

Setembro de 2023

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Ago	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início * **	
TAACo	-2.8%	2.5%	6.2%	6.4%	1.2%	2.7%	3.8%	4.8%	10.1%
Benchmark	-2.7%	2.8%	6.5%	6.5%	-0.5%	1.9%	3.0%	3.5%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	-3	-34	-33	-10	177	80	80	134	
Ações	-4.2%	5.3%	10.2%	9.2%	3.5%	3.5%	5.0%	3.5%	14.8%
Benchmark	-4.1%	5.4%	10.5%	9.7%	3.3%	3.4%	4.8%	3.0%	14.7%
Renda Fixa	-1.3%	0.1%	2.6%	2.8%	-3.9%	0.4%	1.3%	4.1%	6.2%
Benchmark	-1.3%	0.2%	2.6%	3.1%	-4.6%	0.0%	0.9%	3.4%	6.2%
Caixa	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ouro	-1.4%	-1.1%	7.1%	13.2%	-0.3%	10.1%	3.4%	9.4%	14.1%

Resultados em 31 de agosto de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

Até o final do ano e depois

Com o fim do período de férias de verão no hemisfério norte, a liquidez nos mercados globais aumenta e os participantes do mercado - investidores, consumidores, setor corporativo, entre outros - olham para o restante deste ano e começam a moldar suas expectativas para 2024.

Quanto à atividade econômica, no contexto de uma desaceleração global (de magnitudes divergentes em todo o mundo) e de condições monetárias restritivas, pela primeira vez desde o início do ano os PMIs do setor de serviços das economias desenvolvidas estão convergindo para o território da desaceleração. Esse indicador prevê a expansão ou a contração das taxas de crescimento nos próximos seis a doze meses e, embora os PMIs do setor industrial estejam indicando contração há mais de um ano - abaixo de 50 pontos -, os PMIs do setor de serviços mostraram uma resistência que os manteve acima desse nível até o mês passado. Os países europeus ultrapassaram esse limite, os EUA vêm caindo constantemente e estão em 51 pontos (de um pico de 55 em maio passado) e o Japão é a exceção.

O prêmio de risco (uma medida da atratividade das ações em relação aos títulos) permanece em mínimos históricos, impulsionado por vários fatores. Entre eles estão as altas de quarenta anos na inflação, que geraram aumentos nas taxas de juros, liderados pela taxa de referência dos *Fed Funds* dos EUA, em seu pico (5,5% a.a.) desde a década de 1990, e as altas *valuations* das ações.

As grandes questões para o restante de 2023 e que moldam as perspectivas para o próximo ano giram precisamente em torno das taxas de juros, da inflação e do crescimento. A atividade nos EUA tem sido resiliente; alguns indicadores mostram um crescimento menor, embora o mercado de trabalho continue robusto.

Nesse contexto, o mercado está considerando quatro cenários: (i) *Recessão (hard landing)*, como efeito de um erro de política monetária excessivamente restritiva, que daria lugar, no final deste ano, a uma contração da atividade e à deterioração do emprego, o que levaria a taxas de juros mais baixas. (ii) *Soft landing/recessão*, em que a inflação continuaria a demorar a cair e as taxas de juros permaneceriam altas por mais tempo. (iii) *Sem recessão ou no landing*, em que poderia haver (a) crescimento estável, embora escasso, com a inflação caindo de forma consistente e,

ÍNDICE

No final do ano e depois

.....1

Alocação de ativos 4

Resultados globais do
TAACo Agosto de 2023 17

Desempenho histórico 18

A liquidez do mercado global aumenta este mês com o fim da temporada de férias

A deterioração das expectativas atinge o setor de serviços

O prêmio de risco permanece em níveis historicamente baixos

O que resta para 2023: taxas de juros, inflação e crescimento?

por fim, dando espaço para a redução das taxas de juros ou (b) uma reaceleração graças ao salto na produtividade resultante da revolução digital e da inteligência artificial.

O mercado reduziu suas expectativas de aumentos adicionais nas taxas de juros e as chances são de que elas permaneçam em seus níveis atuais, com o primeiro corte nas taxas em maio do próximo ano. Além disso, as expectativas apontam para até quatro cortes nas taxas (de 25 bps cada) no próximo ano.

Nosso cenário base é de uma *soft landing*, com os dados de atividade se deteriorando gradualmente e a inflação diminuindo lentamente, com as taxas de juros permanecendo altas por mais tempo. As taxas de juros e a inflação teriam atingido seu pico e começariam a cair no segundo trimestre do próximo ano. As condições monetárias apertadas são evidentes nos empréstimos bancários e hipotecários, entre outros, e isso deve começar a ter um efeito sobre o consumo e, em seguida, sobre os dados de emprego no final deste ano.

Se nos voltarmos para a segunda maior economia do mundo, a China, que parece não ter encontrado o caminho para a recuperação econômica tão esperada desde o início do ano, quando a política de COVID-19 zero foi encerrada. Até o momento, as medidas adotadas parecem insuficientes (cortes nas exigências de reservas obrigatórias, imposto de selo e exigências de margem para transações de ações) e as pressões deflacionárias são cada vez mais evidentes, e seu impulso aos preços dos ativos chineses tem sido de curta duração. Uma segunda fonte de pressão sobre a economia é a crise imobiliária, com grandes empresas em sérios problemas de insolvência e medidas destinadas a revitalizar o setor pelo lado da demanda que ainda não estão claras quanto ao seu provável resultado, já que não há transparência sobre como o governo finalmente enfrentará os problemas nesse setor. Por fim, a perda de confiança dos investidores locais e estrangeiros e dos consumidores chineses fez com que as expectativas e os possíveis efeitos das medidas de estímulo não fossem muito eficazes.

Nos EUA, é fundamental monitorar os dados de atividade e de preços que dão a possibilidade de prever melhor um Fed dependente de dados e determinado a vencer a inflação. Além disso, quão prejudiciais podem ser as novas pressões inflacionárias e os aumentos ou aumentos mais longos das taxas.

Por outro lado, a previsibilidade na China é significativamente mais complicada, pois depende de um governo que está dividido entre o pragmatismo e a ideologia, com sinais em ambos os sentidos nos últimos anos. O que é importante ter em mente é quais podem ser os efeitos da estagnação, do baixo crescimento ou da recuperação da China nas regiões que dependem do comércio com o gigante asiático, como o restante da Ásia, a Europa e a América Latina, e que contrapeso uma economia resiliente como a dos Estados Unidos e o *nearshoring*, o *friendshoring* e o *on shoring* podem oferecer.

Certamente há riscos de curto prazo para nosso cenário base. Nos EUA, um rebaixamento da classificação da dívida dos EUA será seguido por um rebaixamento dos bancos americanos, uma nova discussão nos EUA sobre o teto da dívida e pressões dos sindicatos por salários mais altos com consequentes greves que afetariam a atividade pelo resto do ano. No caso da China, o risco é de longo prazo e dependerá de como ela lidará com a dificuldade de retornar ao crescimento

São previstos quatro cenários macroeconômicos

O mercado não prevê novos aumentos nas taxas

Nosso cenário de base é de uma *soft landing*

A economia da China não consegue encontrar o caminho para a recuperação

Dados econômicos dos EUA ajudam a prever as ações do Fed

Na China, o governo está dividido entre o pragmatismo e a ideologia.

e de quão eficaz isso será (japonização ou não?). E, finalmente, novas pressões inflacionárias que levariam a novos aumentos nas taxas de juros.

Avistando o final do ano, em setembro mantivemos nossa alocação neutra entre ações e renda fixa. Em ações, damos preferência às ações japonesas, latino-americanas e emergentes da Ásia ex-China, enquanto em renda fixa, a deterioração das condições financeiras das empresas nos leva a rebaixar a dívida *de High Yield para underweight, em favor da dívida corporativa com grau de investimento*, que se beneficiará de taxas de juros mais baixas à medida que surgirem indicadores de inflação e crescimento mais fracos.

Riscos de curto
prazo para o cenário
base

Em setembro, o
TAACo permanece
neutro entre ações
e títulos.

