

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Jul	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início **	
TAACo	2.8%	3.5%	9.2%	7.0%	2.9%	3.1%	3.9%	5.0%	10.1%
Benchmark	2.8%	3.9%	9.5%	6.7%	1.1%	2.3%	3.1%	3.7%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	-2	-39	-30	30	177	85	81	134	
Ações	4.7%	7.8%	15.1%	11.5%	6.4%	4.3%	5.2%	3.7%	14.8%
Benchmark	4.7%	8.0%	15.2%	11.7%	6.3%	4.2%	5.0%	3.2%	14.7%
Renda Fixa	0.9%	-0.2%	4.0%	2.0%	-3.5%	0.4%	1.3%	4.1%	6.2%
Benchmark	0.9%	-0.1%	4.0%	1.6%	-4.1%	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	3.1%	-0.6%	8.7%	12.4%	0.1%	10.0%	4.1%	9.5%	4.5%

Resultados em 31 de julho de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

E agora? Prós e contras dos ativos de risco

Os mercados acionários se recuperaram ainda mais em julho. Até agora, neste ano, os mercados experimentaram uma *recuperação* impulsionada por vários fatores: o aumento da probabilidade de uma *soft landing* para a economia dos EUA, sinais de que a inflação está diminuindo (o que levaria o Fed a parar de aumentar as taxas e, mais tarde, até mesmo começar a reduzi-las) e que há espaço para alta no setor *de tecnologia* graças ao *boom* da inteligência artificial, que geraria fortes ganhos de produtividade. Isso constituiria um cenário benigno ou "*goldilocks*", ou seja, sem recessão, mas com desaceleração e inflação em baixa.

Entretanto, há outros fatores a serem considerados. As condições monetárias continuam apertadas, as taxas de juros são altas e voláteis. Apesar de uma declaração menos "*hawkish*" (tendência a priorizar a estabilidade de preços, taxas altas) do Fed dos EUA após sua última reunião em julho, em que aumentou a *taxa dos Fed Funds* em 25 pontos-base para 5,25% - 5,50% ao ano, é provável que eles continuem a aumentar as taxas e/ou mantê-las altas até que os dados mostrem fortes evidências de que a inflação foi superada.

Nesse sentido, o *rebaixamento* da classificação de crédito dos EUA pela Fitch no início de agosto acentuou a volatilidade e gerou aumentos adicionais nas taxas de juros. As implicações reais desse rebaixamento da dívida denominada em dólares americanos são praticamente nulas, já que essa é a moeda emitida pelos próprios Estados Unidos, o que torna uma *inadimplência* quase impossível. Entretanto, é um sinal de alerta para o alto nível de endividamento e como já vimos gera volatilidade nos mercados financeiros.

Da mesma forma, o rally *de 2023* deixou *valuations* em níveis elevados, tornando os mercados mais vulneráveis a correções em resposta a notícias ou dados negativos. Isso foi observado após o *rebaixamento* mencionado acima.

ÍNDICE

E quanto ao tempo? Prós e contras.....1

Alocação de ativos 3

Resultados globais da TAACo Julho de 2023..... 15

Desempenho histórico 16

Há fatores equilibrados que sustentam a alta dos ativos de risco:

Entre os prós está uma maior chance de uma *soft landing*,

Que a inflação está diminuindo e que a revolução digital aumentaria a produtividade.

Entretanto, o Fed está determinado a não reduzir as taxas ou até mesmo aumentá-las se a inflação não diminuir.

Embora até maio os aumentos estivessem altamente concentrados em determinadas ações de tecnologia (As 7 Magníficas: Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Tesla, Nvidia), a partir de junho eles se espalharam para outros setores e regiões, refletindo o *momentum* positivo do mercado mencionado no início deste artigo.

No caso da China, que liderou a alta dos mercados acionários em julho, parece que, além das questões geopolíticas e da rivalidade com os Estados Unidos, as autoridades voltaram a se concentrar no pragmatismo. Isso porque, apesar dos estímulos implementados até o momento, a recuperação esperada não foi alcançada, com dados que continuam a decepcionar, de modo que eles teriam que dar um apoio mais vigoroso para conseguir o impulso necessário para atingir a meta de crescimento econômico.

Dado esse trade-off, para julho, o TAACo adota a seguinte postura: mantém a alocação em ações neutra e remove a alocação em caixa em favor da renda fixa, que agora passa de *underweight* para neutro.

Existem oportunidades de nicho nas classes de ativos, seja devido a fundamentos sólidos, valuations ainda atraentes ou preços defasados, conforme discutido na próxima seção.

E o *rally* até agora neste ano deixou valuations altos.

Para agosto, a TAACo está neutra entre ações e títulos e a posição de caixa foi eliminada.

ALOCAÇÃO DE ATIVOS | AGOSTO DE 2023

TAACo Global	Bench.	Julho	Agosto	OW / UW	Câmbio	
Ações	50%	50%	50%	N		
Renda fixa	50%	45%	50%	N	5.0%	+
Caixa		5%		N	-5.0%	-
Ouro				N		
Portfólio total						
Europe ex UK	13.5%	12.0%	11.0%	UW	-2.5%	-1.0%
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%	
UK	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	15.8%	N		
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	14.0%	N		
US Small Caps	3.6%	3.6%	4.6%	OW	1.0%	1.0%
Japan	4.9%	6.5%	6.5%	OW	1.6%	
Mercados desenvolvidos	56.0%	53.8%	53.8%	UW	-2.2%	
LatAm	4.1%	6.1%	6.1%	OW	2.0%	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.7%	OW	1.0%	
China	12.7%	12.7%	12.7%	N		
EM Asia ex China	15.6%	15.6%	15.6%	N		
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	6.1%	UW	-0.8%	
Mercados emergentes	44.0%	46.2%	46.2%	OW	2.2%	
Total de ações	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	6.0%	N		
Treasuries 10Y	11.5%	10.5%	11.5%	N		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%	26.5%	26.5%	N		
Global Corporate HY	4.3%	3.6%	4.3%	N		0.7%
Dívida desenvolvida	57.7%	54.7%	56.4%	UW	-1.3%	1.7%
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	5.0%	N		
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	4.0%	UW	-1.5%	
EM Corporate IG	3.6%	5.3%	4.6%	OW	1.0%	-0.7%
EM Corporate HY	5.0%	6.5%	5.9%	OW	0.9%	-0.6%
EM Local Markets	23.2%	24.5%	24.1%	OW	0.9%	-0.4%
Dívida emergente	42.3%	45.3%	43.6%	OW	1.3%	-1.7%
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%			

A neutralidade entre ações vs. títulos e dinheiro é eliminada.

Ações: OW em mercados emergentes em relação aos mercados desenvolvidos é mantido e o UW ações europeias é aumentado para financiar o OW das US Small Cap

Em renda fixa, todos os títulos de países desenvolvidos são mantidos em neutralidade, exceto por um UW em TIIPs, e é favorecido um OW equilibrado entre títulos corporativos emergentes em dólares e moedas locais.

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX REINO UNIDO: Aumento do underweight de Large Caps, manutenção de Small Caps

O fraco momento econômico continua e os lucros do segundo trimestre, embora surpreendentemente ascendentes, refletem uma contração dos lucros de cerca de 8%, a pior desde o início da pandemia. Apesar disso, as ações europeias, exceto as do Reino Unido, continuaram a subir em julho, cerca de 2,6% (em dólares americanos), embora estejam atrasadas em relação às ações dos EUA.

