

Novembro de 2023

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Out	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início * **	
TAACo	-2,1%	-7,7%	0,8%	7,3%	0,3%	2,5%	2,5%	4,6%	10,1%
Benchmark	-2,3%	-8,0%	0,8%	7,6%	-1,6%	1,7%	1,7%	3,2%	9,8%
Out/Underperformance (bps)	25	24	-1	-29	185	80	81	134	
Ações	-3,4%	-10,9%	2,6%	8,9%	2,3%	3,7%	3,3%	3,1%	14,8%
Benchmark	-3,4%	-10,8%	2,7%	10,1%	2,3%	3,7%	3,1%	2,6%	14,7%
Renda Fixa	-1,3%	-5,1%	-1,4%	4,8%	-5,0%	-0,2%	0,5%	3,8%	6,2%
Benchmark	-1,3%	-5,1%	-1,3%	5,0%	-5,6%	-0,6%	0,1%	3,2%	6,2%
Caixa	0,4%	1,4%	4,1%	4,9%	1,9%	1,8%	1,1%	1,4%	0,5%
Ouro	6,8%	1,3%	10,1%	21,8%	2,0%	10,4%	4,2%	9,4%	14,5%

Resultados em 31 de outubro de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

Lost in traslation¹

Nos últimos vinte anos, ocorreram eventos de alto impacto para os mercados globais, como o estouro da bolha das empresas dotcom, a grande crise financeira de 2008 e a pandemia. Atualmente, estamos vivenciando mudanças e eventos profundos em diversas áreas que fazem com que o mundo, e com ele a economia e os mercados globais, avancem para um território desconhecido.

Em outubro, o mundo foi abalado pela guerra entre Israel e o grupo extremista islâmico Hamas. Além das pressões que ela exerce sobre os preços do petróleo e do fato de termos como cenário base que ela não se transformará em um conflito armado global, ela é de altíssima relevância e risco. Isso porque o eixo por trás disso é uma guerra fria envolvendo os Estados Unidos, a China, a Rússia, a Ucrânia e o Irã, gerando incertezas e sinais desconcertantes e contraditórios.

Em termos de atividade global, os índices PMI que refletem o ritmo de atividade nos setores industrial e de serviços, no caso do primeiro, mostram uma desaceleração acentuada, enquanto no caso dos serviços, após meses de notável resistência, também estão entrando em território contracionista. Nos Estados Unidos, eles ainda estão no limite entre expansão e contração, mas mostrando menos dinamismo.

Precisamos de uma recessão?

No que se refere à taxa de juros e à inflação, esta última vem diminuindo em todo o mundo, embora demonstre uma resiliência especial nos Estados Unidos, onde o emprego e determinados indicadores permaneceram resilientes, embora tenham perdido impulso na margem. Fazendo um paralelo com o que aconteceu após a crise da década de 1990², após a qual as taxas de juros foram reduzidas bruscamente para restaurar o crescimento, a economia

¹ Filme de Sofia Coppola, 2003. Seu nome em espanhol era Perdidos en Tokio, no entanto, um dos significados de *traslation* em inglês que é mencionado aqui é o processo de mover algo entre um lugar e outro.

² Crise de poupança e empréstimos, quando mais de 1.000 instituições financeiras dos EUA entraram em colapso.

ÍNDICE

Lost in translation 1

Alocação de ativos3

Resultados globais da
TAACo Setembro de
202317

Desempenho histórico 18

O mundo caminha
em um território
desconhecido

O conflito no
Oriente Médio é de
alta relevância e
alto risco

Perspectiva do setor
de serviços se
deteriora

A atividade dos EUA
permanece
resiliente, mas
perde o ímpeto na
margem

se recuperou de níveis de crescimento negativos a zero para mais de 5% (semelhante ao que aconteceu após a pandemia). O Fed precisou então controlar a inflação, começando a aumentar as taxas de juros a partir de 1993. Houve também resiliência na economia dos EUA, especialmente no emprego, e a economia dos EUA evitou a recessão, apesar de quatro anos de altas taxas de juros (mas diante das quais alguns países sofreram crises agudas, como a crise da Tequila que varreu a América Latina).

Certamente poderíamos estar diante de um caso semelhante. A diferença está, em primeiro lugar, no fato de que a maioria dos países emergentes hoje tem sistemas econômicos mais estáveis do que no final dos anos 1980 e 1990 (em termos de mercados de câmbio, bancos centrais autônomos, disciplina fiscal, instituições, entre outros). Isso atenuaria os efeitos nas regiões ex-EUA. Em segundo lugar - e com implicações mais incertas - estão alguns fatores atuais, como a desglobalização e a multipolaridade, a revolução digital e os conflitos e tensões geopolíticas predominantes.

Os níveis atuais das taxas de juros, com o título do Tesouro de 10 anos a 5% ao ano e a *taxa de referência do Fed Funds* dos EUA a 5,5%, representam um grande ajuste de perspectiva. Há menos de dois anos (fevereiro de 2022), essas taxas estavam em 1,8% e 0,25%, respectivamente. Estima-se que elas já teriam atingido seu pico; no entanto, também poderiam permanecer altas por algum tempo, um cenário que está se materializando. Os indicadores de atividade, que nos Estados Unidos permaneceram robustos, mas que nas últimas semanas começaram a ser mistos, mostrando menos força e dinamismo (emprego e imóveis, por exemplo), serão decisivos para a trajetória futura da taxa de referência do Fed.

Parte do ajuste também tem sido a retirada de liquidez pelos principais bancos centrais do mundo (*aperto quantitativo*), especificamente o Fed, o Banco Central Europeu e o Banco da Inglaterra, revertendo a expansão ultramonetária (*flexibilização quantitativa*) prevalecente desde a crise financeira de 2008 e exacerbada na pandemia. Assim, as condições financeiras foram apertadas a níveis restritivos que afetam várias formas, como taxas de hipoteca, padrões de crédito, níveis de não pagamento de cartões bancários etc.