ALOCAÇÃO DE ATIVOS | SETEMBRO DE 2023

TAACo Global	Bench.	Agosto	Setembro	OW / UW	Câmbio	
Ações	50%	50%	50%	N		
Renda Fixa	50%	50%	50%	N		
Caixa				N		
Ouro				N		
Portfólio Atual						
Europe ex UK	13.5%	11.0%	11.0%	UW	-2.5%	
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%	4.6%	3.6%	N		-1.0% -
Japan	4.9%	6.5%	6.5%	OW	1.6%	
Mercados desenvolvidos	56.0%	53.8%	52.8%	UW	-3.2%	-1.0% -
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%	16.6%	OW	1.0%	1.0% +
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%	47.2%	OW	3.2%	1.0% +
Total de Ações	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	6.0%	N		
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	11.5%	N		
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%	27.5%	OW	1.0%	1.0% +
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	3.3%	UW	-1.0%	-1.0% -
Dívida Desenvolvidos	57.7%	56.4%	56.4%	UW	-1.3%	
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%	4.6%	4.6%	OW	1.0%	
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	5.9%	OW	0.9%	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	24.1%	OW	0.9%	
Dívida Emergentes	42.3%	43.6%	43.6%	OW	1.3%	
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%			

Neutro entre ações e títulos, sem caixa

Ações: o OW de mercados emergentes aumenta em relação aos mercados desenvolvidos e o OW de US Small Cap é neutralizado para financiar o OW de Ásia Emergente ex China

Em renda fixa, neutro em relação aos títulos do Tesouro dos EUA, UW em TIPs e favorecendo um OW em títulos IG corporativos globais financiados por um UW HY. Títulos emergentes OW; equilibrado entre corporações em dólares e moedas locais.

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX REINO UNIDO: Manutenção do *underweight* em *Large e Small Caps*

O impulso econômico e corporativo continua fraco, com correções para baixo tanto no crescimento econômico quanto nos lucros. Essa deterioração das perspectivas refletiu-se no desempenho da região, com o Stoxx 50 caindo 5,4% (em dólares) em agosto, pior do que as ações dos EUA e do Japão.

Embora os dados sejam menos ruins e o índice de surpresa econômica apresente tendência de alta, ele permanece em território profundamente negativo. Os indicadores de confiança (Sentix econômico, industrial, de serviços, do investidor e do consumidor) estão caindo. Os principais PMIs estão em território contracionista (abaixo de 50 pontos, o limite de expansão/contração do setor para os próximos doze meses), com os serviços caindo abaixo de 50 pontos pela primeira

vez desde o final de 2022. O consumo continua deprimido (as vendas no varejo se contraíram nos últimos 9 meses em relação ao ano anterior), assim como a produção industrial.

De acordo com o consenso dos analistas da Bloomberg, a Zona do Euro crescerá 0,6% este ano e 0,9% no próximo (contra 0,9% e 1,5% projetados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em sua análise de julho). Devido ao seu viés exportador e industrial, com a China como um de seus principais parceiros comerciais, a Alemanha seria um dos países com a maior contração econômica (0,3% em 2023) e crescerá 0,9% em 2024, um número que tem sido persistentemente corrigido para baixo. Os dados econômicos alemães também decepcionaram; o PMI industrial ficou em 39,1 pontos em agosto e o PMI de serviços recuou de 52,3 pontos em julho para 47,3 pontos.

No nível agregado, a inflação permanece em uma trajetória de convergência e ficou em 5,3% a/a em agosto (como em julho), mas a medida subjacente continua "teimosa" e também registrou 5,3% a/a. Sem muita mudança nas condições em relação à versão anterior deste documento, o BCE deve 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 haveria apenas mais um aumento da taxa para levá-la a 4,0%, nível em que permaneceria até meados do próximo ano. No último mês, a curva da taxa de juros apresentou uma ligeira inclinação na parcela de 2 a 10 anos - embora a inversão tenha sido mantida -, com quedas nas parcelas mais curtas e aumentos marginais nas mais longas. Como referência, na Alemanha, a taxa do Bund de 2 anos está em 2,98% e a de 10 anos em torno de 2,56%.

Com relação ao setor corporativo, estima-se que os lucros cresçam 2,7% 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 de lucros esperado de 30% para este ano, impulsionado pela empresa de semicondutores ASML (o valor foi fortemente corrigido para baixo no último mês). Espera-se que a França, o país com o maior peso no índice europeu, apresente uma contração nos lucros de cerca de 3% (que foi corrigida para cima), enquanto na Alemanha espera-se que os lucros cresçam tímidos 2%.

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

A deterioração do *momentum* econômico e corporativo, as fracas expectativas de crescimento dos lucros e as constantes saídas de capital (pela 25ª semana consecutiva, saídas de capital de fundos e ETFs) **nos levam a manter a posição *underweight*.**

REINO UNIDO: O Underweight é mantido

Apesar de *valuations* atraentes e do alto *rendimento de dividendos* (~4,3%), a posição vendida em ações do Reino Unido é mantida devido à falta de convicção em uma recuperação sustentada do país, 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 e às saídas persistentes para fundos e ETFs.

O índice de surpresa econômica continua positivo, mas com uma tendência de queda. Os PMIs do setor industrial e de serviços caíram em agosto para 42,5 e 48,7 pontos, respectivamente. Embora a taxa de desemprego tenha aumentado, o mercado de trabalho continua apertado (taxa de desemprego de 4,2% em junho, semelhante à pré-pandemia),

enquanto o consumo não conseguiu reverter a tendência de queda devido à alta inflação, que pressiona o poder de compra das famílias (as vendas no varejo completam 16 meses consecutivos de contração em relação ao ano anterior). A política monetária permaneceria apertada por um período prolongado. A inflação em julho caiu de 7,9% a.a. para 6,8%, mas o núcleo da medida permaneceu estável (em 6,9%). Com os preços não diminuindo e os salários acelerando (eles aumentaram 8,2% a/a em julho, superando as expectativas), o Banco da Inglaterra aumentaria a taxa de referência mais duas vezes, para 5,75%, com aumentos de 25 bps nas reuniões de setembro e novembro; a taxa permaneceria nesse nível por um período prolongado, sem cortes até 2024. A curva da taxa subiu quase que paralelamente no último mês. Assim, a taxa de 2 anos subiu quase 10 bps, para 4,96%, e a taxa de 10 anos subiu cerca de 10 bps, para 4,45%.

O setor corporativo, que foi resiliente em 2022, sofrerá com o crescimento econômico mais lento este ano; espera-se que os lucros se contraiam em cerca de 9% em 2023 - um número que permaneceu estável no último mês - com os setores de materiais e energia apresentando o pior desempenho, enquanto o setor financeiro e, em menor grau, o de tecnologia terão o maior aumento nos lucros. Até 2024, espera-se que os lucros se recuperem para cerca de 4%. O índice de ações é caracterizado pela geração de lucros internacionais, e não domésticos, e, portanto, está amplamente exposto às expectativas de crescimento global e é afetado pela valorização da libra esterlina - que ganhou quase 4,5% no acumulado do ano.

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth e Value* permanecem neutras, enquanto as *small caps* se neutralizam do overweight

Agosto terminou com perdas e 5 meses de ganhos consecutivos para as ações dos EUA. Os lucros corporativos do segundo trimestre superaram as expectativas, apesar de uma contração de 5,8% nos lucros das empresas do S&P500 (a maior queda desde o início da pandemia). Nesse cenário e em um mês caracterizado pelo baixo volume de negociações devido às férias de verão no hemisfério norte, os investidores realizaram lucros e o S&P500 caiu 1,8%.

Do ponto de vista econômico, o *momento* é positivo, e o cenário de *pouso suave* parece cada vez mais provável. Espera-se que o país cresça 2% este ano e 0,9% no próximo ano, sendo que ambos os números foram corrigidos para cima no mês passado. Enquanto isso, o crédito e o mercado de trabalho continuam no que parece ser um processo de resfriamento saudável. Em agosto, foram criados 187 mil novos empregos (contra 170 mil esperados) e a taxa de desemprego subiu para 3,8% devido a um aumento na participação da mão de obra. Os salários aumentaram 4,3% em relação ao ano anterior, um pouco abaixo do mês anterior, mas com o risco de os sindicatos manterem as pressões salariais. O consumo permaneceu resiliente, tanto as vendas no varejo quanto os gastos pessoais superaram as expectativas. Apesar disso, os PMIs de serviços e manufatura perderam força em agosto.