O índice de surpresa econômica reverte a tendência de queda, mas permanece em território profundamente negativo. Os indicadores de confiança estão em baixa (Sentix do investidor e do consumidor), os principais PMIs estão em baixa e

o setor industrial caiu para 42,7 pontos, o nível mais baixo desde maio de 2020, enquanto o setor de serviços está próximo de 50 pontos (o limite de expansão/contração do setor para os próximos doze meses). O consumo continua deprimido (as vendas no varejo se contraíram nos últimos 9 meses em relação ao ano anterior), assim como a produção industrial.

Dessa forma, a zona do euro crescerá apenas 0,9% este ano, um número que foi corrigido marginalmente para cima pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em sua revisão de julho. A Alemanha, a maior economia da zona do euro, terá uma contração de 0,3% do PIB (um número que foi corrigido para baixo). O país tem um viés exportador e industrial, tendo a China como um de seus principais parceiros comerciais, onde os dados econômicos também são decepcionantes. O PMI industrial alemão ficou em 38,8 pontos em julho e o PMI de serviços, apesar de permanecer acima de 50 pontos, continua em baixa. Vale ressaltar que na França, Itália e Espanha a estimativa de crescimento para este ano foi corrigida para cima pelo FMI para 0,8%, 1,1% e 2,5%, respectivamente. Na Espanha, a inflação já retornou à meta e ficou em 2,3% no comparativo anual em julho.

No nível agregado, a inflação permanece em uma trajetória de convergência e caiu para 5,3% a.a. em julho (5,5% em junho), mas o núcleo da medida continua "teimoso" e permanece em 5,5% a.a. O Banco Central Europeu (BCE) terá de continuar o aperto monetário. Na reunião de julho, a taxa de juros foi elevada em 25 pontos-base (bps.) para 3,75% e o mercado internaliza que há apenas mais um aumento da taxa para levá-la a 4,0%, nível em que permanecerá até meados do próximo ano. No último mês, a curva da taxa de juros sofreu uma inclinação na parcela de 2 a 10 anos - embora a inversão tenha se mantido -, com quedas nas parcelas mais curtas e aumentos nas mais longas. Como referência, na Alemanha, a taxa do Bund de 2 anos caiu ~15 bps. para 3,00% e a taxa de 10 anos caiu cerca de 10 bps. para 2,55%.

Por outro lado, tendo reportado cerca de 63% do EuroStoxx (em 4 de agosto), os lucros contraíram 3%, o que foi melhor do que o esperado. Com exceção do setor de bens de consumo discricionário, todos os setores apresentaram relatórios acima das estimativas. Estima-se que os lucros cresçam 3% em 2023, o que não se alterou em relação ao mês passado (estimativa do Citi, Factset). Apesar da turbulência, espera-se que o crescimento dos lucros seja liderado pelo setor financeiro e, em menor grau, pelos setores de tecnologia e de consumo discricionário. Em nível nacional, a Holanda se destaca com um crescimento de lucros esperado de 60% para 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 4,6% (que foi corrigida para baixo), enquanto na Alemanha os lucros deverão crescer modestos 2%.

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

A deterioração do *momentum* econômico e corporativo, as fracas expectativas de crescimento dos lucros e a continuidade das saídas de capital **nos levam a aprofundar a posição *underweight*** para financiar outros ativos com maior potencial de valorização.

REINO UNIDO: O *Underweight* é mantido

Apesar dos *valuations* atraentes e da alta em *dividend yield* (~4,1%), mantém-se uma posição vendida em ações do Reino Unido devido à perda de dinamismo econômico, à política monetária restritiva, ao fortalecimento da libra esterlina que pressiona as receitas do setor de exportação, ao enfraquecimento do setor corporativo, à correção para baixo nas estimativas de lucros e às saídas persistentes para fundos e ETFs.

O índice de surpresa econômica continua positivo, mas com uma tendência de queda. Os PMIs de manufatura e de serviços ficaram em 45,3 e 51,5 pontos em julho, ambos em queda em relação a junho, enquanto a produção industrial e as vendas no varejo registraram contração em relação ao ano anterior. Apesar do mercado de trabalho apertado (taxa de desemprego de 4% em maio), o consumo não tem sido sustentado devido à alta inflação, que pressiona o poder de compra das famílias.

A inflação surpreendeu negativamente em junho e ficou em 7,9% ao ano, enquanto o núcleo da medida também diminuiu (para 6,9%). Isso dá algum fôlego ao Banco da Inglaterra, que teve de acelerar o ritmo de aumento das taxas de juros há alguns meses, diante da persistência da inflação e das pressões salariais. Entretanto, em sua última reunião de política monetária, em julho, o Banco voltou a aumentar as taxas em 25 pontos-base, embora em uma votação dividida. A taxa de juros está em 5,25% e espera-se que chegue a 5,75% até o final do ano, onde permanecerá por um longo período. A expectativa da taxa terminal cai no último mês, quando atingiu 6,5%, em um momento em que a política monetária se tornou ainda mais rígida e os preços se aceleraram; no entanto, diante de uma inflação mais branda e de uma economia enfraquecida, as taxas caem. A curva da taxa se moveu para baixo no mês passado, com um *bull steepener*. Assim, a taxa de 2 anos caiu quase 40 bps, para 4,9%, e a de 10 anos caiu cerca de 5 bps, para 4,4%.

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 9% 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 os setores financeiros e, em menor escala, de tecnologia, devem ter o maior crescimento de lucros. O índice de ações é caracterizado pela geração de lucros internacionais, em vez de domésticos, estando, portanto, amplamente exposto às expectativas de crescimento global e afetado pela valorização da libra esterlina - que ganhou quase 6% até agora neste ano.

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth e Value* permanecem neutras, enquanto as *small caps* passam de neutras para *overweight*

Em julho, teve início a temporada de divulgações de resultados corporativos do segundo trimestre. Embora tenha sido observada uma contração dos lucros de cerca de 8% para as empresas do S&P500, as surpresas foram positivas em todos os setores. Isso, juntamente com o aumento da expectativa de uma *soft landing*, deu suporte para estender a recuperação das ações; as ações dos EUA subiram em 6 dos últimos 7 meses. As ações de tecnologia lideraram novamente, com o Nasdaq subindo ~4% no mês, embora a concentração da alta nas 7 maiores¹ estejam começando a desaparecer e a permear outros setores e estilos. Nesse sentido, por tamanho, ações como as *small caps* ganharam cerca de 6%.

Os ganhos das ações tornaram *valuations* mais caros. Embora as ações do S&P500 sejam negociadas a uma relação P/E *fwd.* de cerca de 21, em linha com a média de 5 anos, as ações de estilo de *crescimento* parecem caras e as ações de *valor*, bastante justas. Enquanto isso, as ações de *pequena capitalização* estão mais atraentes, sendo negociadas abaixo da média e defasadas, apesar do bom *momento* dos últimos dois meses.

Com relação ao setor corporativo, a tendência se inverteu e a estimativa de lucros para 2023 foi corrigida para cima (1,6% de 1,3% no mês passado). Os lucros serão impulsionados principalmente pelos setores de consumo discricionário e de serviços de comunicação. Em 7 de agosto, 85% das empresas do S&P500 relataram uma contração nos lucros, que seria a maior desde o início da pandemia. Daqui para frente, os lucros começariam a se recuperar e cresceriam quase nada no terceiro trimestre e cerca de 7% no último trimestre do ano.