Em termos de alocação de ativos, ao mesmo tempo em que mantivemos uma postura cautelosa, mudamos nossa alocação em ações de *underweight* para neutra, às custas da redução de nosso *overweight* em dinheiro e da manutenção de nosso *underweight* em renda fixa. Os principais motivos para essas mudanças são que as taxas de juros atingiram níveis recordes e as fortes correções nos mercados acionários nos últimos três meses criaram algumas oportunidades. Detalhes sobre as classes de ativos são fornecidos na próxima seção.

O fenômeno atual é semelhante ao da década de 1990, mas com países emergentes com maior estabilidade.

Espera-se que as taxas de juros já tenham atingido seu pico e possam permanecer altas por algum tempo.

Condições financeiras apertadas pressionadas pela retirada de liquidez

Neutro em relação ao patrimônio líquido, com excesso e falta de exposição a dinheiro, com falta de exposição a títulos

ALOCAÇÃO DE ATIVOS | NOVEMBRO DE 2023

TAACo Global	Bench.	Outubro	Novembro	OW / UW		Câmbio	
Acciones	50%	45%	50%	N		5,0%	+
Renta Fija	50%	45%	45%	UW	-5%		
Caja		10%	5%	OW	5,0%	-5,0%	-
Oro				N			
Total Cartera							
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%	3,6%	3,6%	N			
Japan	4,9%	6,5%	6,5%	OW	1,6%		
Mercados desarrollados	56,0%	52,8%	52,8%	UW	-3,2%		
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%	16,6%	16,6%	OW	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%	47,2%	47,2%	OW	3,2%		
Total Acciones	100,0%	100,0%	100,0%				
Treasuries 5Y	6,0%	5,5%	6,0%	N		0,5%	+
Treasuries 10Y	11,5%	11,5%	11,9%	OW	0,4%	0,4%	+
Treasuries 30Y	6,6%	7,1%	7,1%	OW	0,5%		
US Tips	2,8%	1,5%	1,5%	UW	-1,3%		
Global Corporate IG	26,5%	27,5%	27,5%	OW	1,0%		
Global Corporate HY	4,3%	3,3%	3,3%	UW	-1,0%		
Deuda desarrollados	57,7%	56,4%	57,3%	UW	-0,4%	0,9%	+
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%	5,0%	N		-0,9%	-
EM Local Markets	23,2%	24,1%	24,1%	OW	0,9%		
Deuda emergente	42,3%	43,6%	42,7%	OW	0,4%	-0,9%	-
Total Renta Fija	100,0%	100,0%	100,0%				

Caixa OW, capital neutro, 45% de títulos

O posicionamento das ações é mantido: Mercados emergentes OW em relação aos mercados desenvolvidos, América Latina OW, Ásia EM ex China e Japão.

Na renda fixa, os títulos do tesouro de 5 anos e os OW de 10 e 30 anos se neutralizaram. OW de emergentes diminuiu, neutralizando HY corporativo.

RENDA VARIÁVEL

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

O ímpeto econômico estagnou em território negativo. Os indicadores de confiança permanecem deprimidos (Sentix econômico, industrial, de serviços, do investidor e do consumidor). Os principais PMIs do setor industrial e de serviços caíram novamente, ficando em 43,1 pts e 47,8 pts, respectivamente (afastando-se dos 50 pts, o limite de expansão/contração do setor para os próximos seis a doze meses). O consumo e a produção industrial voltaram a decepcionar e contraíram em agosto (os dados mais recentes disponíveis).

A estagnação econômica se reflete no PIB do terceiro trimestre da zona do euro, que cresceu decepcionantes 0,1% em relação ao ano anterior. Países como França, Espanha e Portugal apresentam alguns dos maiores crescimentos da região (0,7%, 1,8% e 1,9% a.a., respectivamente), impulsionados pelo consumo. Por outro lado, a Alemanha, com um viés industrial, decepciona e encolhe 0,4% a.a. Até 2024, apesar da baixa base de comparação, ela crescerá apenas 0,5%, um número que tem sido persistentemente corrigido para baixo.

No nível agregado, a inflação permanece em uma trajetória de convergência e surpreendeu em outubro ao cair mais do que o esperado para 2,9% ao ano (4,3% em setembro); a medida do núcleo - que exclui componentes voláteis como alimentos e combustíveis - também caiu e registrou 4,2% ao ano.

Dada a expectativa do fim do ciclo de aumento das taxas, o retorno da inflação ao intervalo da meta e o arrefecimento da economia, o mercado antecipa o início dos cortes de junho para abril do próximo ano, além de aumentar o número de cortes de 25 pontos-base (bps.) de 2 para 3. Assim, no último mês, as taxas foram corrigidas para baixo. Como referência, em 6 de novembro, a taxa do Bund alemão de 2 e 10 anos caiu de 10 a 15 bps. nos últimos 30 dias, ficando em 3% e 2,74%, respectivamente.

Outubro estendeu o terceiro mês consecutivo de perdas para as ações globais e a Europa não foi exceção. O Stoxx 50 caiu 2,7% (em dólares), pior do que as ações dos EUA. O setor corporativo continua fraco, com expectativa de crescimento dos lucros de 2,3% em 2023, um número que foi corrigido ligeiramente para baixo no último mês. Em 2024, eles cresceriam 7,3%, o que se compara negativamente com seus pares desenvolvidos. Até o momento, 71% das empresas do Stoxx 50 divulgaram seus resultados do terceiro trimestre, com uma surpresa média de 3% acima das estimativas de lucros, apesar da contração dos lucros.

A defasagem dos últimos meses continua a atenuar 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 da perspectiva econômica, a alta dependência comercial da China - que não consegue gerar tração -, o fraco *dinamismo* corporativo, os cortes nas estimativas de lucros, as constantes saídas de capital (pela 34ª semana consecutiva, saídas de fundos e ETFs) **nos levam a manter a posição *underweight***, apesar dos valuations com desconto.

REINO UNIDO: O *underweight* é mantido

Apesar da atratividade dos valuations, do alto *rendimento de dividendos* (~4,3%) e de podermos ter chegado ao fim do aperto monetário, uma posição vendida em ações do Reino Unido é mantida devido à falta de convicção em uma recuperação sustentada do país, perda de dinamismo econômico, corte nas estimativas de lucros e saídas persistentes para fundos e ETFs.

