao progresso na nova constituição, juntamente com um ciclo iminente de cortes nas taxas de juros, decidimos **manter uma superexposição em ações chilenas.**

No caso da **Colômbia**, a economia continua em tendência de desaceleração, com a atividade econômica contraindo 0,8% em abril (de 1,6% em março), juntamente com um mercado de trabalho que está perdendo força, com a taxa de desemprego subindo para 11,2% em maio, depois que a população urbana empregada caiu em 37.000 empregos. Enquanto isso, a inflação continua a desacelerar lentamente, diminuindo em junho para 12,1% em uma base de 12 meses, enquanto a reunião de política monetária de junho finalizou o aperto monetário e manteve a taxa de referência em 13,25%, e o mercado espera que ela permaneça nesse nível pelo menos até setembro deste ano. Na frente política, o governo sofreu uma grande derrota depois que a reforma trabalhista não conseguiu ser aprovada no primeiro debate e foi arquivada. No entanto, as reformas da previdência e da saúde foram aprovadas em primeira instância e serão discutidas durante o segundo semestre do ano, onde enfrentarão uma votação desafiadora, considerando que o presidente Petro está perdendo cada vez mais apoio, embora o governo tenha declarado que continuará a buscar sua aprovação. Com relação às avaliações, os índices P/U e P/VL permanecem em níveis atraentes, sendo negociados abaixo de suas médias históricas de cinco anos em termos absolutos e em relação à região. Nesse cenário de avaliações atraentes, mas em contraste com uma desaceleração econômica e alta incerteza política, decidimos **manter uma subexposição em ações colombianas.**

No **Peru**, a economia mantém uma tendência de desaceleração, com a atividade econômica de abril decepcionando o mercado ao crescer 0,3% em relação ao ano anterior (contra os 1,7% esperados), destacando que o setor agrícola registrou seu pior desempenho desde 1992 (-14,2%), afetado pelos efeitos das condições climáticas (devido ao fenômeno El Niño). Além disso, as perspectivas para a economia continuam fracas, uma vez que ainda há vários meses em que o El Niño pode ter efeitos adversos. Por outro lado, a inflação está desacelerando lentamente para 6,5% em 12 meses em junho, de modo que o consenso espera que a taxa de referência permaneça em 7,75% pelo menos até setembro deste ano. No comércio internacional, o preço do cobre - principal produto de exportação do país - caiu 5,9% nos últimos três meses, enquanto as exportações de mineração em abril caíram 5% em doze meses, com os embarques de cobre contraindo 1,8%. Na frente política, o governo mantém uma alta desaprovação e tem pouco capital político, mas há um baixo risco de mobilizações sociais exigindo o fim do governo, de modo que se mantém um status quo de relacionamento tenso com o congresso, com a expectativa de que Dina Boluarte termine seu governo em 2026. Com relação às avaliações, os índices P/U e P/VL são negociados abaixo de suas médias de 5 anos. Assim, com avaliações atraentes, mas contrastando com uma perspectiva econômica fraca e um contexto político tenso que gera problemas de governança e aumenta o risco-país que afeta o investimento, decidimos **manter nosso *underweight* em ações peruanas**.

A economia **Argentina** continua desacelerando, depois que a atividade econômica de abril contraiu 4,2% a.a., muito pior do que o esperado pelo mercado, afetada principalmente pela forte contração do setor agrícola (-36,8% em doze meses), devido à seca que afetou a produção de cereais. Da mesma forma, as pressões inflacionárias ainda estão presentes e em aceleração, atingindo 114,2% em abril em doze meses e espera-se que as pressões continuem estimando-se que a inflação possa atingir 150-160% a.a. até o final do ano. Ao mesmo tempo, há baixos níveis de reservas internacionais e reservas líquidas negativas (~ USD 27.527 e -5.955 milhões, respectivamente), depois de enfrentar os pagamentos das obrigações da dívida e as intervenções do governo para reduzir a diferença cambial entre a taxa de câmbio oficial e o *blue chip swap* (taxa de câmbio do mercado negro), que está próxima de 100%. Na frente política, as listas oficiais para as eleições do PASO (13 de agosto) foram finalizadas, com os candidatos mais prováveis sendo Sergio Massa pela Unión por la patria (bloco pró-governo) e Horacio Rodriguez Larreta (pelo Juntos por el cambio). Ao mesmo tempo, é importante observar como as perspectivas de Javier Milei evoluem, já que ele tem propostas mais radicais que, no caso de um bom resultado no PASO, poderiam afetar a economia, por exemplo, por meio de sua proposta de dolarizar a moeda, o que poderia provocar uma corrida cambial. Nesse cenário de condições macroeconômicas complexas e risco político, decidimos **manter nosso *underweight* em ações argentinas**.