¹ Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla e Alphabet.

Do ponto de vista econômico, o *momentum* é positivo e de alta, e o cenário de *soft landing* parece cada vez mais provável. O FMI aumentou sua expectativa de crescimento para este ano de 1,6% para 1,8%; o país teria o maior crescimento entre as economias desenvolvidas. Em julho, foram criados 187.000 novos empregos (vs. 200.000 esperados) e a taxa de desemprego caiu para 3,5%. Os salários aumentaram 4,4% em relação ao ano anterior, o mesmo ritmo do mês anterior. Enquanto isso, o principal indicador PMI do setor industrial está em 49, enquanto o PMI de serviços está em 52, embora com uma tendência de queda.

Com relação à inflação, ela continua a diminuir, com uma queda acima das expectativas em junho, quando a inflação geral atingiu um nível de 3% a.a., enquanto o núcleo da inflação permanece mais alto e persistente em um nível de 4,8% em doze meses. Assim, juntamente com o fato de os salários não mostrarem sinais de abrandamento, o Fed decidiu, em julho, aumentar a taxa de juros em 25 pontos-base, para 5,50%, no que seria o último aumento do ciclo contracionista. O mercado prevê até cinco cortes nas taxas em 2024, começando em março, o que parece exagerado. Assim, esperamos que as taxas permaneçam em níveis elevados por mais tempo do que o mercado projeta.

No início de agosto, houve um *sell off* (vendas maciças de ativos) devido ao rebaixamento da classificação de crédito da Fitch da classificação máxima AAA para AA+, alertando para uma crescente deterioração fiscal. O *rebaixamento* não era esperado porque o país emite dívida em sua própria moeda e uma inadimplência como tal é difícil, mas a curva de taxas se acentuou com quedas nas parcelas curtas e aumentos nas longas. Além disso, o rebaixamento dos bancos de pequena e média capitalização pela Moody's continuou a pressionar o preço dos ativos de risco, mas a deterioração da perspectiva econômica fez com que as taxas de juros caíssem.

A vulnerabilidade às condições financeiras restritivas, a alta volatilidade das taxas de juros e os *valuations* que vêm perdendo atratividade nos levam a permanecer **cautelosos com relação às ações de Growth e Value dos EUA**. Entretanto, reconhecendo que há um bom momento econômico e de ações, **estamos considerando as ações de small caps como overweight**, dados os *valuations* atraentes e as perspectivas de consolidação da rotação para estilos/setores retardatários.

JAPÃO: Mantém-se o overweight às ações japonesas

Os dados econômicos estão, em geral, em linha com as estimativas, o consumo e a confiança das famílias continuam a surpreender positivamente, embora a produção industrial esteja atrasada. As exportações decepcionam, mas conseguem superar o desempenho do mês anterior; em direções opostas, enquanto os embarques para a China se contraem em relação ao ano anterior, os embarques para os EUA se aceleram. Enquanto isso, os PMIs do setor industrial e de serviços recuaram em julho, com a leitura do setor industrial abaixo de 50.

A surpresa deste mês veio da decisão do Banco do Japão de afrouxar sua política de controle da curva de juros (YCC). Na reunião de política de julho, a faixa na qual a taxa soberana de 10 anos flutua foi aumentada de 0,5% para 1%. A internalização da notícia levou o iene a se valorizar 1,4% em julho; entretanto, a valorização foi modesta e o iene continua sendo uma das moedas mais depreciadas entre os países desenvolvidos até agora neste ano (~8%). Além da mudança no YCC, não se vislumbram mudanças na política monetária expansionista no curto/médio prazo. Em junho, a inflação ficou em 3,3% em relação ao ano anterior e o núcleo da medida em 4,2%, o que seria o pico deste ciclo.

No nível das ações, o MSCI Japan ficou defasado em julho e subiu US\$ 2,8%, com o Nikkei ganhando 1,5%. Embora as ações japonesas tenham tido um bom momento nos últimos seis meses, com um retorno semelhante ao de seus pares globais até agora neste ano, a defasagem de longo prazo ainda permanece. Os *valuations* que vinham aumentando em

valor voltaram a ser negociadas abaixo das médias, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares desenvolvidos. Os lucros do segundo trimestre surpreenderam positivamente em todos os setores e cresceriam 6% em 2023, um número que foi corrigido para cima no último mês e é um dos mais altos nos países desenvolvidos. Além do *impulso* positivo nas ações, houve entradas significativas em fundos e ETFs.

Assim, a decisão é **manter a posição de overweight em ações japonesas**, apesar da estagnação da surpresa econômica. A decisão é sustentada pelo bom momento das ações e das empresas, *valuations* que mais uma vez parecem aliviados e reformas estruturais que darão suporte de longo prazo ao mercado.

OW EMERGING STOCKS: posições mantidas: OW América Latina, Ásia Emergente neutra, incluindo China e UW EMEA. As ações asiáticas lideraram em julho, com destaque para a China. O governo deixou claro que o crescimento é essencial para atingir seus objetivos geopolíticos, o que levou a novas medidas para incentivar o consumo, e espera-se uma ação mais vigorosa nesse sentido, mas não necessariamente suficiente. Na América Latina, o início dos cortes nas taxas de juros se concretizou, impulsionando os ativos de risco. Na EMEA, *underweight* é mantido devido às pressões inflacionárias mais altas, ao atraso no ciclo monetário e a razões políticas.

AMÉRICA LATINA: Se mantém o Overweight

Em julho, os primeiros cortes nas taxas dos bancos centrais começaram a se concretizar, impulsionando os mercados acionários da região. Os bancos centrais do Chile e do Brasil reduziram as taxas de forma mais agressiva do que o mercado esperava, mudando assim a postura da política monetária. Por outro lado, os *valuations* continuam atraentes, sendo negociadas abaixo das médias históricas e com um desconto significativo em comparação com outros países emergentes. Além disso, a região se beneficia de tendências estruturais que apoiam os ativos de risco, como os preços das *commodities*, que se beneficiam da maior demanda devido à transição energética, juntamente com a tendência de *nearshoring* ou desglobalização, que favorece principalmente o México. Nesse contexto, foi tomada a decisão de **manter o overweight na América Latina**.