O índice de surpresa econômica torna-se negativo e mantém uma tendência de queda. Os PMIs tanto do setor industrial quanto de serviços estão abaixo de 50 pontos em outubro. Embora a taxa de desemprego tenha aumentado e a destruição de postos de trabalho tenha se acelerado, o mercado de trabalho continua apertado (taxa de desemprego de 4,3% em julho, 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 18 meses consecutivos de contração em relação ao ano anterior).

A inflação de setembro permaneceu em 6,7% a/a na medida *principal* (6,1% na medida principal), dando uma trégua ao Banco da Inglaterra, que manteve a taxa de referência em 5,25% em sua última reunião. Dessa forma, o mercado estima que teríamos chegado ao fim do aperto monetário restritivo, com um mercado que não prevê cortes até pelo menos agosto de 2024; com o objetivo de garantir a convergência para a meta de inflação, a política monetária permaneceria restritiva por um período prolongado. Em linha com os movimentos globais, a curva de rendimento se inclinou durante a primeira metade de outubro e depois recuou. Assim, nos últimos 30 dias até 6 de novembro, a taxa de 2 anos caiu 15 pontos-base para 4,70% e a taxa de 10 anos caiu cerca de 20 pontos-base para 4,37%.

Por outro lado, a *dinâmica* está piorando na margem. Espera-se que os lucros se contraiam em cerca de 8% em 2023 e cresçam 5% no próximo ano - um número que foi corrigido para baixo no último mês. Além disso, o crescimento dos lucros para ambos os anos se compara negativamente aos seus pares europeus. O índice de ações é caracterizado por uma geração de lucros mais internacional do que doméstica, o que o deixa amplamente exposto a um mundo em desaceleração.

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth e Value*, juntamente com as *small caps*, permanecem neutras

Embora a *dinâmica* econômica continue positiva e o PIB do terceiro trimestre tenha superado as expectativas (4,9% anualizado), estamos finalmente começando a ver os efeitos maiores do aperto monetário. O mercado imobiliário está perdendo o dinamismo - as vendas estão caindo, os estoques estão caindo, o início de novas construções está sendo adiado, entre outros -, a poupança está caindo, o consumo está começando a se "normalizar", a inadimplência dos cartões de crédito está aumentando e o mercado de trabalho está esfriando.

Em outubro, a taxa de desemprego subiu para 3,9% (o nível mais alto em quase dois anos), a criação de empregos não agrícolas decepcionou com 150 mil novos empregos (contra 180 mil esperados) e, nos últimos dois meses, a criação de empregos foi corrigida para baixo em 101 mil empregos. No setor industrial, 35.000 empregos foram destruídos no mês, principalmente como consequência da greve prolongada no setor automotivo.

Em linha com a deterioração das perspectivas para alguns setores, os principais ISMs para serviços e manufatura decepcionaram e caíram em outubro para 51,8 e 46,7 pontos, respectivamente. A confiança do consumidor diminuiu pelo terceiro mês consecutivo, atingindo 102,6 pontos em outubro.

A inflação permaneceu em 3,7% a.a. em setembro, com o núcleo da medida diminuindo para 4,1%. Na reunião de novembro, o Fed decidiu manter a taxa de referência em 5,5% pela segunda reunião consecutiva, em linha com as estimativas. O mercado internaliza que já teríamos chegado ao fim dos aumentos de taxas e que os cortes de taxas começariam em junho, com até 3 cortes de taxas em 2024.

A curva de rendimento do Tesouro permaneceu volátil. Durante o mês de outubro, observamos uma *inclinação para baixo*, com a extremidade longa da curva subindo mais e a taxa de 10 anos chegando a 5% em meados do mês, com base em dados que confirmaram a resiliência da economia dos EUA. Entretanto, nos primeiros dias de novembro, as taxas caíram após uma mensagem *dovish* de Jerome Powell e um esfriamento do mercado de trabalho. Atualmente (7 de novembro), a taxa de 10 anos está em 4,52% e a de 2 anos, em 4,94%.

O aumento da taxa de juros em outubro ampliou as perdas nas ações (S&P500 -2,2%), apesar das surpresas positivas nos relatórios corporativos do terceiro trimestre. Até o momento, 85% das empresas do S&P500 registraram um crescimento médio de 2,6% nos lucros, o que é surpreendentemente positivo. Assim, teríamos atingido um piso no segundo trimestre, quando os lucros contraíram 5,7% em relação ao ano anterior. Entretanto, diante do enfraquecimento da demanda e da piora das perspectivas, a estimativa de lucros para o quarto trimestre foi cortada para 3,9% a.a. em relação aos 8,1% a.a. esperados no final de setembro. Para 2024, a estimativa de crescimento dos lucros também foi reduzida de 12,2%, há um mês, para 11,8%.

Com as perdas dos últimos meses, os valuations diminuíram. As ações do S&P500 estão sendo negociadas a uma relação P/U *futuro* de cerca de 20x, em linha com a média de 5 anos, enquanto as ações *de crescimento* também estão sendo negociadas em níveis justos 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, afetada ao mesmo tempo pela alta volatilidade da taxa de juros.

Enquanto isso, na frente política, a probabilidade de uma *paralisação* diminuiu com a eleição do republicano Mike Johnson como presidente da Câmara dos Deputados. O legislador próximo a Trump está tentando chegar a um acordo para evitar a *paralisação*, mesmo que isso signifique estender o prazo novamente com um projeto de lei provisório se o orçamento federal completo não for aprovado antes de 17 de novembro. A discussão entre democratas e republicanos tem se distanciado devido a diferenças sobre questões como o financiamento da guerra na Ucrânia, Israel e o apoio a Taiwan diante de uma eventual invasão chinesa.