A inflação acelerou em julho, passando de 3% para 3,2% em doze meses, com o núcleo da inflação diminuindo de 4,8% para 4,7% em relação ao ano anterior. Assim, juntamente com o fato de os salários permanecerem elevados, o Fed decidiu, em julho, aumentar a taxa de referência em 25 pontos-base para 5,50%, no que seria o último aumento do ciclo contracionista. O mercado modera suas expectativas de flexibilização monetária para avaliar as consequências do aperto monetário e agora espera 4 cortes em 2024 a partir de maio (de 5 cortes a partir de março, há um mês). Assim, esperamos que as taxas permaneçam em níveis elevados por um período prolongado.

Nesse cenário de *soft landing* e dada a resiliência econômica, em agosto, a curva da taxa de juros sofreu uma *inclinação para baixo*, com aumentos maiores na extremidade longa da curva. Assim, a taxa de 10 anos ficou (em 5 de setembro) em 4,26%, quase 25 bps acima do mês anterior, enquanto a taxa de 2 anos subiu para 4,92%.

Com relação ao setor corporativo, a tendência se mantém e a estimativa de lucros para 2023 é corrigida para cima (2,4% de 1,6% no mês passado). Os lucros serão impulsionados principalmente pelos setores de consumo discricionário e de serviços de comunicação. Daqui para frente, os lucros começarão a se recuperar e crescerão quase sem alterações no terceiro trimestre e perto de 8% no último trimestre do ano. Até 2024, os lucros cresceriam cerca de 12%, o que se compara favoravelmente com o resto do mundo desenvolvido.

Apesar da correção de agosto, a alta no acumulado do ano tornou os *valuations* mais caros. Embora as ações do S&P500 sejam negociadas a uma relação P/U *adiantada* de cerca de 21x, em linha com a média de 5 anos, as ações de estilo de *crescimento* parecem caras e as ações *de valor* mais aliviadas. Enquanto isso, as *small caps* estão mais atraentes, sendo negociadas abaixo da média e com defasagem, mas com alta volatilidade implícita.

A vulnerabilidade às condições financeiras restritivas, a alta volatilidade das taxas de juros e os *valuations* que vêm perdendo atratividade, mas que são contrabalançadas pelo bom momento econômico e das ações, nos levam a manter **a cautela em relação às ações dos EUA em todos os estilos, com uma posição neutra.**

JAPÃO: Continua o overweight às ações japonesas

Em agosto, as ações japonesas foram associadas à queda das ações globais; entretanto, na última semana do mês, elas recuperaram fortemente parte do terreno perdido. A tese de investimento permanece: a economia está ganhando força e se diferenciando do resto do mundo desenvolvido com uma perspectiva de melhora.

De acordo com o consenso do mercado, espera-se que a economia cresça 1,9% este ano, um número que tem sido persistentemente corrigido para cima, enquanto os principais indicadores do PMI para o setor industrial e de serviços melhoraram em agosto. O consumo e a confiança das famílias continuam a mostrar força, embora a produção industrial esteja atrasada. As exportações decepcionaram e reverteram o aumento do mês anterior; em direções opostas, enquanto os embarques para a China se contraíram em relação ao ano anterior, os embarques para os EUA se aceleraram.

No que diz respeito à política monetária, a reunião de política monetária de julho flexibilizou a política de YCC (Yield Curve Control, controle da curva de rendimento) e aumentou a faixa na qual a taxa soberana de 10 anos flutua de +/-0,5% para +/-1%. Assim, a taxa soberana de 10 anos subiu com a mudança de 0,45% para uma faixa entre 0,60% e 0,65%, para onde se moveu no último mês (o nível mais alto desde o início de 2014). Além da mudança no YCC, em julho a inflação permaneceu em 3,3% a.a. e o núcleo da medida subiu para 4,3%, o que seria o *pico* deste ciclo. Espera-se que a inflação convirja para a meta de 2% até meados do próximo ano e, portanto, não são esperadas mudanças na política monetária expansionista no curto/médio prazo.

Apesar do aumento da taxa de juros e da redução do diferencial de taxas em relação aos EUA, o iene continuou a se desvalorizar (2,2% em agosto), tornando-se uma das moedas mais depreciadas entre os países desenvolvidos até agora neste ano (~11%). A perda de valor da moeda deu um impulso à competitividade do setor de exportação (as exportações representaram ~17% do PIB em 2022). De acordo com o Morgan Stanley, 47% das receitas das empresas japonesas listadas são geradas fora do país, em comparação com 29% nos EUA e 26% nos mercados emergentes. Notavelmente, 18% das receitas são geradas nos EUA, onde a economia foi surpreendida positivamente por sua resiliência.

Embora as ações japonesas tenham tido um bom *impulso* 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 índices P/U *fwd.* em termos absolutos e em relação aos pares desenvolvidos estão sendo negociados em torno de suas médias de 5 anos. Espera-se

que os lucros cresçam 7,4% este ano, um número que foi corrigido para cima no último mês e que está entre os mais altos dos países desenvolvidos; em 2024, eles cresceriam 8%, um pouco abaixo de seus pares desenvolvidos. Além do *impulso* positivo das ações, há entradas significativas em fundos e ETFs.

Assim, foi decidido **manter a posição de overweight em ações japonesas**, apesar da estagnação da surpresa econômica. A decisão se baseia no bom *momento* das ações e das empresas, no desempenho defasado, nos fluxos de entrada e nas reformas estruturais que darão suporte de longo prazo ao mercado.

AUMENTAR OW EMERGING SHARES: Manter OW América Latina, China neutra e UW EMEA, levar OW Ásia EM para OW Ásia EM

Agosto foi negativo para os ativos de risco e as ações emergentes apresentaram quedas mais acentuadas do que as ações desenvolvidas. A deterioração do sentimento dos investidores estrangeiros em relação à China levou a perdas de ~10% em dólares (índice MSCI), enquanto as ações do restante da Ásia apresentaram um desempenho mais defensivo. Enquanto isso, na América Latina, a desvalorização da moeda aprofundou os retornos negativos em dólares, com outros acontecimentos políticos aumentando a volatilidade. Na EMEA, os países exportadores de petróleo apresentaram quedas mais limitadas, mas as pressões inflacionárias permanecem em algumas economias.

AMÉRICA LATINA: Overweight permanece

Agosto foi marcado por eventos políticos na região, com a aprovação do marco fiscal no Brasil, juntamente com a discussão de outras reformas e as eleições do PASO na Argentina, entre outros. Além disso, o início dos cortes nas taxas de juros pelos bancos centrais do Brasil e do Chile, juntamente com a queda no preço das principais *commodities* da matriz de exportação da América Latina, pressionada pela desaceleração da China e pela valorização global do dólar, levou as moedas latino-americanas a se desvalorizarem, acentuando assim as perdas em dólares. Por outro lado, a atratividade dos *valuations* da região, em termos absolutos e em relação a seus pares de mercados emergentes, foi mantida. Além disso, a tendência estrutural de *nearshoring*, que favorece o México, dá suporte ao investimento na região. Nesse contexto, decidiu-se **manter o overweight na América Latina**.

No **Brasil**, foi aprovado em agosto o Marco Fiscal, que propõe um saldo primário igual a 0% do PIB até 2024 e limita o crescimento dos gastos a 70% do crescimento da receita nos últimos doze meses, em um intervalo de 0,6% a 2,5%. Embora o mercado não acredite que a meta de equilíbrio primário será atingida, o executivo está pressionando por medidas para aumentar a receita tributária, a fim de chegar o mais próximo possível de alcançá-la. Um exemplo disso é a aprovação, em agosto, da lei sobre ações judiciais tributárias pelo Conselho Administrativo Federal de Recursos Fiscais (CARF), que dá ao governo o voto decisivo novamente em caso de empate na decisão do CARF. Além disso, em 31 de agosto, foi apresentado o projeto de lei orçamentária, que, com base no quadro aprovado, deve ser estimado para que a meta seja atingida. Com relação aos dados econômicos, a inflação em julho acelerou para 4,0% em relação ao ano anterior, pressionada pelos preços da gasolina devido ao ajuste feito pela Petrobras. Nesse contexto, o Banco Central reduziu a taxa Selic em agosto em 50 bps, acima dos 25 bps esperados pelo mercado. Esse ritmo de cortes deve continuar na reunião de setembro. O PMI industrial de agosto melhorou para 50,1 pontos, ficando acima do nível neutro pela primeira vez desde outubro do ano passado e mostrando sinais de resiliência econômica. O mercado de trabalho continua apertado e a taxa de desemprego caiu em julho para 7,9%, mantendo o ritmo de criação de empregos formais. Com relação às variáveis de mercado, os *valuations* estão sendo negociados com um desconto histórico, tanto em *relação* ao P/U quanto ao Preço/Valor Contábil (P/BV). No último mês, houve uma retomada dos fluxos de entrada para o principal ETF, para ~1% do AUM, e as projeções de lucro para este e o próximo ano foram revisadas para cima no último mês. Nesse contexto, o **OW em ações brasileiras** é mantido.