CHINA: Manutenção da posição neutra

A primeira metade de junho foi positiva para o mercado chinês, já que a melhora no sentimento dos investidores tornou-se mais positiva em antecipação ao anúncio do governo de grandes pacotes de estímulo econômico. Entretanto, o restante do mês foi marcado pelo aumento das tensões comerciais e pela divulgação de dados econômicos decepcionantes. Na frente diplomática, o Secretário de Estado dos EUA, Antony Blinken, visitou a China e realizou uma série de reuniões com executivos seniores. Embora o tom da visita tenha sido positivo, as autoridades chinesas declararam que Taiwan é um de seus principais interesses e o grande risco em suas relações com os EUA. Em seguida, os EUA anunciaram novas sanções comerciais no setor de semicondutores, incluindo os chips da NVIDIA associados à Inteligência Artificial, que haviam sido deixados de fora das sanções anteriores. Os Países Baixos se juntaram a eles com restrições à exportação de três tipos de máquinas avançadas de litografia ultravioleta para fabricação de semicondutores. Em resposta a essas sanções, a China anunciou restrições às remessas de gálio e germânio, dois metais usados na fabricação de chips e equipamentos militares e de comunicação. Em seguida, a Secretária do Tesouro dos EUA, Janet Yellen, visitou a China na primeira semana de julho, declarando que a dissociação das duas economias desestabilizaria a economia global e que os EUA não pretendem ter uma vantagem econômica sobre a China. No entanto, o governo do gigante asiático declarou

que a imposição de sanções por motivos de segurança prejudica a economia. Assim, em uma tentativa de continuar apoiando a recuperação econômica, o governo chinês anunciou estímulos para o setor imobiliário, estendendo o pagamento de empréstimos pendentes e empréstimos fiduciários de empresas de construção por um ano.

O aumento das tensões geopolíticas foi acompanhado pela divulgação de uma série de dados econômicos decepcionantes e em desaceleração, sugerindo que a recuperação pós-reabertura pode já ter *atingido o pico*. Assim, a produção industrial e as vendas no varejo de maio desaceleraram em relação a abril (3,5% e 12,7% a.a., respectivamente), as exportações de maio contraíram 7,5% em doze meses, decepcionando o mercado, e espera-se que essas quedas se aprofundem em junho. O risco deflacionário permanece, com a inflação de junho mostrando um avanço anual zero e os preços ao produtor contraindo 5,4%. Enquanto isso, os PMIs do setor industrial estão oscilando em território neutro, enquanto os PMIs de serviços estão desacelerando em território expansionista. Por outro lado, o Banco Central cortou o sistema de taxas de juros em 10 bps em todos os seus vencimentos, decepcionando o mercado que esperava uma queda mais acentuada na taxa de empréstimo de 5 anos que orienta o mercado imobiliário, que está enfrentando sérios problemas de liquidez.

Após o desempenho ruim das ações em junho, as avaliações parecem descontadas, sendo negociadas mais de um desvio-padrão abaixo de suas médias de cinco anos, tanto para o índice P/U quanto para o índice P/VL. Embora se projete que os lucros cresçam na maioria dos países emergentes este ano, eles sofreram uma correção acentuada para baixo no último mês e nos últimos três meses, devido a uma recuperação econômica mais lenta do que o esperado. Com relação aos fluxos, continuamos a observar saídas líquidas no último mês do principal ETF do país. Diante desse cenário mais negativo para a economia chinesa, mas em vista da possível surpresa de um pacote de estímulo econômico para reanimar a economia, decidimos **manter nossa posição neutra na China**.

EMERGENTE DA ÁSIA EX CHINA: Transferido para neutro de OW

Em junho, a Ásia Emergente ex China teve um ganho limitado de USD 2,0%, com desempenhos diferentes entre os países e arrastada principalmente pela tendência de queda do mercado chinês na segunda metade do mês. A alta exposição desses países à economia global e à China em particular, juntamente com a dependência de alguns países do setor de tecnologia e, portanto, expostos a maiores tensões comerciais, nos leva a **neutralizar a posição na EM Asia ex China**.

Em junho, as ações indianas se desacoplaram do restante da Ásia Emergente, avançando US\$ 4,5%. A Índia continua a liderar a região em termos de *impulso* econômico, exibindo PMIs de manufatura e serviços em junho, com 57,8 e 58,5 pontos, respectivamente, ambos em amplo território de expansão. O primeiro-ministro indiano Narendra Modi visitou os EUA durante o mês e se reuniu com o presidente Joe Biden para concluir uma série de acordos comerciais e de defesa. Além disso, foi anunciado que o governo pressionou por novas linhas de crédito com países africanos, buscando superar a China. Na frente de preços, a inflação em maio continuou a desacelerar para 4,3% em uma base de doze meses, enquanto o banco central decidiu manter a taxa de referência em 6,5% em junho, em linha com as expectativas do mercado. No curto prazo, não se espera que o Banco Central inicie o ciclo de cortes, pois afirmou que o fenômeno El Niño poderia afetar o nível normal de chuvas e gerar pressões inflacionárias adicionais. As exportações e importações em maio sofreram contração, mas com quedas menores do que em abril e destacando a força contínua das exportações de serviços. As avaliações continuam a ser negociadas em torno de suas médias de cinco anos, mas continuam a ser observadas entradas líquidas no último mês. A projeção de lucros aponta para um crescimento de mais de 20% para este ano, com correção para cima. Assim, e juntamente com o comportamento defensivo que esse mercado tem demonstrado nos últimos anos, decidimos **manter nossa posição neutra em ações indianas**.