A vulnerabilidade às condições financeiras restritivas, os sinais incipientes de deterioração econômica, a alta volatilidade das taxas de juros e as estimativas de lucros mais baixas, mas contrabalançados por valuations mais atenuadas e entradas (principalmente para empresas *de grande capitalização* no último mês), nos levam a permanecer **cautelosos em relação às ações dos EUA em todos os seus estilos, com uma posição neutra.**

JAPÃO: Continua o overweight em ações japonesas

Durante o mês de outubro, as ações japonesas foram acompanhadas pela queda das ações globais e a economia perdeu impulso; no entanto, a tese de investimento ainda se mantém. A economia continua a se recuperar da reabertura tardia pós-pandemia, com o consumo como um dos principais impulsionadores do crescimento. As vendas no varejo permanecem em uma tendência de alta e cresceram 5,8% a.a. em setembro, com a inflação conseguindo lubrificar a economia de forma saudável.

Entretanto, a economia tem um viés de exportação e, conseqüentemente, é afetada pela demanda global mais fraca. As exportações conseguiram superar as estimativas, crescendo 4% a.a. em setembro, impulsionadas pelos embarques para os EUA e a Europa, que são contrastados por um comércio mais fraco com a China. O indicador principal do PMI do setor industrial permanece abaixo de 50 pts. e o serviço se deteriora em outubro para 51,6 pts.

A inflação desacelerou para 3% a.a. em setembro (pelo 17º mês acima da meta) e o núcleo da medida para 4,2%. Espera-se que a inflação convirja para a meta de 2% em meados do próximo ano e o mercado espera o fim da política de flexibilização no início do próximo ano para garantir a convergência da inflação. Assim, na reunião de outubro, o Banco do Japão deixou o sistema de taxas de juros inalterado, mas houve comentários sobre o Yield Curve Control (YCC). O limite de 1% para a taxa soberana de 10 anos agora se torna um "benchmark", o que foi interpretado pelo mercado como uma flexibilização do YCC, permitindo que a taxa se mova acima de 1%. Assim, a curva da taxa no último mês subiu e a taxa soberana de 10 anos atingiu 0,96%, um nível não visto desde o início de 2012. No entanto, o movimento que levou a um estreitamento do diferencial de taxa com os EUA e a tendência de depreciação do iene, que atingiu JPY/USD 152 no dia em que a decisão de política monetária foi anunciada, continuou; o mercado estava esperando mais ações para apoiar a moeda.

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 em bolsa 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 tem se mostrado surpreendentemente resiliente.

As ações japonesas perderam *impulso* nos últimos 3 meses e os valuations diminuíram. O índice P/U *fwd.* em termos absolutos é negociado abaixo de sua média de 5 anos, enquanto, em termos relativos aos pares desenvolvidos, é negociado em níveis justos. Por outro lado, os lucros cresceriam 8,3% este ano, um número que foi corrigido para cima no último mês, e está entre os mais altos dos países desenvolvidos; em 2024, cresceriam 8,2%, um pouco abaixo de seus pares desenvolvidos. Com o retorno do otimismo no país, foram observadas entradas líquidas de fluxos de investimento em fundos e ETFs tanto no último mês quanto até agora neste ano.

Decidimos manter **nossa posição em ações japonesas como *overweight***. A decisão se baseia no bom *momento* corporativo, no desempenho defasado, nos valuations mais baixos, nos fluxos de entrada e nas reformas estruturais que darão suporte de longo prazo ao mercado.

HOLD OW EMERGING STOCKS: OW América Latina e Ásia EM ex China, UW EMEA e China neutra

Outubro foi um mês negativo para os mercados acionários, com os países emergentes sendo mais afetados do que seus pares desenvolvidos. Isso foi acompanhado por uma desvalorização das moedas afetadas por um dólar mais forte. Na China, os anúncios de estímulo fiscal e monetário continuaram a ser compensados pelo ruído político e pelo aumento das sanções comerciais. No lado da Ásia Emergente ex-China, os mercados ficaram mais defensivos e algumas autoridades monetárias do Sudeste Asiático optaram por aumentar novamente as taxas de referência após uma longa pausa. Na América Latina, as moedas se desvalorizaram ainda mais, mas parte da incerteza política se dissipou. Enquanto isso, na EMEA, a proximidade de conflitos políticos e a natureza exportadora de petróleo de algumas economias aumentaram a volatilidade.

AMÉRICA LATINA: *Overweight* permanece o mesmo

A política tomou conta da agenda da região e foram realizadas eleições importantes na Colômbia e na Argentina. As moedas latino-americanas sofreram com a valorização do dólar e a queda nos preços *das commodities*, com as quais algumas delas estão altamente correlacionadas. O peso mexicano foi mais afetado por sua alta liquidez. No Brasil, tanto os mercados quanto o real se comportaram de forma mais defensiva, com o banco central mantendo o ritmo de seus cortes nas taxas e a aprovação de iniciativas legislativas para aumentar a receita e cumprir a meta fiscal. Os valuations da região continuam atraentes e a distância geográfica dos conflitos armados a favorece. Nesse contexto, decidimos **manter nosso *overweight* à América Latina**.

No **Brasil**, o foco político tem sido a possível mudança na meta fiscal para o próximo ano. Vale lembrar que a estrutura indica que um saldo primário equivalente a 0% do PIB deve ser alcançado em 2024, mas como isso contempla congelamentos *orçamentários* em caso de não cumprimento, o governo está considerando revisar a meta para baixo para evitar essa situação. Em relação às medidas para aumentar a receita tributária, o projeto de lei sobre tributação *offshore* e fundos exclusivos foi aprovado na Câmara e encaminhado ao Senado, projetando uma receita adicional de 35 bilhões de reais até 2024. Outra prioridade do governo é a mudança no Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), que deve arrecadar R\$ 26,3 bilhões em 2024 (revisado para baixo de R\$ 35 bilhões), e deve avançar em dezembro. Por outro lado, a reforma tributária (IVA) avança no Senado e simplifica o pagamento de impostos, sendo neutra em termos de receita. Na frente econômica, a atividade acelerou em agosto e avançou 1,3% a/a, em linha com as expectativas do mercado, com a expansão das vendas no varejo. A produção industrial de setembro também mostrou um crescimento positivo em 12 meses (0,6%). Do lado da inflação, a inflação em setembro subiu ligeiramente para 5,2% a.a., mas as duas primeiras semanas de outubro confirmaram que ela retomará sua tendência de queda, registrando 5,1% a.a. e com expectativa de 4,9% a.a. para o mês inteiro. Assim, o Banco Central manteve o ritmo de cortes em sua reunião de novembro, reduzindo a taxa Selic em 50 bps para 12,25%, e espera-se que isso continue na reunião de dezembro. Os