No **Brasil**, o Banco Central iniciou seu ciclo de corte de juros na reunião de agosto, reduzindo a taxa Selic em 50 pontos-base para 13,25%, surpreendendo o mercado que esperava um corte de 25 pontos-base. O mercado projeta que a taxa estará abaixo de 12% no final do ano, o que estaria em linha com a inflação, que continuou a diminuir, caindo em junho para dentro da faixa de tolerância do banco central pelo segundo mês consecutivo, em 3,2% ao ano. O PMI do setor industrial de julho melhorou para 47,8 pontos, mas ainda em território contracionista, enquanto o PMI de serviços permaneceu em território ligeiramente expansionista, com 50,2 pontos. A resiliência do mercado de trabalho tem sido um sinal de que a economia está mantendo a tração, com a taxa de desemprego chegando a 8% em junho, atingindo o nível mais baixo desde 2022, e a criação de empregos também surpreendendo. Assim, o FMI corrigiu para cima sua projeção de crescimento para este ano para 2,1% (+1,2 pp.). Na frente política, o recesso legislativo terminou com a chegada de agosto e, durante o restante do ano, o orçamento de 2024 e as propostas para aumentar a receita tributária serão discutidos, em linha com o objetivo de eliminar o déficit fiscal no próximo ano. A esse respeito, o governo declarou que apresentará o primeiro pacote de medidas para aumentar a receita tributária neste mês, que tem alta probabilidade de ser aprovado, enquanto a segunda parte da reforma tributária será apresentada posteriormente. A reforma administrativa será discutida depois que as medidas tributárias forem aprovadas. O governo demonstrou seu compromisso com a responsabilidade fiscal, anunciando medidas como o congelamento das compras públicas. Com relação às variáveis de mercado, as *valuations* estão sendo negociadas com um desconto histórico, tanto em relação ao P/E quanto ao Preço/Valor Contábil (P/VL). Embora no último mês não tenha havido um influxo pronunciado de fluxos de

investimento para o principal ETF do país, o início do ciclo de cortes nas taxas de juros dá suporte ao mercado acionário, que também está atrás de seus pares latino-americanos. Nesse contexto, o **OW em ações brasileiras** é mantido.

A atividade econômica do **México** continuou a surpreender, com o PIB do segundo trimestre expandindo-se 3,7% a/a, mantendo o ritmo do trimestre anterior. Em julho, os IMEFs de manufatura e não manufatura continuam a sugerir expansão econômica, situando-se em 51,8 e 51,7 pontos, respectivamente. O mercado de trabalho também evidencia essa resiliência econômica, com a taxa de desemprego de junho caindo para 2,7% e a criação de mais de 400 mil empregos. Essas sucessivas surpresas levaram o FMI a corrigir a perspectiva de crescimento deste ano para 2,6% (0,8 p.p. acima de sua projeção de abril). Esse desempenho positivo foi apoiado por um nível elevado e contínuo de remessas, de US\$ 5,6 bilhões em junho, crescendo 8,3% em relação ao ano anterior e ficando pelo quarto mês consecutivo acima de US\$ 5 bilhões. A inflação em junho foi de 5,1% a.a., mantendo sua tendência de queda, e espera-se que a inflação de julho seja de 4,8% em doze meses. Com isso, o mercado projeta que o Banxico manterá a taxa de juros em sua reunião de agosto em 11,25%, e a projeção do início do ciclo de corte para dezembro está atrasada. 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. Nesse contexto, o Conselho Coordenador Empresarial do México projeta que, até 2023, o México receberá mais de US\$ 40 bilhões em investimentos estrangeiros. No aspecto político, o clima permanece calmo e a discussão sobre as eleições de 2024 e seus possíveis candidatos tem sido o protagonista, com Xóchitl Gálvez liderando as pesquisas pela Frente Amplio e a ex-chefe de governo da Cidade do México, Claudia Sheinbaum, pela Morena. No lado corporativo, os relatórios do segundo trimestre mostraram crescimento tanto nas vendas quanto nos lucros, ao contrário do resto do mundo. O índice P/E *fwd.* é negociado com quase 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos, permanecendo atraente apesar do desempenho positivo do índice de ações até agora neste ano. Ao mesmo tempo, a projeção de crescimento dos lucros para este ano nos países emergentes se destaca, ultrapassando 20%. Com relação aos fluxos de investimento, os fluxos líquidos continuaram no último mês para os principais ETFs. O México conta com o apoio estrutural do *nearshoring*, enquanto os fatores econômicos e de mercado apoiam o investimento, de modo que foi tomada a decisão de **manter o overweight às ações mexicanas**.

No **Chile**, o Banco Central começou com o corte da taxa de juros (TPM), surpreendendo o mercado e reduzindo a taxa em 100 bps para 10,25% em sua reunião de julho. Isso dá um impulso aos ativos e à atividade econômica chilena. Esta última sofreu uma contração de 1,0% a.a. em junho, enquanto o mercado esperava uma deterioração mais acentuada. A queda na atividade econômica colaborou com a redução da inflação, que registrou 6,5% em 12 meses em julho, continuando sua trajetória de convergência. Assim, as projeções de inflação foram corrigidas para baixo para o final do ano, e o mercado internaliza que a TPM encerrará o ano em torno de 7,00%. No campo político, o processo constitucional continua avançando, com um pouco mais de ruído, mas cumprindo os prazos. O governo apresentou o pacto fiscal que vinha negociando há meses com diferentes grupos políticos e que, de certa forma, substitui a reforma tributária cuja ideia de legislar foi rejeitada em março. O executivo declarou que o projeto de lei que incluirá os aumentos de impostos não será apresentado até março do próximo ano, descartando o debate político no curto prazo. Com relação à reforma previdenciária, a mesa redonda técnica foi suspensa e o governo propôs um novo cronograma. O progresso nessa questão continuará em um ritmo lento e sem propostas para reformular o sistema. Com relação às *valuations*, os índices P/E *fwd.* e P/VL permanecem em níveis atraentes, em termos absolutos e em relação à região, abaixo de suas médias de cinco anos. Além disso, os fluxos de entrada em fundos e ETFs continuaram no último mês. Assim, no contexto de um ciclo de cortes na política monetária, incerteza política que permanece limitada e *valuations* atraentes, decidimos **manter um overweight às ações chilenas**.

Na **Colômbia**, o banco central manteve a taxa de juros em 13,25% em sua reunião de julho, em linha com as expectativas do mercado e em um cenário em que a inflação continua a diminuir, com uma taxa anual projetada de 11,6% para julho, continuando a trajetória de convergência em relação ao pico atingido em março deste ano. A inflação continua entre as mais altas da região, apesar do fraco desempenho econômico, com a atividade expandindo 0,7% ao ano em maio. A taxa de desemprego surpreendeu, caindo para 8,8% em junho, significativamente abaixo dos 11,2% em maio e de volta aos níveis de um dígito. Notavelmente, o peso colombiano tem sido uma das maiores valorizações da região até agora neste ano (~20%). No aspecto político, o presidente Gustavo Petro continua a perder aprovação, com a última pesquisa do Invaer mostrando que 61% da população desaprova sua administração. Além disso, há a bagunça do dinheiro ilícito em que seu filho, Nicolás Petro, se envolveu, que admitiu que parte dele foi usado na campanha presidencial de seu pai, mas que seu pai não estava ciente disso. O Congresso determinará se é necessário levar adiante um julgamento e se o presidente permanecerá no cargo. Por outro lado, a atividade legislativa foi retomada em 20 de julho, lembrando que as reformas da saúde e da previdência do executivo ainda estão pendentes de três debates. Nesse contexto, e um ano após assumir a presidência, Petro declarou que "não estava obcecado por reformas", priorizando a mudança das relações políticas na Colômbia. Isso, juntamente com a perda de capital político do presidente e as declarações de seu ministro da Fazenda, Ricardo Bonilla, reiterando seu compromisso com a regra fiscal, até certo ponto diminuem a incerteza política em torno da pressão de Petro por qualquer reforma sem o apoio do Congresso. Com relação às variáveis do mercado, as ações colombianas continuam a ser negociadas com desconto, com os índices *P/E fwd.* e *P/VL* próximos de 1 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos. As projeções de lucros continuam a ser corrigidas para baixo, mas no último mês foram observadas entradas líquidas no principal ETF de ~5% do total de ativos sob gestão. Assim, em um contexto de *valuations* atraentes e com o poder executivo continuando a perder capital político, de certa forma descartando decisões políticas radicais, decidiu-se **neutralizar o UW em ações colombianas**.