A atividade econômica **do México** continua a progredir de forma constante, e as projeções de crescimento continuam a ser revisadas para cima. Mais recentemente, o Banxico ajustou sua estimativa para este ano, projetando uma expansão do PIB de 3,0%, aumentando-a em 0,7 ponto percentual em relação à sua projeção anterior. Em agosto, os IMEFs manufatureiro e não manufatureiro continuaram a mostrar expansão econômica, com 52,3 e 52,1 pontos percentuais, respectivamente. A taxa de desemprego aumentou ligeiramente em julho para 3,1%, mas a taxa de emprego continuou a crescer, com mais de 770.000 pessoas entrando na força de trabalho durante o mês. As remessas começaram a se desacelerar, mas os fortes influxos de moeda estrangeira continuam. A inflação em julho foi de 4,8% a.a., desacelerando em relação a junho, e os registros quinzenais sugerem que ela continuará nessa tendência. No entanto, o registro subjacente permanece elevado (6,5% a.a. em julho) e as expectativas para o primeiro corte da taxa pelo Banxico foram adiadas para o próximo 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. Nesse contexto, os novos investimentos são estimados em ~USD 31 bilhões com base em anúncios de empresas que vão se instalar no México e que ainda não são contabilizados como investimento estrangeiro direto. No contexto político, com a chegada de setembro, os candidatos para as eleições do próximo ano serão oficializados; para o partido governista, o candidato será escolhido por meio de pesquisas a serem realizadas em 6 de setembro entre Claudia Sheinbaum, Marcelo Ebrard e três outros participantes. Para a oposição (coalizão de direita), Xóchitl Gálvez foi confirmado como o candidato oficial à presidência. O índice P/U *fwd.* é negociado quase 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos, permanecendo atraente. Embora a projeção de lucros para este ano tenha sido corrigida para baixo no último mês, o crescimento deverá ser superior a 20%, bem acima de seus pares emergentes. Assim, com a resiliência econômica da economia mexicana, as valuations atraentes e o suporte estrutural do *nearshoring*, decidimos **manter nossa overweight às ações mexicanas**.

No **Chile**, espera-se que o Banco Central continue a cortar a taxa de política monetária (TPM), mas em um ritmo mais lento, enfrentando novas fontes de pressões inflacionárias. Embora a inflação continue em sua trajetória de convergência, espera-se que em agosto ela fique em 5,6% ao ano, desacelerando em um ritmo mais lento e pressionada pelas enchentes que o país sofreu durante o mês e que elevaram o preço de certos vegetais, juntamente com a depreciação do peso. Isso levou o mercado a ajustar suas projeções para a trajetória das taxas, esperando agora que o TPM encerre o ano em 7,75%, acima do que era esperado anteriormente após o início do ciclo de cortes de 100 bps em julho. Do lado da atividade econômica, ela já teria tocado as mínimas do ciclo e, em julho, conseguiu exibir uma expansão anual pela primeira vez desde janeiro deste ano, e cresceu 1,8% em doze meses, também em função de uma base de comparação baixa. Após a reunião de política monetária de setembro, espera-se que o banco central ajuste para baixo suas projeções de crescimento, reduzindo o limite superior do intervalo para este ano para -0,5% a 0%. Na frente política, a discussão das emendas nos comitês do conselho constituinte continua, culminando em 6 de setembro, para ser discutida no plenário, com um prazo de 7 de outubro para apresentação ao comitê de especialistas. Embora emendas impopulares tenham sido aprovadas nas comissões, o Partido Republicano (mais à direita), que domina sua representação no conselho, retirou quatro emendas controversas que estavam atrasando o processo, dando sinais positivos. Com relação à reforma previdenciária, o executivo apresentará as indicações no final de setembro, separando o projeto de lei em dois para facilitar seu processamento e concentrando-se nos pontos em que há maior concordância. Por fim, o dia 11 de setembro marca o 50º aniversário do golpe militar, e o governo espera emitir uma declaração conjunta de todos os partidos políticos para comemorar o fato. Isso ainda não foi decidido, mas é provável que vejamos protestos e manifestações perto da data. Com relação às variáveis de mercado, as ações chilenas continuam a ser negociadas com *valuations* com desconto, parecendo atraentes em termos históricos e em relação a seus pares emergentes. Ao mesmo tempo, as projeções de lucros para o próximo ano estão fortemente corrigidas para cima e os fluxos de investimento (líquidos) entraram no

principal ETF do país por ~7% do AUM no último mês. Assim, em um contexto em que o ciclo de cortes de TPM, menor incerteza política, entradas líquidas e *valuations* atraentes continuarão, **o overweight às ações chilenas permanece.**

Na **Colômbia**, a inflação em julho continuou em sua trajetória de desaceleração, avançando 11,8% em relação ao ano anterior, o menor valor desde setembro de 2022. No entanto, e por ainda se encontrar em níveis elevados, espera-se que o banco central mantenha sua taxa de política monetária em 13,25% em sua próxima reunião, mas no final do ano ela deverá ficar em 11,75%. A atividade econômica acelerou em junho e avançou 1,7% em doze meses, surpreendendo o mercado, embora a economia colombiana deva crescer apenas 1,5% em 2023. No aspecto político, o índice de aprovação do presidente Gustavo Petro permaneceu em 61% em agosto, mesmo depois que seu filho foi preso por receber dinheiro ilícito que foi usado na campanha de seu pai. No entanto, o *impeachment* do presidente é improvável, considerando que o comitê de impeachment da câmara baixa responsável é composto principalmente por partidos governistas. Quanto às principais reformas, as reformas da previdência e da saúde ainda têm três debates pendentes no Senado para serem totalmente aprovadas, enquanto a reforma trabalhista, que já havia sido rejeitada, foi reintroduzida como uma nova iniciativa, com todos os quatro debates pendentes. No entanto, o foco político estará nas eleições regionais a serem realizadas em 29 de outubro, nas quais, de acordo com as pesquisas, a esquerda política perderá o apoio que teve na eleição presidencial em Bogotá e Barranquilla. Com relação às variáveis do mercado, as ações colombianas continuam a ser negociadas com desconto, com os índices P/U *fwd.* e P/VL próximos de 1 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos. Enquanto isso, as projeções de lucros continuam a se corrigir para baixo e, no último mês, não houve entradas ou saídas líquidas de fluxos de investimento para o principal ETF. Assim, em um contexto de *valuations* atraentes, com um poder executivo que não é considerado amigável *ao mercado* e que está perdendo capital político, **a posição neutra em ações colombianas é mantida.**

No **Peru**, a atividade econômica em junho mostrou desaceleração e caiu 0,6% a/a, e, portanto, a atividade do primeiro semestre do ano teria caído 0,5% a/a. Em junho, a mineração cresceu dois dígitos, e os principais indicadores em julho e agosto preveem que a atividade melhorou, já que a economia deve se expandir 1,0% em 2023, com o segundo semestre do ano crescendo mais de 2,0%. Em agosto, a inflação continuou em uma trajetória de desaceleração pelo sétimo mês consecutivo, aumentando 5,6% a/a. Assim, o mercado espera que o banco central comece a cortar sua taxa de referência na reunião de 14 de setembro. No aspecto político, o cenário base é que tanto a Presidente Dina Boluarte quanto o atual Congresso permanecerão no cargo até 2026. Ao mesmo tempo, três reformas previdenciárias estão sendo discutidas atualmente no Congresso, mas não podem avançar, pois são intrinsecamente opostas em alguns aspectos fundamentais. Além disso, foi apresentada uma iniciativa para discutir a sétima retirada de fundos de pensão, mas ainda é muito cedo para avaliar sua probabilidade de progresso no Congresso. No curto prazo, não são esperados riscos de maior instabilidade política, considerando que é difícil que os protestos aumentem, dada a complexidade de sua organização devido à falta de um líder claro. Com relação aos *valuations*, tanto o índice P/U *fwd.* quanto o P/VL estão sendo negociados abaixo de suas médias de 5 anos e as projeções de lucros para o próximo ano foram corrigidas para cima no último mês. Assim, em um contexto de menor instabilidade política, *valuations* atraentes e lucros que estão sendo corrigidos para cima, **a posição neutra em ações peruanas é mantida.**