As ações Sul-coreanas reverteram os ganhos dos meses anteriores e apresentaram um desempenho estável em junho (0% em USD), devido às quedas no mercado chinês na segunda metade do mês e à deterioração no setor de semicondutores, que supostamente está enfrentando seu pior trimestre em anos. A *dinâmica* econômica se aprofundou em território contracionista em junho, com o PMI industrial em 47,8 pontos e caindo pela primeira vez desde maio, associado à menor demanda e ao otimismo dos negócios. Esse registro agora é de 13 meses em território contracionista. O comércio exterior em junho decepcionou, com as exportações e importações contraindo 6,0% e 11,7% em relação ao ano anterior, respectivamente. Enquanto isso, a inflação de junho continuou em sua trajetória de desaceleração pelo quinto mês consecutivo, avançando 2,7% em relação ao ano anterior, atingindo seu nível mais baixo desde setembro de 2021. A nova decisão de política monetária será anunciada em 13 de julho, com a expectativa de que a taxa de referência permaneça inalterada. As avaliações estão sendo negociadas cerca de um desvio padrão acima de sua média de 5 anos (P/U *fwd.*), enquanto as projeções de lucros, apesar de negativas, continuam a ser corrigidas para cima no último mês. Em um cenário de maior incerteza na Ásia e avaliações caras, decidimos **neutralizar nossa posição OW em ações sul-coreanas**.

Taiwan igualou o desempenho da Coreia do Sul em junho, com um desempenho estável (0% em USD). *O impulso* econômico continuou a se deteriorar, com o PMI industrial em 44,8 bps e as exportações caindo no ritmo mais rápido em 14 anos. Apesar do apoio econômico dos EUA, as remessas para a economia americana, bem como para a China, caíram, enquanto as exportações de peças eletrônicas caíram 21,3% em relação ao ano anterior. No entanto, em contraste com as quedas nas exportações de chips, a Taiwan Semiconductor Manufacturing Company registrou vendas acima das estimativas do mercado devido ao *boom da* Inteligência Artificial e é a principal fornecedora de tais semicondutores da NVIDIA. Enquanto isso, a inflação continuou a diminuir, aumentando 1,8% nos doze meses até junho, enquanto o registro do núcleo acelerou ligeiramente para 2,6%, acima da meta de inflação de 2,0%. Em sua última reunião, em junho, o banco central parou de aumentar a taxa de referência, mas com opções para retomar os aumentos, se necessário, seguindo os passos do Fed. As avaliações parecem caras em termos históricos, com o P/U *fwd.* sendo negociado 1 desvio padrão acima de sua média de 5 anos, enquanto as projeções de lucros para este ano apontam para quedas anuais de mais de dois dígitos e continuam a ser corrigidas para baixo. No último mês, foram observadas saídas líquidas do principal ETF do país. Como resultado, foi tomada a decisão de **manter a posição neutra em ações de Taiwan**.

Na **Indonésia**, junho foi um mês estável para os mercados, com *o impulso* econômico melhorando na margem, exibindo um PMI industrial de 52,5 bps. Os preços do carvão e do óleo de palma, duas de suas principais exportações, pouco se alteraram, enquanto a rupia se desvalorizou 0,5%. As exportações surpreenderam em maio, com expansão de 1% ao ano, enquanto as importações aumentaram 14,4%, deixando para trás dois meses de quedas. Em junho, a inflação continuou a convergir para a meta, aumentando 3,5% em relação ao ano anterior. Nesse contexto, o banco central decidiu manter a taxa de referência em 5,75% em sua reunião de junho, e se reunirá novamente na última semana de julho. As avaliações continuam a ser descontadas, sendo negociadas abaixo de sua média de 5 anos (tanto P/U *fwd.* quanto P/VL) e continuamos a ver entradas líquidas de fluxos de investimento para o principal ETF do país. Por outro lado, a projeção de lucros para este ano está entre as três principais entre os países emergentes, mas foi corrigida para baixo no último mês. Do lado **tailandês**, o mercado recuou 2,8% em termos de dólar em junho, apoiado por uma depreciação de 1,7% do baht tailandês. As turbulências políticas pós-eleitorais continuam levando o PMI industrial a recuar para 53,2 pontos em junho, mas ainda em território expansionista. O comércio exterior continuou a apresentar quedas ano a ano em maio e o fraco desempenho econômico empurrou a inflação de junho para 0,2% a/a, abrindo a porta para que o banco central interrompa seus aumentos da taxa básica de juros, apesar do viés contracionista sugerido na declaração de sua última reunião. As avaliações estão um pouco abaixo de suas médias de 5 anos (tanto P/U *adiantado* quanto P/VL) e as projeções

de lucros estão fortemente corrigidas para baixo. Em vista do exposto, decidimos **manter uma posição neutra tanto na Indonésia quanto na Tailândia.**