No **Peru**, a atividade econômica em maio novamente decepcionou, com uma contração de 1,4% a.a., com queda de mais de 70% no setor pesqueiro, o que levou as projeções de crescimento para este ano a serem sucessivamente corrigidas para baixo. A inflação, no entanto, continuou a diminuir e ficou em 5,9% ao ano em julho. Nesse contexto, o Banco Central manteve a taxa de juros estável desde fevereiro deste ano em 7,75% e começaria a cortá-la no quarto trimestre deste ano, embora haja projeções que apontam para a reunião de política de setembro. No contexto político, a Presidente Dina Boluarte fez um discurso no âmbito da comemoração da independência, no qual pediu um pacto de reconciliação, solicitando perdão às vítimas dos protestos. Além disso, o poder executivo mudou para políticas mais pró-mercado, e até mesmo a pesquisa da Ipsos constatou que 71% dos CEOs das maiores empresas do Peru a apoiavam. O dia 19 de julho também marcou a Terceira Tomada de Lima, quando milhares de pessoas marcharam na capital, inicialmente de forma pacífica, mas depois houve bolsões de violência e manifestações contra o governo. Ao mesmo tempo, a nova liderança do Congresso foi eleita, com a vitória de uma coalizão de direita. Com relação às *valuations*, tanto o índice *P/E fwd.* quanto o índice *P/VL* estão sendo negociados abaixo de suas médias de 5 anos. Assim, em um contexto de *valuations* atraentes e de uma virada do governo para políticas mais pró-mercado, mas ainda com turbulências políticas, decidiu-se **neutralizar o underweight em ações peruanas**.

Os desequilíbrios macroeconômicos na **Argentina** continuaram a se aprofundar em julho. Em primeiro lugar, o índice de atividade econômica em maio contraiu-se 5,5% em relação ao ano anterior, decepcionando o mercado e deteriorando-se ainda mais em relação a maio. Ao mesmo tempo, as pressões inflacionárias continuaram a se exacerbar, com a inflação subindo 115,6% ao ano em junho. Apesar dos altos níveis, a projeção é que ela continue a acelerar e feche 2023 em ~140%, enquanto as projeções de crescimento econômico para o ano apontam para uma contração de ~3%. As eleições continuam a ser a grande questão política; pelo que se sabe das eleições provinciais, a coalizão Together for Change surpreendeu. Ao mesmo tempo, as eleições da PASO serão realizadas em 13 de agosto, e as últimas pesquisas estariam

dando vitória a Horacio Rodriguez Larreta, da Juntos por el Cambio, e a Sergio Massa, da Unión por la Patria. Por sua vez, Javier Milei obteria cerca de 19% dos votos, o que é significativo, mas ele não teria representação significativa no congresso ou nos governos provinciais. Com relação ao acordo com o FMI, a Argentina não recebeu desembolsos em julho ou até agora em agosto, mas fez pagamentos. O FMI publicou em seu site que a Argentina terá acesso a um adicional de US\$ 7,5 bilhões, sujeito a certas condições. Se essas condições não forem atendidas, o financiamento da Argentina se tornará mais difícil, considerando que o acesso ao yuan por meio do swap com a China deve ser aprovado pelo governo chinês. Nesse cenário de exacerbação dos desequilíbrios macroeconômicos e de uma agenda política eleitoral agitada, optou-se por **manter o *underweight* em ações argentinas.**

CHINA: Manutenção da posição neutra

Os dados econômicos da China continuaram a decepcionar; o PMI industrial caiu em território contracionista em julho (abaixo de 50p) e o índice de surpresa econômica continua a refletir dados decepcionantes. As altas nos preços das ações, além do *impulso* global positivo em julho, foram produto das medidas de estímulo econômico anunciadas, das baixas *valuations* e do fato de que as saídas de investidores para o mercado chinês podem ter chegado ao fundo do poço.

Conforme mencionado, o governo chinês começou a tomar medidas para apoiar o crescimento econômico, já que os dados continuaram a decepcionar. No mês passado, foi lançado um plano para incentivar o investimento privado em serviços básicos e infraestrutura (transporte, água e energia limpa), bem como em manufatura e agricultura, envolvendo investimentos de quase US\$ 500 bilhões. Também foram anunciados planos para incentivar a compra de moradias, bens duráveis e automóveis, tanto em áreas urbanas quanto rurais. Além disso, os termos de pagamento de dívidas das incorporadoras imobiliárias foram flexibilizados, e ficou claro que as pessoas terão permissão para renegociar suas dívidas e a autorização de restrições à compra de casas em grandes cidades será flexibilizada. No aspecto regulatório, será permitido que as empresas tomem empréstimos de entidades estrangeiras, e foram publicadas medidas que exigem a melhoria das condições e a redução das barreiras à entrada no mercado de empresas privadas, que elas recebam o mesmo tratamento que as empresas públicas e que a opinião da comunidade empresarial seja levada em conta na elaboração de políticas. Por fim, o Banco Popular da China reduziu surpreendentemente uma de suas taxas de juros para oferecer mais estímulo monetário.

As *valuations* das ações chinesas, apesar dos aumentos do mês passado, permanecem em níveis atraentes, com P/E *fwd*. em menos de 12x, o que se compara favoravelmente com a média histórica de quase 14x. Espera-se que os lucros corporativos cresçam 15% este ano e 14% no próximo, à frente do universo emergente e também do restante das economias asiáticas. Os fluxos de saída do mercado acionário diminuíram. **Entretanto, a posição neutra nas ações chinesas** como um todo **é mantida** (haveria oportunidades de forma seletiva), dada a falta de previsibilidade regulatória e o risco geopolítico (efeitos potenciais de eventos dessa natureza no mercado).

ÁSIA EMERGENTE EX CHINA: Permanece NEUTRO

As ações da Ásia emergente ex-China subiram em julho (+3,5% em termos de dólares), menos do que o aumento das ações chinesas, mas com magnitudes diferentes por país. O Sudeste Asiático se beneficiou do retorno do turismo.

As ações indianas foram elevadas de neutras para *overweight*. O mercado acionário indiano foi um dos poucos a subir em junho e continuou a subir em julho. O país está se beneficiando estruturalmente do *friendshoring* (realocação de centros de produção dos EUA e aliados da China para outros países) e o *impulso* econômico é mantido com os indicadores de atividade do PMI em território amplamente expansionista. Vale lembrar que, em junho, 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. Esses incluem acordos sobre processamento de semicondutores, redes de telecomunicações e defesa. Em sua atualização de julho, o FMI aumentou a estimativa de crescimento deste ano para a economia indiana de 5,9% para 6,1%. A resiliência econômica e a atividade dinâmica mantêm a inflação indiana em quase 5% ao ano, acima da meta de 4%, de modo que o banco central está mantendo a taxa de juros em 6,5%, com uma postura de aperto, sem sinais de aumento por enquanto. Embora as *valuations* estejam em torno de sua média histórica (com um *avanço* P/E de quase 23 vezes), esses altos níveis são uma constante no mercado do país e o setor corporativo se destaca em termos de crescimento de lucro estimado em 21% para este ano.