A atividade **da Argentina** continuou a declinar em junho e contraiu 4,4% em relação ao ano anterior (-0,2% em relação a maio). O principal impacto negativo foi a agricultura, que caiu mais de 40% em doze meses, pressionada por uma das piores secas que atingiram a economia nos últimos anos. A inflação em julho desacelerou ligeiramente para 113,4% a.a., mas ainda se encontra em níveis preocupantes, com alimentos e bebidas impulsionando o registro. Nos próximos meses, espera-se que ela volte a se acelerar, considerando que, após as eleições do PASO, o Banco Central desvalorizou a moeda em 20%. Além disso, aumentou a taxa de referência (Leliq) em 21 pontos percentuais, para 118%, tentando conter o

maior impacto inflacionário dessa desvalorização. Os resultados das primárias foram surpreendentes e concluíram com um resultado de três terços, dando a primeira maioria ao candidato de "La Libertad Avanza", Javier Milei (30%), enquanto Patricia Bullrich foi a candidata escolhida por "Juntos por el Cambio" (28,3%) e Sergio Massa por "Unión por la Patria" (27,3%). Esses três, juntamente com Juan Schiaretti e Myriam Bregman, serão os cinco candidatos que se enfrentarão no primeiro turno em 22 de outubro. As ideias radicais do candidato mais favorito levaram a população argentina a se dolarizar após a PASO, aprofundando os desequilíbrios macroeconômicos. O dólar *blue* continuou a se desvalorizar e ultrapassou ARS 750 por dólar no final de agosto. No futuro, o cenário para a economia argentina se torna mais complicado e os resultados políticos definirão seu curso. Embora algumas pesquisas mostrem Milei como vencedor no primeiro turno, isso não corresponde ao cenário básico e a questão que permanece é quem o enfrentará na votação de 19 de novembro. Nesse cenário de desequilíbrios macroeconômicos e alta incerteza política, optou-se por **manter o *underweight* em ações argentinas.**

CHINA: Manutenção da posição neutra

Será difícil determinar a direção que o governo tomará em relação às suas políticas econômicas e se ele conseguirá voltar ao pragmatismo e deixar sua ideologia para trás, em um contexto em que a economia não está em um caminho claro de recuperação econômica. O governo anunciou medidas de estímulo em várias frentes; primeiro, promoveu medidas do lado da oferta, como incentivar os consumidores locais a comprar eletrodomésticos e ampliar o horário de funcionamento dos restaurantes. Por outro lado, o Banco Central reduziu algumas de suas taxas de política monetária em pequenas quantias em várias ocasiões, em uma tentativa de estimular o crédito interno. Com relação ao setor imobiliário, as condições para a aquisição de um empréstimo hipotecário foram facilitadas, assim como as taxas dos empréstimos hipotecários existentes foram reduzidas. Embora o mercado imobiliário esteja passando por uma crise profunda, pela primeira vez essa última medida levou os participantes do mercado a estimar que a realocação dessa menor parcela de crédito para o consumo poderia impactar o crescimento do PIB em mais 0,1 a 0,2 pontos percentuais. Além da crise imobiliária, tanto os investidores quanto os consumidores estão passando por uma grande crise de confiança, o que faz com que as medidas não tenham o impacto desejado, devido ao fato de os consumidores estarem traumatizados com a extensa política de COVID zero e os investidores estarem cautelosos com a possibilidade de uma nova repressão regulatória.

Com relação aos dados econômicos, o PMI oficial de agosto mostrou um setor industrial que permaneceu em território contracionista em agosto (49,7 pontos), o que contrasta com o Caixin, que surpreende e passa para o território expansionista (51 pontos). No setor de serviços, o PMI (Caixin) caiu para 51,8 em agosto (de 54,1), decepcionando o mercado e marcando a pior leitura do ano. As exportações e importações de julho sofreram uma contração de dois dígitos (em uma base de 12 meses), enquanto as exportações e importações de agosto devem cair 9% em relação ao ano anterior cada. As vendas no varejo e a produção industrial de julho cresceram a um ritmo mais lento do que em junho (2,5% e 3,7% a.a., respectivamente) e decepcionaram o mercado. Quanto à inflação, julho mostrou um registro deflacionário, com os preços contraindo 0,3% a.a., mas o núcleo da inflação aumentou 0,8%, em uma economia em que os serviços não têm um impacto significativo sobre os preços. Embora o risco deflacionário seja iminente, espera-se que a inflação de agosto tenha registrado 0,2% em doze meses. Nesse contexto, em agosto, o banco central reduziu ainda mais a taxa da linha de crédito de médio prazo em 15 pontos-base, para 2,65%, enquanto que, nas taxas de crédito primárias, reduziu apenas a taxa de um ano em 10 pontos-base (para 3,45%), mantendo a taxa de cinco anos em 4,2%. Essa última é a que orienta os empréstimos hipotecários, cujos cortes anteriores se mostraram contraproducentes, pois levaram a população a buscar informações e pagar antecipadamente os empréstimos hipotecários existentes em vez de adquirir novos empréstimos.

Os *valuations* das ações chinesas permanecem com desconto em termos históricos, e o P/U *fwd.* é negociado cerca de 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos, assim como o índice P/VL. Enquanto isso, as projeções de lucros para este e o próximo ano foram corrigidas para baixo no último mês, indicando baixa confiança na atividade econômica. Com relação aos fluxos de investimento, os fluxos líquidos foram influenciados pelos fluxos de entrada de investidores domésticos, que mais do que compensaram as saídas de investidores estrangeiros. Esses últimos ainda não têm confiança no mercado chinês e realocaram seus investimentos para outros mercados emergentes. Nesse contexto, em que prevalece a imprevisibilidade em relação à direção dos estímulos fiscais e monetários, mas considerando seus *valuations* atraentes e a possibilidade de que o pragmatismo prevaleça e os anúncios tenham um impacto sobre a economia real, **a posição neutra em ações chinesas é mantida.**

EMERGENTE DA ÁSIA EX CHINA: Foi de neutro a *overweight*

Na Ásia Emergente, há países que se destacam por sua resiliência macroeconômica, que, ao contrário do resto do mundo, está se fortalecendo. Por sua vez, o setor de semicondutores, que tem uma participação considerável no PIB de Taiwan e da Coreia do Sul, já está dando sinais de ter atingido um patamar mínimo.

Foi tomada a decisão de manter as ações indianas como *overweight*. A Secretária do Tesouro dos EUA, Janet Yellen, comentou novamente sobre a importância de fortalecer os laços com a Índia - vista como uma alternativa à China para investimentos e cadeias de suprimentos - e que ela trabalhará nesse assunto como um dos tópicos durante a reunião do G20 em setembro. As declarações deixam claros os benefícios do *friendshoring*, que consiste na realocação de centros de produção dos EUA e aliados da China para outros países, sendo a Índia um dos beneficiários. Por outro lado, o *impulso* econômico do indicador de atividade PMI em agosto foi mantido, tanto o setor industrial quanto o de serviços estão em território amplamente expansionista, atingindo 58,6 e 60,1 pontos, respectivamente. No que diz respeito aos preços, a inflação de julho acelerou para 7,4% em doze meses, principalmente devido aos preços mais altos dos alimentos em decorrência do déficit das monções e do fenômeno El Niño. Entretanto, o banco central decidiu manter a taxa de referência em 6,50% em agosto, em linha com as expectativas do mercado. Os *valuations* geralmente são negociadas acima das médias históricas, mas diminuíram, atingindo cerca de sua média de 5 anos (P/U *fwd.*). Com relação aos mercados emergentes, as ações indianas são negociadas com um prêmio, devido a seus sólidos fundamentos corporativos e econômicos. Esse prêmio está abaixo da média, parecendo atraente. Com relação às projeções de lucros, a Índia se destaca entre seus pares emergentes, com crescimento de lucros de dois dígitos tanto para este ano quanto para o próximo.