EMEA: Posição neutra em relação à UW

O preço do petróleo apresentou variações positivas em junho, mas limitadas em relação a como poderia ter reagido após os anúncios de cortes de produção por alguns membros da OPEP. Ao mesmo tempo, o fraco desempenho econômico da China teve impacto sobre o preço do petróleo bruto e de outras *commodities*. A incerteza política persiste em alguns países do bloco e as perspectivas para o futuro não são positivas. Como resultado, a **posição neutra da EMEA foi atualizada para UW.**

Em junho, a valorização do rand **sul-africano** se destacou entre os países de mercados emergentes, impulsionando o desempenho das ações do índice durante o mês (9,5% em termos de dólares). O aumento limitado nos preços das *commodities* também impulsionou o desempenho, assim como os anúncios da Naspers para simplificar sua estrutura de propriedade, o que a levou a subir significativamente, impulsionando o mercado como um todo, já que ela representa ~16% do índice. Com relação às interrupções de energia que caracterizaram a economia africana, a Eskom (empresa estatal e principal fornecedora de eletricidade) receberá um plano de alívio da dívida, incluindo empresas privadas para operar usinas de transmissão de energia. Além disso, ela já conseguiu aumentar a geração, de modo que as interrupções de energia diminuíram gradualmente. Embora alguns investidores tenham declarado maior interesse nas ações sul-africanas, de acordo com as avaliações com desconto (desconto maior que 1 desvio padrão em relação às médias de 5 anos), a perspectiva continua negativa. O PMI industrial de junho permaneceu em território contracionista, com 48,7 pontos, enquanto as projeções de lucros continuam a ser corrigidas para baixo neste ano, no último mês e nos últimos três meses. Nesse contexto, a **subexposição das ações sul-africanas continua.**

A turbulência política continua na **Turquia**. Embora o presidente Erdogan tenha continuado a tentar trazer figuras mais *market friendly* para o Estado, as medidas tomadas não foram suficientes para fazer o mercado reagir para cima. Em junho, Hafize Gaye Erkan, com ampla experiência profissional e sugerindo que o banco central teria mais autonomia política, foi escolhida como a nova governadora do banco central. Isso ficou evidente na reunião de política monetária de junho, em que a taxa de referência foi elevada pela primeira vez desde março de 2021 em 650 bps, para 15%, mas ainda abaixo das expectativas do mercado, que projetava que a autoridade monetária elevaria a taxa para 20%. Ao mesmo tempo, o presidente turco se reuniu com seu colega ucraniano, declarando que a Ucrânia merece fazer parte da OTAN, alinhando-se com o mundo ocidental e, mais recentemente, também apoiando a adesão da Suécia à OTAN. Enquanto isso, o PMI do setor industrial permaneceu estável pelo terceiro mês consecutivo em junho, com 51,5 pontos, em território de expansão moderada. A inflação de junho desacelerou para 38,2% a.a., enquanto o registro do núcleo acelerou para 47,3%, e o banco central deve continuar a aumentar suas taxas daqui para frente. As avaliações são negociadas com um leve desconto histórico (P/U *adiantado* ~0,7 desvios-padrão abaixo da média de 5 anos), mas a relação P/VL parece cara. As projeções de lucros deste ano estão começando a ser revisadas para cima, mas espera-se uma contração de dois dígitos. Enquanto isso, a saída líquida de fluxos de investimento do principal ETF do país continua, já que a lira turca se desvalorizou ~40% até agora neste ano. Em resumo, a incerteza política permanece e a perspectiva para a moeda e os mercados continua negativa, por isso decidimos **manter nossa posição de UW em ações Turcas.**

A posição UW trazida pelas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria) foi mantida. O *momentum* econômico deteriorou-se acentuadamente em junho, com os PMIs do setor industrial das três economias em território contracionista. Em suas reuniões de política monetária, os bancos centrais dos três países decidiram manter sua taxa de referência estável, enquanto a inflação permanece em dois dígitos em doze meses, mas em desaceleração. As avaliações

continuam a ser negociadas abaixo de sua média de cinco anos (o P/U *fwd.*), mas a da República Tcheca em menor grau. As projeções de lucro para este ano foram ligeiramente corrigidas para cima, mas projetam um declínio ano a ano em todos os setores.

O PMI do setor industrial da **Arábia Saudita** acelerou em junho para 59,6 bps, impulsionado por um aumento na produção, nos novos pedidos e no emprego. A inflação acelerou ligeiramente em maio para 2,8%, sem mostrar grandes pressões inflacionárias. No início de julho, foi anunciado que o corte unilateral na produção de petróleo anunciado seria estendido por pelo menos mais um mês (agosto), em uma tentativa de aumentar os preços do petróleo. Entretanto, a perspectiva para as *commodities de energia* não é positiva, em um contexto de desaceleração econômica e surpresas negativas na divulgação de dados econômicos da China. Enquanto isso, as avaliações continuam a ser negociadas em torno de suas médias de cinco anos e as projeções de lucros para este ano foram corrigidas para baixo. Diante desse cenário, decidimos **manter nossa posição neutra em ações sauditas**.