As ações sul-coreanas permanecem neutras. Em termos de atividade econômica, embora o PMI permaneça em território de desaceleração, o ritmo diminuiu, e o governo está empenhado em apoiar a recuperação. A inflação está diminuindo, tanto a nominal (2,3% a/a) quanto a subjacente (3,3%), embora ainda haja algum caminho a percorrer para atingir a meta de 2%, e não se espera que o banco central reduza as taxas antes do final deste ano. Do lado menos otimista, a economia continua a apresentar dados pouco auspiciosos, especialmente no setor externo, onde as exportações estão se contraindo em mais de 15% ao ano e as importações em mais de 25%. Além disso, as *valuations* não são atraentes, mais de 15 vezes o P/E anterior, quando a média dessa métrica é de 12 vezes, em um contexto em que se estima que os lucros corporativos cairão mais de 35%. No entanto, estima-se que eles cresçam quase 70% até 2024.

As ações taiwanesas foram rebaixadas de neutras para *underweight*. A atividade econômica permanece em território de recessão, sem perspectiva de um catalisador para mudar a tendência por enquanto. O fato de a economia estar em uma recessão técnica fez com que o banco central do país suspendesse os aumentos das taxas de juros. Embora a inflação global esteja em torno da meta (1,8% vs. 2% a/a, respectivamente), o núcleo da medida permanece em 2,6%. A queda das exportações e a desaceleração da China atingiram Taiwan, o maior exportador mundial de semicondutores, de forma particularmente dura. As ações taiwanesas parecem caras, com um nível de relação P/E *fwd.* de quase 19x, acima de sua média histórica de cerca de 15x, com perspectivas de quedas acentuadas nos lucros corporativos este ano e correção para baixo.

A Indonésia recebeu um upgrade de neutro para *overweight*. A economia está mostrando um *impulso* positivo com a aceleração do ritmo de expansão, com o PMI do setor industrial registrando aumentos consecutivos nos últimos três meses e em território expansionista. A reabertura global deu um importante impulso ao turismo no país, apoiando a atividade. Ao mesmo tempo, a inflação está próxima da meta do banco central (+/- 3%), tanto a nominal quanto a subjacente. Os *valuations* das ações da Indonésia estão em uma relação P/E de 14,5x, abaixo de sua média histórica de quase 16x e com estimativas de crescimento dos lucros de quase 25% este ano. Por fim, a política está passando por um período de estabilidade.

EMEA: Manutenção da posição *underweight*

A região está no ciclo de política monetária mais atrasado dos países emergentes, com os bancos centrais tendo acabado de desacelerar o aperto monetário, enquanto os aumentos da política monetária da Turquia ainda estão pendentes. Com relação aos preços do petróleo, a tendência de alta de julho pode se reverter em agosto, uma vez que a produção mais baixa já pode ter sido internalizada, a atividade chinesa pode continuar a decepcionar e, mesmo diante dos ataques ucranianos à infraestrutura petrolífera russa, os preços do petróleo não reagiram significativamente. Ao mesmo tempo, a incerteza política continua em alguns países do bloco. Como resultado, **a UW decidiu manter sua posição neutra na EMEA.**

O rand **sul-africano** continuou a se valorizar em julho devido à alta dos preços *das commodities*, o que impulsionou o desempenho do mercado acionário denominado em dólares. As interrupções de energia foram menos frequentes durante o mês, o que também apoiou o mercado. No entanto, mais recentemente, as tensões políticas aumentaram antes das eleições gerais do próximo ano, com um político de extrema esquerda fazendo comentários racistas em um evento com a participação de mais de 100.000 pessoas. A instabilidade da política sul-africana levou o governo a escrever uma estrutura para orientar como os governos de coalizão devem ser formados e operar. Com relação à *dinâmica* econômica, o PMI do setor industrial aprofundou-se em território contracionista em julho, atingindo 48,2 pontos. Enquanto isso, o Banco Central surpreendeu o mercado e interrompeu o aperto monetário em sua reunião de julho, mas ainda está atrasado no ciclo monetário em relação a seus pares emergentes e os cortes não são esperados até, pelo menos, o primeiro trimestre do próximo ano. Os *valuations* (P/E e P/VL) estão sendo negociadas em torno de suas médias de cinco anos, sem nenhuma evidência de atratividade, enquanto as projeções de lucros para este ano continuam a ser corrigidas para baixo. Além disso, as saídas líquidas do principal ETF do país no último mês totalizaram ~8% do total de ativos sob gestão. Nesse contexto, o ***underweight às ações sul-africanas continua.***

Na **Turquia**, os sinais econômicos continuam fracos. O PMI do setor industrial de julho caiu em território contracionista para 49,9 pontos percentuais, com a aceleração dos preços de insumos e a queda do volume de novos pedidos pela primeira vez em cinco meses. Nesse contexto, a inflação de julho acelerou para 47,8% ao ano, enquanto o núcleo do registro avançou 56,1%. Com a aceleração das pressões inflacionárias, o banco central reagiu em sua reunião de julho com um aumento de 250 pontos-base na taxa de juros, levando-a para 17,5%, fazendo um ajuste mais limitado do que o esperado pelo mercado, dados os altos níveis de inflação (+350 pontos-base). Nesse contexto, a autoridade monetária mais do que dobrou suas projeções de inflação para o final deste ano, para 58%. Embora não se possa negar uma mudança em direção ao pragmatismo nas decisões políticas, os sinais são insuficientes para encerrar a subexposição das ações turcas. Além disso, a lira turca se desvalorizou em mais de 40% até agora neste ano e continua se desvalorizando. No lado das ações, após o desempenho de julho, elas começaram a ser negociadas um pouco acima de suas médias históricas de cinco anos. Enquanto isso, as saídas líquidas do principal ETF continuaram no último mês, totalizando ~13% do total de ativos sob gestão. Em resumo, as pressões inflacionárias estão exacerbadas, o Banco Central mantém seu viés contracionista, a economia não está gerando tração e as *valuations* parecem apertadas, daí a decisão de **umentar a posição do *UW* em ações turcas.**

A posição de *UW* que vinha ocorrendo nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria) foi mantida. O *ímpeto* econômico continuou a se deteriorar em julho, com os PMIs do setor industrial dos três países permanecendo em território contracionista. Ao mesmo tempo, apenas a inflação da República Tcheca está abaixo de um dígito, enquanto as outras duas economias mantêm níveis de inflação de dois dígitos. Embora todas as economias estejam se flexibilizando, isso limita o espaço para que os bancos centrais comecem a cortar as taxas no curto prazo, o que o mercado descarta até, pelo menos, o próximo ano. Embora as *valuations* estejam sendo negociadas abaixo de sua média de cinco anos, a deterioração do *impulso* econômico e as pressões inflacionárias nos levam a permanecer subexpostos às ações do C3.