As ações sul-coreanas permanecem neutras. A atividade econômica na Coreia do Sul ainda não decolou, com o PMI industrial de agosto mantendo-se em torno de 49 pontos. A inflação em agosto acelerou ligeiramente para 3,4% a.a., com o mercado de trabalho permanecendo apertado. Assim, o banco central manteve a taxa de referência nas últimas cinco reuniões consecutivas e, embora os anúncios sugiram que ele poderia aumentá-la mais uma vez, se necessário, o mercado espera que os cortes comecem no quarto trimestre. No lado dos semicondutores, as notícias são menos negativas e as exportações de semicondutores caíram 20,6% em agosto em relação ao ano anterior, o que se compara positivamente com uma queda de 33,6% no mês anterior. Ao mesmo tempo, a Samsung anunciou que se tornará um dos fornecedores da NVIDIA, vendendo uma nova geração de chips para trabalhar com aceleradores de inteligência artificial. Os *valuations* estão sendo negociadas acima de suas médias históricas, o que sugere que os preços das ações estão internalizando a melhoria dos lucros nos próximos períodos. Nesse contexto, a projeção de lucros para 2024 foi corrigida para cima no último mês, um período em que também há entradas líquidas de fluxos de investimento no principal ETF do país.

Taiwan foi de *underweight* para neutro. As ações de Taiwan caíram 4,9% (em USD) em agosto, em linha com o desempenho negativo dos mercados globais, juntamente com a valorização do dólar. A *dinâmica* econômica continua a se deteriorar e o PMI industrial de agosto ficou em 44,3 pontos, o pior entre os países emergentes da Ásia. O país continua a não mostrar pressões inflacionárias e a inflação de julho foi de 1,9% a/a, enquanto o núcleo da inflação superou o registro geral e chegou a 2,7% em doze meses. Em Taiwan, o banco central se reúne trimestralmente e decidiu, em sua reunião de junho, manter a taxa de referência, com o mercado projetando que ela permanecerá nesses níveis até, pelo menos, o primeiro trimestre do próximo ano. Em notícias menos negativas, os pedidos de exportação de julho caíram em um ritmo mais lento do que nos meses anteriores, caindo 12% em doze meses, com a desaceleração dos declínios nos produtos eletrônicos, que englobam a principal exportação de Taiwan, os semicondutores. As ações taiwanesas parecem caras, com uma relação P/U *adiantada* em mais de 1 desvio padrão acima da média de 5 anos. Entretanto, a projeção de lucros para este ano foi corrigida para cima.

A Indonésia continua *overweight*. A economia mostra um *impulso* positivo e o PMI industrial registrou aumentos consecutivos nos últimos três meses, atingindo 53,9 pontos em agosto. Os preços do carvão e do óleo de palma, duas de suas principais exportações, permaneceram estáveis, enquanto a rupia se desvalorizou apenas 1,0% em um mês em que o dólar se fortaleceu, levando a uma depreciação generalizada das moedas emergentes. Embora a desaceleração da atividade global tenha levado as exportações e importações a cair, elas surpreenderam o mercado com quedas menores do que as esperadas em julho. Ao mesmo tempo, a inflação está em 3,3%, dentro da faixa da meta do banco central, em linha com a decisão de política monetária de agosto, que manteve a taxa de referência em 5,75%. Os *valuations* parecem atraentes, abaixo de sua média histórica (tanto P/U *fwd.* quanto P/VL). Por fim, o ambiente político é estável e pró-mercado, com destaque para as novas operações do Banco Central, a aceleração da transição energética e o investimento em carros elétricos. **A Tailândia continua *underweight*.** A instabilidade política continua; após as eleições de maio, o primeiro-ministro só foi nomeado em 22 de agosto, afetando a confiança dos investidores. Do ponto de vista econômico, o *ímpeto* está diminuindo e o PMI entrou em território contracionista em agosto, após atingir o pico em abril. Além disso, o Banco Central reduziu as expectativas de crescimento e inflação, devido a exportações e gastos com turismo mais fracos do que o esperado após a reabertura da China. Por sua vez, em sua última reunião de política monetária, o banco central manteve uma postura contracionista, aumentando a taxa em 25 pontos-base para 2,25%. Enquanto isso, os *valuations* estão ligeiramente acima da média de cinco anos. Enquanto isso, as projeções de lucro são fortemente corrigidas para baixo para este ano, com estimativas negativas, embora sejam corrigidas para cima para 2024.

EMEA: permanece o *underweight*

A região mantém desequilíbrios macroeconômicos em alguns países, com inflação de dois dígitos, além de alta dependência de algumas *commodities* intrinsecamente ligadas à demanda chinesa. Entre elas está o petróleo, que apresentou *impulso* positivo nos últimos dias de agosto e pode continuar nessa trajetória em setembro, considerando que os cortes de produção serão estendidos ao longo do mês. Apesar disso, **decidiu-se manter a posição *UW* na EMEA.**

O rand **sul-africano** se desvalorizou 5,4% em agosto, pressionando o mercado de ações, que caiu 12,3% (em dólares). As exportações da África do Sul estão concentradas em metais preciosos (platina, ouro e diamantes) e, em menor escala, em minério de ferro e carvão. Nas últimas semanas, os mercados globais registraram uma saída de ouro e prata, deteriorando a *dinâmica* desses metais. A *dinâmica* econômica melhorou em agosto, com o PMI industrial entrando em território expansionista (51 pontos). Quanto à inflação, ela continua a diminuir e ficou em 4,7% em julho, em doze meses, assim como o recorde subjacente. O aumento dos preços do diesel que será observado nas próximas semanas, atingindo os máximos de três anos, poderá aumentar as pressões inflacionárias em setembro. Em sua última reunião, o banco central manteve a taxa de referência inalterada, e o mercado espera que ela permaneça nos níveis atuais pelo menos até o fim

do ano. Quanto à falta de energia, a concessionária de eletricidade Eskom deve aumentar sua intensidade para o nível mais alto dos últimos dois meses, devido à perda de duas unidades geradoras e a um aumento na necessidade de manutenção, colocando mais pressão sobre a atividade econômica. A partir de 5 de setembro, a Eskom removerá 6.000 *megawatts* do sistema, o que é conhecido como interrupções de nível 6. Os *valuations* (P/U e P/VL) estão sendo negociadas em torno de suas médias de cinco anos, enquanto as projeções de lucros para este ano continuam a ser corrigidas para baixo. Nesse contexto, **o *underweight* às ações sul-africanas aumenta.**

Na **Turquia**, a atividade econômica continua a mostrar sinais de fraqueza e o PMI industrial de agosto ficou em 49 pontos. A inflação em agosto continuou a se acelerar para 58,9% a.a., acima das expectativas do mercado, enquanto o núcleo da medida também se acelerou para 64,9% em doze meses. Com isso, as projeções futuras indicam que ela atingirá seu *pico* no segundo trimestre de 2024, para 60% a.a., e em dezembro desse ano estará em torno de 58%. Isso força o banco central a continuar com o aperto de sua política monetária, o que o levou a aumentar sua taxa de referência em 750 bps na reunião de agosto, para 25,0%. No lado político, o presidente turco Recep Tayyip Erdogan se reunirá com seu colega russo Vladimir Putin para reavivar o acordo de grãos do Mar Negro. O acordo, revogado pela Rússia no mês passado, permitia a exportação de grãos da Ucrânia. Do lado do valor, os preços continuam a ser negociados ligeiramente acima de suas médias de cinco anos. Enquanto isso, as saídas líquidas do principal ETF continuaram no último mês, totalizando ~1% do total de ativos sob gestão. Em resumo, as pressões inflacionárias estão exacerbadas, o Banco Central mantém seu viés contracionista, a economia está se deteriorando e os *valuations* parecem apertados, daí a decisão de **manter a posição *UW* em ações turcas.**

A posição *UW* trazida pelas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria) aumenta. O *ímpeto* econômico em agosto continua a se deteriorar, com os PMIs do setor industrial nos três países permanecendo em território contracionista. A inflação na Hungria e na Polônia continua acima de dois dígitos em termos anuais, embora o banco central do primeiro país tenha começado a cortar algumas de suas taxas. Os *valuations* continuam atraentes, mas a deterioração do *impulso* econômico e o atraso no ciclo monetário em relação ao restante dos mercados emergentes nos levam a aumentar nosso *underweight* em ações do C3.