RENDA FIXA

TESOURARIA DOS EUA: *Underweight* em títulos do tesouro de 10 anos, neutro em títulos de 5 e 30 anos e *Underweight* em TIPS.

Após a reunião de junho, o Fed está mais uma vez adotando uma postura mais *hawkish*, acompanhado pelos principais bancos centrais dos países desenvolvidos. A mensagem do Fed é clara e ele continuará o aperto monetário até ver sinais claros de uma queda sustentada no núcleo da inflação e uma convergência para a meta de 2%. Por outro lado, os dados econômicos mais recentes apontam para uma maior resiliência econômica em face do aperto monetário, com o crescimento do primeiro trimestre surpreendentemente forte e o mercado de trabalho permanecendo apertado. Enquanto isso, o último relatório de inflação foi bastante positivo, com a queda da inflação principal e do núcleo mais do que o esperado. A primeira mostrou uma queda para 3% devido ao efeito da base de comparação, no entanto, a medida do núcleo ainda permanece mais alta e persistente em 4,8%. Assim, durante o mês anterior, observamos um aumento nas taxas ao longo da curva, com um primeiro ajuste nas partes mais curtas da curva em reação a uma política monetária mais *hawkish*, enquanto posteriormente as partes mais longas da curva foram ajustadas, incorporando a maior resiliência econômica e as expectativas de um aperto monetário mais prolongado. Como resultado, a taxa do título do Tesouro de 10 anos atingiu 3,96%, enquanto a de 2 anos está em torno de 4,86%. Por outro lado, a inversão da curva atingiu os máximos de março de -108 pontos, porém, com o ajuste das taxas longas, ela se modera para -90 pts. Em relação ao Fed, na última reunião de junho, o comitê ajustou para cima suas projeções para a taxa de referência, sinalizando dois aumentos adicionais de 25 bps, atingindo assim o nível de 5,75%. Por outro lado, a ata dessa reunião revelou alguma divisão no comitê em relação à decisão "unânime" de pausa, com alguns membros a favor de um aumento de 25 bps, de modo que o viés *hawkish* de alguns membros continua forte. Quanto à expectativa do mercado, ele já incorporou um aumento de 25 bps na reunião de julho, porém, o mercado estima que esse seria o último aumento antes da pausa e não acredita que o Fed aumentará a taxa em setembro, portanto, esperaria atingir uma taxa terminal de 5,5%. Dado o exposto, não haveria surpresas na reunião de julho e o aumento de 25 bps está praticamente internalizado, de modo que o cenário mais provável é que o Fed mantenha seu discurso atual até setembro, quando poderá tomar uma decisão com mais dados, de modo que as taxas permaneceriam elevadas nos meses que antecedem a reunião. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimentos dos títulos do Tesouro - subiu novamente após o ajuste das taxas nas últimas semanas e atingiu novamente níveis acima de 130 pontos. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, aumentaram ligeiramente, atingindo níveis de 2,03% e 2,25%, respectivamente, o que implica que as expectativas de inflação de longo prazo estariam ancoradas na meta do Fed (2%). Diante do exposto, e da expectativa de que o Fed manterá sua postura *hawkish* neste mês, optamos

por uma subexposição em títulos soberanos dos EUA, com uma posição vendida na parte longa da curva, considerando que a parte mais curta já foi ajustada de forma bastante próxima às expectativas de política. Assim, passamos **de neutros para UW em títulos do tesouro de 10 anos, assumimos uma posição neutra em títulos do tesouro de 5 e 30 anos e mantivemos a UW em TIPS, observando que as expectativas de inflação permanecem ancoradas.**

GRAU DE INVESTIMENTO GLOBAL: Posição rebaixada de *Overweight* para neutra

No último mês, vimos os bancos centrais dos países desenvolvidos se realinharem em sua batalha contra a inflação e retornarem a uma postura mais *hawkish*. Assim, espera-se que o Fed, o Banco Central Europeu e o Banco da Inglaterra continuem o ciclo de aperto monetário para lidar com as expectativas de um núcleo de inflação mais persistente. Por outro lado, há algumas divergências entre os países desenvolvidos, com a economia e o mercado de trabalho dos EUA mostrando maior resiliência e a expectativa de uma recessão no próximo ano começando a recuar, enquanto a Europa está começando a perder o *ímpeto* econômico. No Reino Unido, a perspectiva é muito mais negativa, a inflação está acelerando novamente junto com os salários, de modo que o mercado está esperando atualmente 150 bps. de aumentos nas taxas, em oposição aos 25 bps. e 50 bps. esperados para os EUA e a Europa, respectivamente. Diante do exposto, e da expectativa de um aperto monetário mais longo com uma economia mais resiliente - nos EUA - as taxas de juros subiram em toda a curva e devem permanecer em níveis elevados por mais tempo. *O grau de investimento* continua a ser uma alternativa atraente em termos de risco-retorno; entretanto, no contexto atual de aumento dos salários, uma economia resiliente nos EUA e taxas que provavelmente permanecerão altas por um período mais longo, não vemos ganhos de capital significativos no curto prazo, e a duração mais longa do ativo nos leva a colocar **a posição do grau de investimento global em neutra.**