O PMI de manufatura **da Arábia Saudita** desacelerou em julho para 57,7 pontos, o nível mais baixo desde dezembro de 2022, sendo a perda de *impulso* em novos pedidos o principal fator por trás disso. A inflação caiu marginalmente em junho para 2,7% a.a., e não foram observadas pressões inflacionárias do resto do mundo. O PIB do segundo trimestre cresceu 1,1% a/a (vs. 3,8% no trimestre anterior), devido aos cortes na produção de petróleo. Para 2023, o FMI projeta um crescimento do PIB de 1,9%, corrigido para baixo em relação aos 3,1% estimados em abril. No início de agosto, o país confirmou que estenderá seus cortes de produção até setembro, deixando a porta aberta para que eles permaneçam em vigor pelo resto do ano. Apesar desses cortes, os números mais baixos de atividade da China continuarão a pressionar os

preços do petróleo bruto, limitando a alta. As *valuations* estão sendo negociadas em torno de suas médias de 5 anos e as projeções de lucros para este ano foram corrigidas para baixo no último mês. Por fim, os relatórios corporativos do segundo trimestre mostram quedas nas vendas e nos lucros de mais de 30% em relação ao ano anterior, com surpresas negativas. Em um contexto de resiliência econômica e baixas pressões inflacionárias, mas com uma perspectiva volátil para os preços do petróleo no curto prazo e *valuations* justas, decidimos **manter nossa posição neutra em ações sauditas**.

RENDA FIXA

US TREASURIES: neutralização das posições em títulos do Tesouro de 5, 10 e 30 anos, mantendo *underweight* em TIPS

De acordo com as expectativas do mercado, na reunião de política de julho, o Fed aumentou a taxa de juros em 25 pontos-base. O discurso enfatizou que as decisões futuras seriam altamente dependentes dos dados e confirmou que o país estaria evitando a recessão, com um *soft landing* como o cenário mais provável. O mercado interpretou a mensagem como "*dovish*", ou seja, menos "hawkish", e até 5 cortes nas taxas em 2024 estão sendo internalizados. No entanto, foi observado um *bear steepener* após a reunião, ou seja, um movimento ascendente da curva da taxa em que o aumento é maior em trechos mais longos. Esse movimento foi acentuado após o *rebaixamento* da Fitch. A inversão da curva na parcela de 2 a 10 anos passou de -106 bps. no final de junho para -68 bps. em 7 de agosto, com a curva de juros apresentando alta volatilidade. Com o rebaixamento dos bancos norte-americanos pela Moody's, as taxas de juros caíram acentuadamente em 8 de agosto. Assim, em um contexto de baixa liquidez devido ao verão no hemisfério norte, onde os movimentos são exacerbados, **foi decidido neutralizar a posição em *treasuries* em todos os vencimentos**.

Os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, subiram ligeiramente para 2,03% e 2,41%, respectivamente, o que implica que as expectativas de inflação de longo prazo estariam ancoradas na meta do Fed (2%). Diante do exposto, **o *UW* é mantido em TIPS** devido à ancoragem das expectativas e em vista dos sinais de convergência da inflação.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Permanece neutro

Teríamos chegado ao fim do ciclo de aperto monetário nos EUA, enquanto na Europa estaríamos próximos a ele. Haveria mais um aumento das taxas pelo BCE e dois no Reino Unido. No entanto, as taxas permaneceriam elevadas por um período prolongado, enquanto a convergência da inflação não for garantida e, nos EUA, o mercado estiver superestimando os cortes nas taxas no próximo ano. O *Investment Grade* continua a ser uma alternativa atraente em termos de risco-retorno, porém, no contexto atual de aumento dos salários, resiliência da economia dos 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 **manter uma posição neutra no *Global Investment Grade***.

GLOBAL HIGH YIELD: Neutraliza de *underweight*

Apesar do aumento da taxa básica de juros em julho, a resiliência econômica dos EUA fez com que *os spreads continuassem* a se comprimir e, portanto, a classe de ativos teve um desempenho positivo, protegida ainda mais por uma duração relativamente curta (quase 4 anos). Nesse contexto, e apesar dos *spreads* comprimidos, que estão abaixo da média dos últimos 5 anos, o nível de *rendimento* atraente (~9%), a duração mais baixa em relação a outros ativos do portfólio, o bom *momento* econômico dos EUA e as expectativas de *inadimplência* para o *US High Yield*, que permaneceram estáveis ao longo do ano, nos levam a neutralizar o Global HY de ***underweight***.

DÍVIDA EMERGENTE: *Underweight* em títulos soberanos HY e neutro em títulos soberanos IG. Redução do *overweight* em títulos corporativos e mercados locais.

As taxas de juros dos mercados emergentes continuam a se descorrelacionar das taxas dos mercados desenvolvidos. Nos primeiros, os cortes nas taxas já começaram, de forma mais agressiva do que o esperado em países como o Chile e o Brasil, enquanto nos países desenvolvidos os cortes nas taxas não são esperados até, pelo menos, o segundo trimestre do próximo ano. Assim, **a dívida dos países emergentes continua atraente** não apenas por causa dos altos *Yields* em relação ao mundo desenvolvido, mas também por causa do potencial de valorização dos preços dos títulos em face dos cortes nas taxas de juros, principalmente na América Latina.

Com relação à dívida soberana emergente, após o ajuste da taxa no mês passado, a expectativa de uma eventual queda nas taxas poderia ser um estímulo 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 de *investment grade* continua a ser a favorecida**, o que se beneficiaria de uma duração mais longa na expectativa de queda das taxas de juros. Além disso, a qualidade de crédito mais alta da classe de ativos oferece melhor proteção contra a deterioração das condições econômicas, condições de crédito mais restritas e eventos de risco não realizados. Quanto à dívida corporativa *High Yield*, a classe de ativos permaneceu resistente aos aumentos das taxas externas e, diante de surpresas econômicas positivas, teve um bom desempenho devido à compressão *do spread*. Por outro lado, a classe de ativos oferece um *Yield* muito atraente, acima do mundo desenvolvido, ao custo de um risco de crédito mais alto, em que as estimativas de *default* para este ano já foram ajustadas para cima e internalizadas nos preços. No entanto, a dívida *High Yield* continua vulnerável a uma ampliação dos spreads, pois eles estão abaixo das médias dos últimos 5 anos. No lado dos mercados locais, as moedas emergentes continuaram a se fortalecer em relação ao dólar em julho, com poucas exceções, como o Chile, devido ao estreitamento do diferencial da taxa de juros em relação aos EUA.

EXPOSIÇÃO CAMBIAL | AGOSTO DE 2023

Moedas	Bench.	Julho	Agosto	OW/UW		Câmbio
USD	55.1%	55.7%	55.2%	OW	0.0%	-0.5%
EUR	7.4%	6.0%	5.5%	UW	-1.9%	-0.5%
GBP	1.5%	1.0%	1.0%	UW	-0.5%	
JPY	2.5%	3.3%	3.3%	OW	0.8%	
GEMs	33.6%	34.1%	35.2%	OW	1.6%	1.0%
	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 | JULHO DE 2023