valuations continuam a ser descontadas e negociadas abaixo das médias de 5 anos (tanto P/U *fwd.* quanto Preço/Valor Contábil, P/LV). Com relação às projeções de lucros, estima-se que eles cresçam em torno de 9,0% em 2024, em linha com o restante das economias emergentes, enquanto não foram observadas entradas ou saídas líquidas para o principal ETF do país no último mês. Assim, com a atividade econômica continuando a crescer, um banco central que não está mudando o ritmo de cortes nas taxas e um maior consenso político, o **OW nas ações brasileiras foi mantido**.

O PIB do terceiro trimestre do **México** confirmou a resiliência econômica do país e expandiu-se em 3,3% em relação ao ano anterior (0,9% em relação ao trimestre anterior), acima das expectativas e com base no forte crescimento das atividades primárias e secundárias. Em outubro, o IMEF (indicadores antecedentes), tanto para o setor industrial quanto para o não industrial, permaneceu em território expansionista, com 50,5 e 52,2 pontos, respectivamente. A inflação continuou a cair, com a taxa anual de setembro em 4,5%, enquanto o valor acumulado para as duas primeiras semanas de outubro sugere que ela permanecerá em uma trajetória descendente (4,3% em doze meses). No entanto, o núcleo da inflação está caindo lentamente e a leitura quinzenal está em 5,5%, devido à inflação de serviços instável e ao alto *poder de fixação de preços* das empresas no México. A economia mexicana está se beneficiando do *nearshoring*, ou seja, da tendência de realocar investimentos para países geograficamente mais próximos, nesse caso os EUA, que também têm desfrutado de uma atividade econômica resiliente e de um mercado de trabalho restrito, o que se reflete na economia mexicana. Por sua vez, a ata da reunião de setembro do Banco do México indicou um claro viés *hawkish*, o que levou a uma dissipação e a um atraso na perspectiva do início do ciclo de aperto do mercado. Assim, as declarações de diferentes membros da Assembleia de Governadores sugerem que o Banxico não se anteciparia ao Fed. Do ponto de vista político, o governo anunciou um aumento nas taxas de aeroportos privados, o que aumentou o ruído no mercado. Entretanto, alguns dias depois, foram anunciados incentivos fiscais, incluindo deduções fiscais para investimentos feitos neste ano e no próximo, para empresas envolvidas na exportação de determinados produtos, relacionados ao *nearshoring*. Com relação aos possíveis candidatos à presidência, Samuel García, governador de Nuevo León, anunciou sua candidatura pelo Movimiento Ciudadano, o que tornaria mais difícil para o candidato da oposição Xóchitl Gálvez, o principal oponente da favorita Claudia Sheinbaum (Morena), ganhar votos. Na última pesquisa do El Financiero, o candidato oficial mostra uma intenção de voto maior e tem 46% das preferências, seguido por Gálvez com 28% e García com 8%. Com relação às variáveis de mercado, os valuations permanecem descontados, com o P/U *fwd.* e o P/VL sendo negociados cerca de 1 desvio padrão abaixo de suas médias históricas. Projeta-se que os lucros cresçam quase 20% este ano e 5% no próximo, este último com uma forte correção para cima. Com relação aos fluxos de investimento, no mês passado houve saídas líquidas de ~9% do ETF mais representativo. Assim, a perspectiva econômica para o México continua positiva e o mercado já está internalizando a vitória de Sheinbaum como o próximo presidente do país. Além disso, os valuations permanecem atraentes e são estruturalmente apoiados pelo *nearshoring*, o que nos leva a **manter nosso overweight às ações mexicanas**.

No **Chile**, o plebiscito para a nova constituição, a ser realizado em 17 de dezembro, está se aproximando, e as pesquisas têm mostrado um aumento na porcentagem da população que votaria "a favor". Embora a opção "contra" ainda lidere, os partidos políticos começaram a anunciar suas preferências, com os partidos de direita se declarando a favor. Com relação a outras questões políticas, o processo de reforma previdenciária está parado, enquanto medidas pró-crescimento estão sendo promovidas dentro da estrutura do pacto fiscal, depois que a agência de classificação S&P Global rebaixou a perspectiva da dívida soberana de estável para negativa. A atividade econômica melhorou na margem, com o IMACEC de setembro mostrando uma variação estável em 12 meses, mas com aumento de 0,6% em relação a agosto. No entanto, o setor de mineração foi responsável pelo aumento, enquanto o setor de não mineração sofreu uma contração em relação ao ano anterior. O mercado de trabalho continua a se deteriorar, mas foram criados empregos no último trimestre móvel, embora o desemprego tenha continuado a aumentar. A inflação continua a cair e, em setembro, foi de 5,1% em relação

ao ano anterior, enquanto a inflação não volátil ficou em 6,6%. Embora esteja acima do intervalo da meta do banco central (limite superior de 4,0%), a autoridade monetária continua a cortar a taxa de política monetária (TPM), embora em um ritmo mais lento na última reunião. Assim, na decisão de outubro, o corte foi de apenas 50 bps, levando-a para 9,0%, o programa de reposição de reservas foi suspenso e a posição a termo do banco central foi gradualmente reduzida. A declaração atribuiu maior importância ao ambiente global e às condições financeiras restritivas, bem como à forte depreciação do peso chileno. Essa decisão ajudou a fortalecer a moeda local, colaborando com o desempenho do mercado (em termos de dólares) até o momento em novembro. Os valuations permanecem em níveis muito atraentes e, embora as projeções de lucros tenham sido corrigidas para baixo, a *dinâmica* deve começar a melhorar em 2024. Além disso, os preços das ações incorporam um cenário muito negativo, de modo que qualquer surpresa positiva poderia desencadear uma recuperação das ações chilenas. Nesse contexto, e apesar da volatilidade que os mercados podem apresentar nos próximos meses devido ao contexto eleitoral, o **overweight em ações chilenas é mantido**.