GLOBAL HIGH YIELD: Mantida como *Underweight*

De acordo com o que foi descrito acima, em junho a atenção do mercado voltou para o aperto monetário e as perspectivas inflacionárias, enquanto o estresse do setor bancário parece ser coisa do passado e uma possível recessão na economia dos EUA não parece ser uma opção no curto prazo. Nesse contexto, a classe de ativos permaneceu mais defensiva contra aumentos de taxas devido à sua duração mais curta e, ao mesmo tempo, se beneficiou de uma compressão dos *spreads*. Entretanto, apesar do melhor desempenho em comparação com o restante da renda fixa e do nível de *rendimento* atraente, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos e o nível atual de *spreads* em torno de sua média histórica a mantêm vulnerável a eventos de risco não realizados. Por outro lado, as expectativas de *inadimplência* para o *US High Yield* permaneceram estáveis durante todo o ano, apesar dos episódios de estresse financeiro, portanto, *as inadimplências* atuais podem estar subestimadas e podemos ver um aumento junto com a ampliação dos *spreads*. Com base no exposto, **mantemos um *underweight* em *HY Global*.**

DÍVIDA EMERGENTE: Redução do *underweight* em títulos soberanos HY e neutralização da posição em títulos soberanos IG, redução do *overweight* em títulos corporativos IG e aumento do *overweight* em mercados locais.

Quanto à dívida emergente, desde o ano passado, observamos como as taxas dos países emergentes mantiveram uma alta correlação com os movimentos das taxas dos países desenvolvidos, influenciadas pelas decisões e comunicados do Federal Reserve Bank e do Banco Central Europeu. Entretanto, neste último mês, começamos a ver uma mudança nessa tendência e, à medida que os países emergentes se aproximam de cortes iminentes nas taxas, os países desenvolvidos estão se ajustando na direção oposta e começam a esperar novos aumentos nas taxas. Assim, embora no mês passado tenhamos visto aumentos em toda a curva nos EUA e na Europa, em países como o Brasil e o Chile vimos grandes quedas nas taxas devido aos registros positivos de inflação e à previsão de cortes agressivos nas taxas nos próximos meses. Assim, a dívida emergente continua atraente não apenas por causa dos altos *rendimentos* em relação ao mundo desenvolvido, mas também como uma fonte de proteção contra um ambiente mais *agressivo* nos países desenvolvidos. Com relação à

dívida soberana emergente, após o ajuste da taxa no mês passado, a expectativa de um eventual corte na taxa poderia ser um impulso para a classe de ativos devido à sua duração mais longa. Entretanto, sua qualidade de crédito mais baixa oferece menos proteção contra eventos de risco, tornando-a menos atraente em comparação com outras alternativas. No lado da dívida corporativa emergente, a dívida corporativa *com grau de investimento* continua a ser a preferida. Os países emergentes estão mais adiantados no ciclo de aperto monetário do que o mundo desenvolvido e o mercado vem prevendo que vários países emergentes começarão a cortar suas taxas no segundo semestre do ano, sendo o Brasil e o Chile os primeiros, o que beneficiaria a longa duração do ativo. Por outro lado, no contexto atual, devido ao alto grau de incerteza presente nos mercados, a qualidade de crédito mais alta da classe de ativos oferece maior proteção contra uma deterioração das condições econômicas, um aperto nas condições de crédito e eventos de risco não realizados. Quanto à dívida corporativa *de alto rendimento*, a classe de ativos permaneceu resistente aos aumentos das taxas externas e, dadas as surpresas econômicas positivas nos países emergentes, teve um bom desempenho como resultado da compressão *do spread*. Por outro lado, a classe de ativos oferece um *rendimento* muito atraente, acima do mundo desenvolvido, ao custo de um risco de crédito maior, em que as estimativas de *inadimplência* para este ano já foram ajustadas para cima e internalizadas nos preços. Ao mesmo tempo, o desempenho da classe de ativos é altamente dependente das políticas do governo chinês para apoiar o setor imobiliário, o que poderia ter um efeito significativo sobre os rendimentos da classe de ativos. Entretanto, apesar do *impulso* positivo nos países emergentes, a dívida *de alto rendimento* continua vulnerável a uma ampliação dos spreads. Quanto aos *mercados locais*, em junho as moedas emergentes recuperaram terreno em relação à força do dólar observada nos meses anteriores, que acumulou uma desvalorização de 1,4%, enquanto a maioria das moedas emergentes se valorizou. Por outro lado, embora seja esperado um aumento de 25 bps. na próxima reunião de política monetária do Fed, o mercado já internalizou esse aumento, de modo que ele não teria um efeito significativo e as moedas dos mercados emergentes teriam espaço para se valorizar se o *momento* econômico positivo continuar. De acordo com o exposto acima, **na dívida soberana emergente, o UW HY é reduzido para IG neutro (de UW), na dívida corporativa emergente é reduzido para OW HY (de neutro), o OW IG é reduzido e a superexposição no mercado local aumenta.**