Classe de Ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Índices de desempenho mensal	Contribuição do portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativos	Selectividade
Ações	50%	50%	0%	4.7%	2.3%	2.4%	0.0	0.9
Renda fixa	50%	45%	-5%	0.9%	0.4%	0.4%	9.6	-0.3
Caixa	0%	5%	5%	0.4%	0.0%	0.0%	-11.9	
Ouro	0%	0%	0%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portfólio					2.79%	2.77%	-2.4	0.7
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13.5%	12.0%	-1.5%	2.9%	0.39%	0.35%	2.7	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	3.7%	0.05%	0.00%	1.3	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	3.3%	0.10%	0.06%	1.4	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	3.3%	0.52%	0.52%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	3.3%	0.46%	0.46%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	5.1%	0.18%	0.18%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	3.0%	0.15%	0.20%	-2.7	
Desenvolvido	56.0%	53.8%	-2.2%	3.3%	1.84%	1.77%	2.7	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	5.0%	0.21%	0.31%	0.6	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	4.9%	0.03%	0.08%	0.2	
China	12.7%	12.7%	0.0%	10.8%	1.37%	1.37%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	15.6%	0.0%	3.5%	0.55%	0.55%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	6.0%	0.24%	0.24%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	-0.8%	6.7%	0.47%	0.41%	-1.6	
Emergentes	44.0%	46.2%	2.2%	6.5%	2.86%	2.95%	-0.9	
Equities					4.70%	4.72%	1.9	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	0.1%	0.00%	0.00%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	10.5%	-1.0%	-0.8%	-0.09%	-0.08%	1.7	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-2.5%	-0.16%	-0.16%	0.0	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	0.1%	0.00%	0.00%	1.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	0.0%	1.0%	0.25%	0.25%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	3.6%	-0.7%	1.5%	0.07%	0.06%	-0.5	
Dívida Desenvolvida	57.7%	54.7%	-3.0%	0.1%	0.07%	0.07%	2.2	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.3%	0.02%	0.02%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	3.4%	0.19%	0.14%	-3.8	
EM Corporate IG	3.6%	5.3%	1.7%	0.4%	0.02%	0.02%	-0.7	
EM Corporate HY	5.0%	6.5%	1.5%	0.8%	0.04%	0.05%	-0.1	
EM Local Markets	23.2%	24.5%	1.3%	2.3%	0.54%	0.57%	1.9	
Dívida Emergente	42.3%	45.3%	3.0%	1.9%	0.81%	0.80%	-2.8	
Fixed Income					0.88%	0.87%	-0.6	

*Anualizado ** Desde 2001

Dados em 31 de julho de 2023

No final de julho, o TAACo Global ganhou 2,8%, quase em linha com o desempenho do *benchmark*. Em termos de *análise de atribuição*, (i) a alocação de ativos diminuiu o valor ao manter caixa em um mês em que a recuperação das ações continuou e em que, apesar do aumento das taxas de juros, a compressão do *spread* levou a retornos positivos em *bonds*. (ii) A seleção de instrumentos foi marginalmente positiva; em ações, o *underweight* na Europa e no Reino Unido, juntamente com a posição comprada na América Latina, mais do que compensou a posição comprada no Japão e vendida na EMEA. Na renda fixa, a seletividade 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	2.8%	3.5%	9.2%	7.0%	2.9%	3.1%	3.9%	5.0%	10.1%
Benchmark	2.8%	3.9%	9.5%	6.7%	1.1%	2.3%	3.1%	3.7%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	-2	-39	-30	30	177	85	81	134	
Acciones	4.7%	7.8%	15.1%	11.5%	6.4%	4.3%	5.2%	3.7%	14.8%
Benchmark	4.7%	8.0%	15.2%	11.7%	6.3%	4.2%	5.0%	3.2%	14.7%
Europe ex UK	2.9%	1.1%	16.2%	19.0%	7.3%	3.5%	3.7%	2.8%	19.8%
Europe Small Cap ex UK	3.7%	0.1%	10.7%	8.7%	4.9%	1.6%	5.8%	7.1%	23.6%
UK	3.3%	-0.5%	9.6%	8.5%	9.0%	-0.8%	-0.5%	0.5%	19.2%
US Large Cap Growth	3.3%	16.4%	40.1%	18.0%	11.7%	15.4%	15.2%	--	22.3%
US Large Cap Value	3.3%	4.3%	3.8%	4.8%	10.5%	5.1%	6.1%	3.9%	17.8%
US Small Caps	5.1%	11.8%	14.0%	7.9%	12.7%	5.9%	8.1%	8.1%	23.8%
Japan	3.0%	9.1%	15.1%	12.6%	5.2%	1.5%	3.5%	1.7%	16.0%
Desenvolvido	3.4%	8.5%	19.0%	13.5%	11.7%	9.1%	9.3%	6.5%	18.9%
LatAm	5.0%	14.9%	20.4%	20.4%	7.4%	-1.1%	-2.1%	4.6%	30.0%
LatAm Small Cap	4.9%	21.5%	29.8%	32.2%	8.1%	1.5%	-2.6%	6.8%	33.1%
China	10.8%	5.4%	4.7%	1.8%	-9.9%	-2.8%	3.7%	7.7%	27.0%
EM Asia ex China	3.5%	9.6%	14.5%	10.0%	9.2%	6.5%	6.7%	--	20.0%
EM Asia Small Cap	6.0%	10.7%	15.8%	12.7%	10.2%	4.2%	4.2%	7.1%	20.4%
EM Europe and Middle East	6.7%	5.0%	6.3%	1.9%	-1.2%	-5.5%	-4.1%	2.4%	21.0%
Emergentes	6.2%	8.4%	9.4%	8.2%	1.1%	2.0%	3.4%	7.9%	18.9%
Renda Fixa	0.9%	-0.2%	4.0%	2.0%	-3.5%	0.4%	1.3%	4.1%	6.2%
Benchmark	0.9%	-0.1%	4.0%	1.6%	-4.1%	0.0%	0.9%	3.5%	6.2%
Treasuries 5Y	0.1%	-2.3%	0.7%	-3.9%	-4.2%	0.6%	0.7%	3.1%	4.5%
Treasuries 10Y	-0.8%	-3.4%	0.9%	-7.6%	-7.6%	0.3%	0.9%	3.5%	7.8%
Treasuries 30Y	-2.5%	-5.1%	0.8%	-15.6%	-16.8%	-2.0%	1.3%	4.4%	16.3%
US Tips	0.1%	-1.4%	2.0%	-5.4%	-0.8%	2.6%	2.0%	4.4%	6.0%
Global Corporate IG	1.0%	-0.2%	4.5%	0.2%	-4.5%	0.6%	1.5%	4.2%	8.4%
Global Corporate HY	1.5%	2.1%	7.0%	6.6%	0.7%	2.4%	3.6%	6.7%	9.9%
Dívida Desenvolvida [1]	0.1%	-1.5%	3.0%	-1.8%	-5.0%				
EM Sovereign IG	0.3%	-0.5%	3.7%	0.2%	-5.4%	1.0%	2.6%	5.7%	9.2%
EM Sovereign HY	3.4%	7.4%	8.1%	13.0%	-0.1%	0.1%	2.3%	7.2%	14.6%
EM Corporate IG	0.4%	0.3%	3.7%	2.2%	-3.0%	1.6%	2.7%	--	6.2%
EM Corporate HY	0.8%	1.1%	2.8%	7.4%	-2.1%	1.3%	3.6%	--	10.7%
EM Local Markets	2.3%	1.6%	5.7%	6.0%	-0.1%	1.1%	0.1%	--	10.6%
Dívida Emergentes [1]	1.8%	1.5%	5.0%	6.2%	-1.9%				
Caixa	0.4%	1.3%	2.7%	4.1%	1.4%	1.6%	1.0%	1.4%	0.5%
Ouro	3.1%	-0.6%	8.7%	12.4%	0.1%	10.0%	4.1%	9.5%	14.1%

* 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 serão realizadas. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Compass, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações aqui contidas. A Compass, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários ou transações de mercado, orais ou escritos, que reflitam uma visão diferente da expressa neste relatório.