Na **Colômbia**, os resultados das eleições confirmaram a impopularidade do governo e mostraram um voto de punição, já que a oposição triunfou nas quatro cidades mais importantes: Bogotá, Medellín, Barranquilla e Cali, surpreendendo principalmente nesta última. Além disso, destaca-se a punição do povo de Bogotá, já que nas eleições presidenciais Gustavo Petro obteve uma grande vitória em Bogotá. Ele mantém altos níveis de desaprovação - cerca de 60% - e perdeu representação no Congresso com o rompimento da coalizão, representando 37% do Senado e 36% da Câmara dos Deputados. Assim, e de acordo com essa perda de capital político, a agenda do governo não será radicalizada a partir de agora, e a probabilidade de as reformas em andamento serem aprovadas está diminuindo. No caso da reforma da saúde, 50% dos artigos já foram aprovados pela Câmara dos Deputados, e ainda há um segundo debate na Câmara e dois no Senado. Essa última tem certa probabilidade de ser aprovada, mas essa probabilidade diminuiu, enquanto a reforma da previdência, que já passou pelo primeiro debate no Senado, mantém sua probabilidade de ser aprovada devido ao seu caráter populista. Quanto ao projeto de lei trabalhista, a probabilidade de ser aprovado é muito pequena. A atividade econômica continua deprimida e cresceu 0,2% em relação ao ano anterior em agosto. Isso está de acordo com um PMI que permaneceu em território contracionista em outubro pelo sexto mês consecutivo. A inflação, por sua vez, continua rígida e lenta para diminuir, situando-se em torno de 11% a.a. em setembro e espera-se que fique em torno de 10,7% em outubro. Na última reunião de política econômica, o banco central decidiu manter sua taxa de política econômica, mas a decisão não foi unânime e dois dos sete diretores optaram por um corte de 25 bps. Assim, o mercado espera que os cortes na taxa de referência comecem em dezembro. Os valuations continuam muito atraentes, sendo negociados a mais de 1 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos (tanto P/U *fwd.* quanto P/VL). Ao mesmo tempo, os lucros continuam a ser revisados para baixo para este e o próximo ano, apontando para uma contração até 2024, em linha com o baixo crescimento esperado para o país. Assim, em um contexto em que a incerteza em torno das eleições se dissipou, o governo perde capital político e espaço de manobra para reformas radicais, valuations atraentes, mas a atividade econômica e o *momentum* estão deprimidos, juntamente com a inflação rígida, decide-se manter a **posição neutra nas ações colombianas**.

No **Peru**, a atividade econômica contraiu 0,6% a/a em agosto, caindo pelo quarto mês consecutivo e pressionada por setores como construção, manufatura e agricultura e pecuária. Assim, nos primeiros oito meses do ano, a economia peruana se contraiu 0,6% em comparação com o mesmo período de 2022. A inflação continuou a cair em outubro, com uma variação anual de 4,3%. O registro subjacente também desacelerou e apoia o corte de taxas que continua desde setembro a um ritmo de 25 bps. por reunião. Assim, espera-se que nas reuniões de novembro e dezembro o banco central continue cortando as taxas nesse ritmo e que a taxa de referência fique em 6,75% no final do ano. No aspecto político, embora tanto o presidente quanto o atual Congresso permaneçam no poder até 2026, ele não esteve livre de turbulências. Em outubro, uma moção de vacância contra Dina Boluarte foi apresentada, mas não foi aprovada devido à retirada de

assinaturas por alguns legisladores. Enquanto isso, a reforma previdenciária apresentada pelo governo no início do mês ainda não foi debatida, mas a ideia de avançar com a sétima retirada dos fundos de pensão está ganhando popularidade, com 16 projetos de lei em tramitação. Com relação aos valuations, tanto o P/U *fwd.* quanto o P/VL estão ~0,5 desvios-padrão abaixo de suas médias de 5 anos. Com relação às projeções de lucros, elas cresceriam em torno de 15% em 2024, mas foram corrigidas para baixo no último mês. Ao mesmo tempo, as saídas líquidas de fluxos de investimento do principal ETF continuam a ser observadas no último mês. Assim, com os valuations sendo negociados com desconto e um Banco Central que iniciou o ciclo de cortes, mas com atividade econômica deprimida e ruído político, **a posição neutra nas ações peruanas é mantida.**

As eleições gerais **da Argentina** foram realizadas em outubro e, surpreendentemente, deram a primeira maioria ao atual ministro da economia, Sergio Massa (37%), que enfrentará um segundo turno contra o candidato libertário Javier Milei em 19 de novembro. A reação do mercado a esse resultado inesperado foi uma valorização do dólar blue, que chegou a cerca de ARS 1.100 por dólar antes das eleições, mas depois caiu, dada a maior probabilidade de vitória do candidato pró-governo. A esse respeito, Massa comentou que, a partir de 15 de novembro (dia até o qual a taxa de câmbio oficial é fixada), ele começará com desvalorizações diárias para acompanhar a inflação. Vale lembrar que o registro de setembro avançou 12,7% mensalmente, atingindo uma taxa de inflação anual de 138,3%, à qual o Banco Central respondeu aumentando a taxa de política monetária (Leliq) em 1.500 bps. para 133%. Do lado da atividade econômica, a atividade econômica expandiu-se 0,3% em agosto em relação ao ano anterior (1,3% em relação ao mês anterior), levando alguns participantes do mercado a prever um terceiro trimestre positivo. Entretanto, o quarto trimestre apresentaria números negativos. Com isso, o cenário macroeconômico continua incerto e desafiador, juntamente com uma discrepância que parece existir entre um mercado cujos preços evoluem como se o triunfo de Massa fosse certo, enquanto a maioria das pesquisas coloca Milei como o vencedor das urnas. Nesse cenário, decidiu-se **manter o *underweight* em ações argentinas.**