O PMI do setor industrial **da Arábia Saudita** desacelerou em agosto para 56,6 pontos, mas ainda está em amplo território de expansão. A inflação caiu para 2,3% ao ano em julho, abaixo de seus pares regionais. Essa economia altamente dependente do petróleo está em um corte de produção de 1 milhão de barris por dia há alguns meses e, pelo que se sabe até agora, esse corte durará até setembro. Entretanto, o mercado espera que a economia saudita estenda a redução da produção até outubro, aumentando os preços do petróleo. Em paralelo, parece que o mais recente estímulo anunciado pelo governo chinês está dando um impulso adicional à atividade econômica, o que também está impulsionando os preços do petróleo. Entretanto, os *valuations* estão sendo negociados em médias históricas e as projeções de lucro foram corrigidas para baixo neste ano e no próximo no último mês. Em um contexto de resiliência econômica e baixas pressões inflacionárias, com a perspectiva se tornando um pouco mais positiva para os preços do petróleo no curto prazo e os *valuations* apertados, a decisão é **manter a posição neutra nas ações sauditas.**

RENDA FIXA

TESOURARIA DOS EUA: neutro em relação aos títulos do tesouro de 5, 10 e 30 anos, enquanto mantém *underweight* em TIPS

Em agosto, a atenção do mercado se concentrou no simpósio anual de Jackson Hole, onde Powell manteve uma postura mais *hawkish* acompanhada pelos principais bancos centrais dos países desenvolvidos, de modo que o Fed continuará o aperto monetário até que sejam observados sinais claros de uma queda sustentada no núcleo da inflação e uma

convergência para a meta de 2%. No entanto, apesar das palavras do Presidente do Fed, o mês passado foi marcado por baixa liquidez, taxas movidas por dados econômicos e aumento das expectativas do mercado de um cenário de *no landing*, no qual a economia dos EUA evitaria uma recessão e a inflação continuaria a convergir. Assim, os dados econômicos mais recentes apontam para uma maior resiliência econômica em face do aperto monetário e o mercado de trabalho esfria de forma saudável. Por outro lado, a inflação está evoluindo de acordo com as expectativas do mercado, com uma reaceleração devido aos efeitos de base. Em resposta, em agosto, observamos um aumento nas taxas em toda a curva, com aumentos pronunciados nas taxas longas incorporando o novo cenário econômico mais positivo, em que os cortes nas taxas não seriam tão agressivos. Assim, a taxa do título do tesouro de 10 anos atingiu o pico de 4,34%, o nível mais alto desde 2007, enquanto a taxa de 2 anos subiu acima de 5%, mantendo a inversão da curva. Com relação ao Fed, de acordo com as projeções do comitê de junho para a taxa de referência, restaria um aumento adicional de 25 bps, atingindo assim um nível de 5,75%. Por outro lado, o mercado espera que a taxa permaneça em seu nível atual de 5,5%, mas com alguma probabilidade de que o Fed aumente as taxas em novembro. Quanto à volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita da curva de rendimentos dos títulos do Tesouro - caiu durante o mês para 102 pontos. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, caíram ligeiramente durante o mês, atingindo níveis de 2,09% e 2,29%, respectivamente, o que implica que as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas na meta do Fed (2%). Assim, dado que o Fed deve manter seu discurso *hawkish* até a reunião de novembro e o mercado continua a reajustar seus cenários econômicos, **a posição neutra em treasuries é mantida em todos os vencimentos e em conjunto com UW em TIPS devido à ancoragem das expectativas e aos sinais de convergência da inflação.**

Investment Grade GLOBAL: Mudou de Neutro para OW

Em agosto, o Federal Reserve Bank e o Banco Central Europeu (BCE) permaneceram alinhados em relação ao aperto monetário. Assim, durante o simpósio anual em Jackson Hole, os presidentes de ambas as instituições aproveitaram a oportunidade para manter seu posicionamento *hawkish*, a dependência dos dados econômicos e o compromisso de retornar a inflação à meta de 2%. No entanto, neste último mês, começamos a observar diferenças nos cenários econômicos em ambas as regiões; enquanto nos EUA o *momentum* está melhorando, a inflação está evoluindo em linha com as expectativas e a economia poderia evitar uma recessão, na Europa o cenário é muito mais negativo, a inflação está novamente surpreendendo para cima, o mercado de trabalho e a atividade estão começando a ser afetados pelo aperto monetário e um cenário recessivo permanece. Assim, nas próximas reuniões de política monetária, poderemos ver divergências nas posições dos bancos centrais; o Fed poderá pausar os aumentos das taxas para evitar mais danos à economia, enquanto o BCE continuará com os aumentos para lidar com as pressões inflacionárias, levando a economia cada vez mais perto do *hardlanding*. Assim, o *Investment Grade* continua sendo uma alternativa atraente em termos de risco-retorno, pois oferece maior proteção em um cenário de recessão na Europa e sua duração mais longa geraria ganhos de capital em prazos mais longos, o que nos leva a **aumentar a exposição ao Global Investment Grade.**

High Yield GLOBAL: De neutro a UW.

No lado de *high yield*, a classe de ativo continua a se beneficiar da resiliência econômica dos EUA e da maior probabilidade de que a economia dos EUA evite uma recessão no próximo ano, mais provavelmente internalizando o cenário de *no landing*, levando os *spreads* a permanecerem comprimidos. Nesse contexto, e com sua duração mais curta em um mês de aumento das taxas, a classe de ativos permaneceu mais defensiva e oferece um nível de *rendimento* bastante atraente (~9%). Entretanto, apesar do bom *momento* econômico nos EUA, o nível comprimido dos *spreads* - que estão abaixo da média dos últimos 5 anos - juntamente com o cenário econômico excessivamente otimista de grande parte do mercado

nos leva a permanecer cautelosos em relação à classe de ativos. Como resultado, **estamos assumindo uma posição *underweight* em Global HY.**

DÍVIDA EMERGENTE: *Underweight* em títulos soberanos HY e neutro em títulos soberanos IG. Os títulos corporativos e os mercados locais permanecem *overweight*.

Durante o mês, as taxas de juros dos países emergentes voltaram a se correlacionar com as taxas dos mercados desenvolvidos, em um ambiente de aumento das taxas e de recuperação da força do dólar. Por outro lado, em agosto, a situação do setor imobiliário chinês continuou a se deteriorar, com o aumento da inadimplência e grandes incorporadoras próximas da falência, afetando principalmente os produtos de *spread*, de modo que no mês passado observamos desempenhos negativos nos ativos de renda fixa emergentes. Entretanto, no recente ajuste das taxas, a reação exagerada das taxas locais dos países emergentes em relação às taxas dos EUA abriria algum espaço para novas quedas, especialmente em países como o Chile e o Brasil, onde eles já iniciaram o ciclo de cortes e poderiam surpreender com cortes mais agressivos, enquanto os países desenvolvidos não cortariam até o segundo trimestre do próximo ano. Assim, a dívida emergente continua atraente não apenas por causa dos altos *rendimentos* 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, apesar da expectativa de alguma correção da taxa e de que ela teria um impulso para a classe de ativos devido à sua duração mais longa, sua qualidade de crédito mais baixa oferece menos proteção contra eventos de risco, o que a torna menos atraente em comparação com outras alternativas. No lado da dívida corporativa emergente, o *Investment Grade* continua a ser o preferido e permanece atraente em termos de risco de retorno, já que sua longa duração, diante de correções de taxas para baixo, geraria retornos de capital no curto prazo, enquanto a qualidade de crédito mais alta da classe de ativos oferece melhor proteção contra a deterioração das condições econômicas e eventos de risco não realizados. Quanto ao *High Yield*, a classe de ativos permaneceu resiliente ao aumento das taxas devido à sua duração mais curta; no entanto, com o estresse no setor imobiliário chinês, os *spreads tenderam* a se ajustar para cima, em torno de sua média histórica. Por outro lado, a classe de ativos continua a oferecer um *rendimento* muito atraente, superior ao 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, incorporando a recente série de inadimplências na China e no Brasil, que foram internalizadas nos preços. Quanto aos *mercados locais*, em agosto, o dólar recuperou sua força global e se valorizou 1,7% durante o mês, enquanto as moedas emergentes se depreciaram, influenciadas principalmente pelo viés *hawkish* do Fed e pelas medidas de estímulo decepcionantes do governo chinês. No futuro, dada a recente valorização do dólar, as moedas dos mercados emergentes teriam espaço para recuperar o valor e se valorizar em relação ao dólar, o que nos leva a manter nossa posição comprada em dívida em moeda local.