EXPOSIÇÃO CAMBIAL | JULHO DE 2023

Monedas	Bench.	Junho	Julho	OW/UW		Câmbio
USD	55.1%	57.5%	55.7%	OW	0.6%	-1.8%
EUR	7.4%	6.3%	6.0%	UW	-1.4%	-0.3%
GBP	1.5%	1.3%	1.0%	UW	-0.5%	-0.4%
JPY	2.5%	2.2%	3.3%	OW	0.8%	1.0%
GEMs	33.6%	32.7%	34.1%	OW	0.5%	1.4%
	100.0%	100.0%	100.0%			

O resultado da alocação da TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições compradas e/ou vendidas. Nenhuma posição ativa foi assumida neste mês.

RESULTADOS GLOBAIS DA TAACO | JUNHO DE 2023

Classe de Ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Índices de desempenho mensal	Contribuição do portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de ativos	Seletividade
Ações	50%	45%	-5%	5.0%	2.5%	2.2%	-10.9	-1.3
Renda fixa	50%	50%	0%	0.6%	0.3%	0.3%	0.0	-4.8
Caixa	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-11.8	
Ouro	0%	0%	0%	-2.7%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portfólio					2.81%	2.53%	-22.7	-6.1
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-28.8
Europe ex UK	13.5%	13.5%	0.0%	4.9%	0.67%	0.67%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.5%	-0.8%	3.8%	0.05%	0.02%	1.0	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	3.6%	0.10%	0.10%	0.0	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	7.0%	1.10%	1.10%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	5.5%	0.77%	0.77%	0.0	
US Small Caps	3.6%	2.0%	-1.6%	8.4%	0.30%	0.17%	-5.5	
Japan	4.9%	4.9%	0.0%	4.0%	0.20%	0.20%	0.0	
Desenvolvido	56.0%	53.6%	-2.4%	5.7%	3.19%	3.03%	-4.6	
LatAm	4.1%	5.1%	1.0%	11.0%	0.45%	0.56%	6.0	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	10.2%	0.07%	0.07%	0.0	
China	12.7%	12.7%	0.0%	4.0%	0.50%	0.50%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	17.0%	1.4%	2.0%	0.30%	0.33%	-4.3	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	3.4%	0.14%	0.14%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.9%	0.0%	4.8%	0.33%	0.33%	0.0	
Emergentes	44.0%	46.4%	2.4%	4.1%	1.80%	1.94%	1.7	
Equities					5.00%	4.97%	-2.8	
Treasuries 5Y	6.0%	6.5%	0.5%	-1.3%	-0.08%	-0.09%	-1.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-1.2%	-0.14%	-0.14%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	-0.3%	-0.01%	-0.01%	1.3	
Global Corporate IG	26.5%	29.0%	2.5%	0.8%	0.21%	0.23%	0.4	
Global Corporate HY	4.3%	3.6%	-0.7%	1.9%	0.08%	0.07%	-0.9	
Dívida Desenvolvida	57.7%	58.7%	1.0%	0.1%	0.08%	0.08%	-0.2	
EM Sovereign IG	5.0%	3.5%	-1.5%	0.4%	0.02%	0.01%	0.3	
EM Sovereign HY	5.5%	3.0%	-2.5%	4.2%	0.23%	0.13%	-9.0	
EM Corporate IG	3.6%	6.2%	2.6%	0.3%	0.01%	0.02%	-1.0	
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	0.0%	1.8%	0.09%	0.09%	0.0	
EM Local Markets	23.2%	23.6%	0.4%	0.9%	0.20%	0.20%	0.1	
Dívida Emergente	42.3%	41.3%	-1.0%	1.3%	0.55%	0.45%	-9.5	
Fixed Income					0.63%	0.53%	-9.7	