CHINA: Manutenção da posição neutra

Em outubro, o governo chinês tomou para si a responsabilidade de continuar sinalizando ou anunciando mais estímulos para aliviar a desaceleração econômica. Do lado monetário, o banco central injetou 733 bilhões de yuans em operações de liquidez de curto prazo e acrescentou outros 289 bilhões de yuans em linhas de crédito de médio prazo, a maior injeção mensal desde dezembro de 2020. Ele também sugeriu uma capacidade adicional de emissão de dívida soberana de US\$ 137 bilhões, relaxando a meta de déficit fiscal de 2023 de 3,0% do PIB. Ao mesmo tempo, realizou a Conferência Financeira Central, um evento que acontece a cada cinco anos a portas fechadas e, entre as conclusões conhecidas, estava o compromisso do governo de fortalecer a regulamentação financeira e evitar eventos de risco sistêmico. Além disso, o governo aumentou sua intervenção no mercado de ações e os fundos soberanos aumentaram sua posição nos principais bancos pela primeira vez desde 2015, com impacto limitado. No entanto, as más notícias do setor imobiliário continuaram e a incorporadora Country Garden ficou inadimplente e não conseguiu pagar os juros de um de seus títulos em dólares. Enquanto isso, a Evergrande propôs um novo plano de reestruturação da dívida e deve apresentá-lo aos tribunais até 4 de dezembro. Com relação às tensões com os EUA, as sanções comerciais continuaram e os EUA novamente limitaram as exportações de semicondutores mais complexos para a China, o que retardaria o desenvolvimento de grandes empresas chinesas de tecnologia, como a Alibaba e a Baidu. O governo chinês respondeu limitando as exportações de grafite, um insumo essencial para a fabricação de baterias, um mercado no qual a China é o maior produtor mundial. Entretanto, a secretária do Tesouro dos EUA, Janet Yellen, manterá conversações com seu colega chinês He Lifeng nos dias 9 e 10 de novembro em São Francisco, em uma tentativa de melhorar as relações diplomáticas. Isso ocorre antes da reunião dos dois chefes de estado na cúpula da APEC, que começa em 14 de novembro. No âmbito local, o ex-primeiro-ministro Li Keqiang morreu de um ataque cardíaco em outubro e foi cremado, causando grande choque e dúvida entre a população.

Com relação à atividade econômica, o PIB do terceiro trimestre surpreendeu o mercado e cresceu 4,9% em relação ao ano anterior (1,3% em relação ao trimestre anterior), com uma surpresa no lado do consumo, mas com o setor imobiliário permanecendo fraco. Com relação aos PMIs, o PMI industrial voltou ao território contracionista em outubro, com 49,5 pontos (tanto no Caixin quanto no registro oficial), enquanto o PMI de serviços permaneceu em território expansionista, mas ligeiramente acima de 50 pontos. Ao mesmo tempo, as exportações de outubro decepcionaram novamente e contraíram 6,4% em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto as importações surpreenderam e cresceram 3,0% em doze meses. Embora a atividade econômica não mostre uma tendência acentuada de aceleração, a missão do Artigo IV do FMI revisou para cima suas projeções de crescimento para este e o próximo ano, para 5,4% e 4,6%, respectivamente (de 5,0% e 4,2%), pois espera que o estímulo apoie a atividade econômica. Entretanto, o relatório sugere que as políticas de apoio ao mercado imobiliário devem ser mais eficientes para garantir a recuperação e reduzir os custos de transição, além de colocar em prática políticas para garantir a estabilidade macroeconômica e financeira. Por sua vez, o Banco Central, apesar dos novos estímulos, decidiu manter as taxas de empréstimo de 1 ano e 5 anos em 3,45% e 4,2%, respectivamente, em linha com as expectativas do mercado. Isso, em um contexto em que a inflação de setembro ficou em 0% a/a, e uma contração de 0,1% em 12 meses é esperada para outubro.

Os valuations continuam a ser negociados com mais de 1 desvio padrão abaixo da média de 5 anos (P/U e P/VL). As projeções de lucros apontam para um crescimento de cerca de 15% no próximo ano, mas são corrigidas para baixo. Com relação aos fluxos de investimento, o principal ETF do país mostra saídas líquidas no último mês de ~4% do total de ativos sob gestão (AUM). Assim, decidimos **manter nossa posição neutra em ações chinesas**, considerando que, apesar dos valuations atraentes e do estímulo fiscal e monetário, a crise no setor imobiliário está se aprofundando e a instabilidade política está impedindo o desempenho do mercado.

EMERGING ASIA EX CHINA: O *Overweight* permanece

Na Ásia Emergente, há países que se destacam por sua resiliência macroeconômica, onde, em contraste com o resto do mundo, a *dinâmica* está se fortalecendo. Por sua vez, a política está mostrando sinais de estabilização, embora os bancos centrais tenham feito movimentos divergentes em relação às taxas. Assim, em um contexto de alta incerteza global, decidimos definir um *overweight* em mercados que provaram ser mais defensivos e mais resilientes economicamente.

Decidiu-se manter as ações indianas como *overweight*. As tensões geopolíticas com o Canadá se dissiparam e até mesmo as relações militares entre os dois países permanecem estáveis após reuniões "amigáveis", embora o acordo de livre comércio esteja suspenso e paralisado devido a diferenças de opinião. A deterioração das relações entre a Índia e o Canadá não deve se agravar. Por outro lado, o *ímpeto* econômico é mantido e tanto o PMI industrial quanto o de serviços estão em território amplamente expansionista, atingindo 55,5 e 58,4 pontos, respectivamente, em outubro. Com relação aos preços, a inflação de setembro caiu para 5,0% em doze meses, dentro do intervalo da meta do Banco Central (entre 2% e 6%), depois que os preços dos meses anteriores foram pressionados por monções fracas que afetaram os preços dos alimentos e a produção agrícola. Na reunião de política de outubro, o banco central manteve sua taxa de juros em 6,50% e espera-se que os cortes comecem no segundo trimestre do próximo ano. No lado das ações, os valuations tendem a ser negociados acima das médias históricas, estando marginalmente abaixo da média de cinco anos (P/U adiantado). As ações indianas são negociadas com um prêmio em relação aos mercados emergentes devido a seus sólidos fundamentos corporativos e econômicos. Esse prêmio está abaixo da média histórica, 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 o próximo ano quanto para 2025.