EXPOSIÇÃO CAMBIAL | SETEMBRO DE 2023

Moedas	Bench.	Agosto	Setembro	OW/UW	Câmbio
USD	55.1%	55.2%	54.7%	UW	-0.5%
EUR	7.4%	5.5%	5.5%	UW	-1.9%
GBP	1.5%	1.0%	1.0%	UW	-0.5%
JPY	2.5%	3.3%	3.3%	OW	0.8%
GEMs	33.6%	35.2%	35.7%	OW	2.1%
	100.0%	100.0%	100.0%		

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

RESULTADOS GLOBAIS DO TAACO: AGOSTO DE 2023

Clase de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Índices de desempenho mensal	Contribuição do Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Ativo	Seletividade
Ações	50%	50%	0%	-4.1%	-2.1%	-2.1%	0.0	-3.3
Renda Fixa	50%	50%	0%	-1.3%	-0.7%	-0.7%	0.0	0.1
Caixa	0%	0%	0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0	
Ouro	0%	0%	0%	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portfólio					-2.72%	-2.76%	0.0	-3.2
Outperformance / Underperformance (bps)								
Europe ex UK	13.5%	11.0%	-2.5%	-4.0%	-0.54%	-0.44%	-0.3	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	-4.7%	-0.06%	0.00%	0.7	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	-5.0%	-0.14%	-0.09%	0.8	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	-0.8%	-0.13%	-0.13%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	-2.6%	-0.36%	-0.36%	0.0	
US Small Caps	3.6%	4.6%	1.0%	-4.2%	-0.15%	-0.19%	-0.1	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	-2.4%	-0.12%	-0.16%	2.7	
Desenvolvidos	56.0%	53.8%	-2.2%	-2.7%	-1.51%	-1.38%	3.8	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	-7.9%	-0.32%	-0.48%	-7.5	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	-8.3%	-0.06%	-0.14%	-4.1	
China	12.7%	12.7%	0.0%	-9.0%	-1.14%	-1.14%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	15.6%	0.0%	-4.4%	-0.68%	-0.68%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-1.0%	-0.04%	-0.04%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	-0.8%	-5.7%	-0.39%	-0.35%	1.3	
Emergentes	44.0%	46.2%	2.2%	-6.0%	-2.63%	-2.83%	-10.4	
Equities					-4.14%	-4.21%	-6.5	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	-0.1%	0.00%	0.00%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-0.9%	-0.11%	-0.11%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-3.1%	-0.21%	-0.21%	0.0	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	-0.9%	-0.03%	-0.01%	-0.5	
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	0.0%	-1.0%	-0.27%	-0.27%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	0.0	
Dívida Desenvolvidos	57.7%	56.4%	-1.3%	-1.1%	-0.62%	-0.60%	-0.5	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	-1.3%	-0.06%	-0.06%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	-1.6%	-0.09%	-0.06%	0.4	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	1.0%	-0.6%	-0.02%	-0.03%	0.7	
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	0.9%	-1.1%	-0.05%	-0.06%	0.2	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	-2.0%	-0.46%	-0.48%	-0.6	
Dívida Emergentes	42.3%	43.6%	1.3%	-1.6%	-0.69%	-0.70%	0.7	
Fixed Income					-1.30%	-1.30%	0.2	

*Atualizado ** Desde 2001

Dados em 31 de agosto de 2023

No final de agosto, o TAACo Global teve uma perda de 2,8%, quase em linha com o desempenho do *benchmark*. No nível da análise de atribuição, (i) a alocação de ativos não agregou valor devido à neutralidade do posicionamento (ii) a seleção de instrumentos foi marginalmente negativa, principalmente em ações devido ao longo período na América Latina. Na renda fixa, a seletividade agregou pouco valor.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início**	
TAACo	-2.8%	2.5%	6.2%	6.4%	1.2%	2.7%	3.8%	4.8%	10.1%
Benchmark	-2.7%	2.8%	6.5%	6.5%	-0.5%	1.9%	3.0%	3.5%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	-3	-34	-33	-10	177	80	80	134	
Ações	-4.2%	5.3%	10.2%	9.2%	3.5%	3.5%	5.0%	3.5%	14.8%
Benchmark	-4.1%	5.4%	10.5%	9.7%	3.3%	3.4%	4.8%	3.0%	14.7%
Europe ex UK	-4.0%	3.6%	11.6%	22.1%	4.4%	3.2%	3.4%	2.6%	19.8%
Europe Small Cap ex UK	-4.7%	2.6%	5.6%	11.8%	1.1%	0.9%	5.3%	6.8%	23.7%
UK	-5.0%	1.7%	4.2%	10.2%	6.2%	-0.8%	-0.9%	0.3%	19.2%
US Large Cap Growth	-0.8%	9.6%	39.0%	23.7%	7.5%	14.0%	15.3%	--	22.3%
US Large Cap Value	-2.6%	6.2%	1.1%	5.4%	8.2%	4.3%	6.2%	3.7%	17.8%
US Small Caps	-4.2%	9.2%	9.2%	6.2%	9.5%	4.1%	8.0%	7.8%	23.8%
Japan	-2.4%	4.5%	12.2%	12.7%	1.8%	1.0%	3.4%	1.6%	16.0%
Desenvolvidos	-2.4%	7.0%	16.1%	15.6%	8.4%	8.3%	9.3%	6.4%	19.1%
LatAm	-7.9%	7.3%	10.9%	11.0%	6.8%	-0.9%	-2.5%	4.2%	29.9%
LatAm Small Cap	-8.3%	6.0%	19.1%	15.2%	6.1%	1.5%	-3.0%	6.3%	33.1%
China	-9.0%	4.8%	-4.7%	-7.5%	-14.3%	-3.9%	2.5%	7.2%	27.3%
EM Asia ex China	-4.4%	0.9%	9.5%	4.7%	7.4%	5.3%	6.5%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	-1.0%	8.5%	14.6%	9.5%	8.0%	4.1%	4.4%	7.0%	20.4%
EM Europe and Middle East	-5.7%	5.5%	0.2%	-3.0%	-3.6%	-5.0%	-4.5%	2.1%	20.9%
Emergentes	-6.2%	3.5%	2.6%	3.5%	-1.3%	1.3%	2.9%	7.6%	19.1%
Renda fixa	-1.3%	0.1%	2.6%	2.8%	-3.9%	0.4%	1.3%	4.1%	6.2%
Benchmark	-1.3%	0.2%	2.6%	3.1%	-4.6%	0.0%	0.9%	3.4%	6.2%
Treasuries 5Y	-0.1%	-1.4%	0.6%	-1.4%	-4.2%	0.4%	0.8%	3.1%	4.5%
Treasuries 10Y	-0.9%	-2.9%	0.0%	-4.7%	-7.5%	-0.1%	0.9%	3.4%	7.8%
Treasuries 30Y	-3.1%	-5.4%	-2.3%	-13.7%	-15.9%	-2.9%	1.0%	4.2%	16.3%
US Tips	-0.9%	-1.1%	1.1%	-3.7%	-1.5%	2.3%	2.1%	4.3%	6.0%
Global Corporate IG	-1.0%	0.7%	3.5%	3.1%	-4.7%	0.3%	1.5%	4.2%	8.4%
Global Corporate HY	-0.2%	3.3%	6.8%	8.7%	0.2%	2.4%	3.6%	6.6%	9.9%
Dívida Desenvolvida [1]	-1.1%	-0.8%	1.9%	1.0%	-5.3%				
EM Sovereign IG	-1.3%	-0.5%	2.4%	0.8%	-5.5%	0.7%	2.8%	5.7%	9.2%
EM Sovereign HY	-1.6%	6.1%	6.3%	11.4%	-1.4%	0.8%	2.4%	7.1%	14.5%
EM Corporate IG	-0.6%	0.1%	3.0%	2.1%	-3.3%	1.4%	2.8%	--	6.2%
EM Corporate HY	-1.1%	1.6%	1.7%	5.1%	-3.0%	1.6%	3.6%	--	10.7%
EM Local Markets	-2.0%	1.2%	3.6%	4.6%	-0.7%	2.0%	0.4%	--	10.2%
Dívida Emergentes [1]	-1.6%	1.2%	3.3%	4.8%	-2.5%				
Caixa	0.5%	1.3%	3.2%	4.3%	1.6%	1.6%	1.0%	1.4%	0.5%
Ouro	-1.4%	-1.1%	7.1%	13.2%	-0.3%	10.1%	3.4%	9.4%	14.1%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboração própria

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