*Anualizado ** Desde 2001

Dados em 30 de junho de 2023

No final de junho, o TAACo Global teve um ganho de 2,5%, 29 bps abaixo do desempenho do índice *de referência*. No nível da *análise de atribuição*, (i) a alocação de ativos prejudicou o valor, enquanto (ii) a seleção de instrumentos também foi negativa. Em ações, a subexposição a *US Small Cap*, juntamente com a posição comprada em Asia EM ex China, gerou perdas de valor que não foram compensadas pela posição comprada em LatAm. Na renda fixa, a seletividade também foi negativa, principalmente devido à subexposição em títulos soberanos emergentes de menor qualidade de crédito.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início**	
TAACo	2.5%	1.4%	6.3%	7.2%	3.6%	2.9%	3.9%	4.9%	10.1%
Benchmark	2.8%	1.8%	6.5%	7.1%	1.7%	2.0%	3.0%	3.5%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	-29	-37	-28	9	189	84	83	135	
Acciones	5.0%	3.6%	9.9%	11.0%	7.0%	3.8%	5.1%	3.5%	14.8%
Benchmark	5.0%	3.8%	10.1%	11.6%	6.7%	3.7%	4.9%	3.0%	14.7%
Europe ex UK	4.9%	1.4%	13.0%	21.8%	7.8%	3.8%	4.1%	2.7%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	3.8%	-1.8%	6.8%	11.5%	6.0%	1.4%	6.3%	6.9%	23.5%
UK	3.6%	1.1%	6.1%	8.8%	8.3%	-1.2%	-0.2%	0.3%	19.1%
US Large Cap Growth	7.0%	14.6%	35.7%	29.7%	13.3%	15.3%	15.5%	--	22.3%
US Large Cap Value	5.5%	2.3%	0.5%	6.5%	10.5%	5.3%	6.1%	3.7%	17.7%
US Small Caps	8.4%	4.8%	8.5%	13.5%	12.2%	5.2%	8.2%	7.9%	23.7%
Japan	4.0%	6.3%	11.7%	15.5%	3.6%	1.0%	3.2%	1.6%	15.9%
Desenvolvido	6.0%	6.8%	15.1%	18.5%	12.2%	9.1%	9.5%	6.4%	18.7%
LatAm	11.0%	11.2%	14.6%	19.5%	9.3%	-0.3%	-2.6%	4.4%	29.9%
LatAm Small Cap	10.2%	18.0%	23.8%	32.6%	10.3%	2.0%	-3.4%	6.6%	33.0%
China	4.0%	-9.7%	-5.5%	-16.8%	-10.3%	-5.3%	3.0%	7.2%	26.6%
EM Asia ex China	2.0%	5.5%	10.7%	11.9%	11.4%	6.4%	6.3%	--	19.9%
EM Asia Small Cap	3.4%	4.5%	9.2%	8.3%	11.3%	2.9%	3.6%	6.9%	20.3%
EM Europe and Middle East	4.8%	1.8%	-0.5%	-1.5%	-2.6%	-5.9%	-4.5%	2.1%	20.8%
Emergentes	3.8%	1.1%	3.0%	2.4%	1.0%	1.2%	3.1%	7.6%	18.7%
Renda Fixa	0.5%	-0.3%	3.1%	2.9%	-2.8%	0.4%	1.3%	4.1%	6.2%
Benchmark	0.6%	-0.3%	3.1%	2.6%	-3.4%	0.0%	0.9%	3.5%	6.2%
Treasuries 5Y	-1.3%	-1.7%	0.6%	-2.4%	-4.1%	0.5%	0.7%	3.1%	4.5%
Treasuries 10Y	-1.2%	-1.9%	1.7%	-4.0%	-7.0%	0.3%	0.9%	3.5%	4.5%
Treasuries 30Y	0.1%	-2.5%	3.3%	-10.8%	-14.6%	-1.8%	1.3%	4.5%	4.5%
US Tips	-0.3%	-1.4%	1.9%	-1.4%	-0.1%	2.5%	2.1%	4.4%	4.5%
Global Corporate IG	0.8%	0.1%	3.5%	2.1%	-3.5%	0.5%	1.6%	4.2%	4.5%
Global Corporate HY	1.9%	1.7%	5.4%	9.8%	1.8%	2.4%	3.7%	6.6%	4.5%
Dívida Desenvolvida [1]	0.1%	-0.7%	2.9%	0.6%	-4.0%				
EM Sovereign IG	0.4%	0.5%	3.4%	3.2%	-4.2%	1.2%	2.6%	5.8%	4.5%
EM Sovereign HY	4.2%	3.0%	4.5%	12.5%	-0.3%	0.1%	2.2%	7.0%	4.5%
EM Corporate IG	0.3%	0.8%	3.2%	2.3%	-2.5%	1.7%	2.7%	--	4.5%
EM Corporate HY	1.8%	0.3%	2.0%	7.0%	-1.6%	1.6%	3.7%	--	4.5%
EM Local Markets	0.9%	-0.3%	3.3%	3.9%	0.0%	1.1%	-0.1%	--	4.5%
Dívida Emergentes [1]	1.1%	0.2%	3.2%	5.3%	-1.5%				
Caixa	0.5%	1.2%	2.3%	3.7%	1.3%	1.5%	1.0%	1.4%	4.5%
Ouro	-2.7%	-3.4%	5.4%	5.2%	2.6%	8.9%	4.8%	9.4%	4.5%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considere os índices de elaboração própria

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe usando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que elas se concretizarão. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Compass e/ou pessoas relacionadas ("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.