As ações sul-coreanas permanecem neutras. A atividade econômica na Coreia do Sul começa a mostrar sinais de melhora, o PIB cresceu 1,4% em relação ao ano anterior durante o terceiro trimestre, embora o PMI industrial de outubro tenha permanecido em torno de 50 pontos. A inflação em outubro acelerou ligeiramente para 3,8% a.a., com o mercado de trabalho permanecendo apertado. Entretanto, durante o mesmo mês, o banco central manteve a taxa de referência em espera para controlar a inflação e o aumento da dívida das famílias, enquanto o mercado espera que os cortes comecem antes do final do ano. No lado dos semicondutores, as notícias são animadoras, com as exportações de semicondutores caindo 3,1% a/a em outubro, o que se compara positivamente com o declínio dos meses anteriores (13,5%, 20,6% e 33,3%, respectivamente, nos três meses anteriores). A Samsung, por sua vez, projeta que os preços dos semicondutores aumentarão no 4T, juntamente com uma queda nos estoques, enquanto a demanda por chips de alta qualidade deverá ser impulsionada pela inteligência artificial. Enquanto isso, as ações coreanas recuaram US\$ 7,6% em outubro, a segunda maior queda na Ásia Emergente. Nesse cenário, as autoridades proibiram a venda a descoberto das ações dos índices Kospi200 e Kosdaq150 até junho de 2024, o que apoiou o desempenho das ações até o momento em novembro. Ao mesmo tempo, os valuations estão sendo negociados acima de suas médias históricas e a projeção de lucros para 2024 foi corrigida para baixo no último mês, um período em que não houve nenhum fluxo para o principal ETF do país.

As ações de Taiwan permanecem neutras. As ações de Taiwan caíram US\$ 2,3% em outubro, em linha com o desempenho negativo dos mercados globais, juntamente com a desvalorização do dólar taiwanês. O *impulso* econômico continua a se deteriorar e o PMI industrial de outubro ficou em 47,6 pontos, um dos piores registros entre os países da Ásia emergente. Embora Taiwan não enfrente grandes pressões inflacionárias, a inflação aumentou pelo quarto mês consecutivo e, em outubro, foi de 3,1% a.a., enquanto o núcleo da inflação foi de 2,5%. Em linha com a inflação controlada, o banco central decidiu manter a taxa de referência inalterada em setembro e o mercado está projetando novos aumentos no quarto trimestre deste ano. Os pedidos de exportação de setembro caíram 15,6% em doze meses, destacando a desaceleração das quedas nos produtos eletrônicos, que incluem semicondutores, a principal exportação de Taiwan. As ações taiwanesas parecem caras, com uma relação P/U acima da média de 5 anos. No último mês, a projeção de lucros foi corrigida para baixo em relação ao próximo ano.

As ações da Indonésia saíram de overweight para neutras. Em outubro, as ações da Indonésia registraram a maior queda na Ásia Emergente (USD 8,2%), enquanto a rupia foi a moeda que mais perdeu valor na região (2,7%). Do ponto de vista econômico, o *momentum* é positivo e o PMI industrial está em 51,5 pontos em outubro, embora com uma tendência de queda nos últimos três meses. Ao mesmo tempo, os preços de duas de suas principais exportações, carvão e óleo de palma, caíram em outubro. A inflação está dentro da faixa da meta do banco central (2,6% a/a em outubro), mas o banco central decidiu aumentar a taxa de referência em 25 pontos-base, para 6,0%, como medida para estabilizar a rupia e surpreender o mercado após várias reuniões pausadas. Os valuations parecem atraentes, estando abaixo de sua média histórica (tanto P/U quanto P/VL). **A Tailândia continua *underweight*.** Taiwan e Índia aderiram à medida implementada em setembro para eliminar as exigências de visto, originalmente destinadas aos turistas chineses, a fim de incentivar o turismo e, assim, compensar o contínuo enfraquecimento das exportações. Por outro lado, a deterioração econômica continua e o PMI do setor industrial permaneceu em território contracionista em outubro, atingindo 47,5 pontos, uma nova baixa para o ano. Do lado dos preços, a inflação continua a cair em outubro e, pela primeira vez, tem registros negativos desde 2021 (-0,3% em 12 meses), enquanto em sua última reunião de política monetária em setembro o Banco Central adotou uma postura contracionista ao elevar surpreendentemente a taxa em 25 bps para 2,50%, enquanto o mercado espera que os cortes comecem ainda este ano. Enquanto isso, os valuations estão ligeiramente abaixo da média de cinco anos, mas as projeções de lucros para este ano continuam com estimativas negativas, embora para o próximo ano sejam positivas, com dois dígitos e corrigidas para cima durante o último mês.

EMEA: permanece o *underweight*

A região mantém desequilíbrios macroeconômicos em alguns países, com inflação de dois dígitos, além da alta dependência de algumas *commodities* intrinsecamente ligadas à demanda chinesa e aos conflitos no Oriente Médio. Entre elas está o petróleo, cujos preços e trajetória de curto prazo permanecem incertos, além dos cortes de produção de petróleo da OPEP+. Devido ao exposto acima, decidiu-se **manter o UW na EMEA**.

O Banco Mundial aprovou um empréstimo de US\$ 1 bilhão para a **África do Sul** a fim de conter a crise energética do país. Além disso, o ministro da eletricidade disse que os projetos de energia a gás estão sendo acelerados para cobrir o déficit de energia. Por outro lado, o rand sul-africano se valorizou 1,5% em outubro, ao contrário do mercado acionário, que caiu US\$ 2,2% e se desvinculou de outras moedas emergentes. O PMI industrial está em território contracionista, com 48,9 pontos. Quanto à inflação, ela permanece sob controle em 5,4% a.a. em setembro, enquanto o núcleo da inflação caiu para 4,5%. Nesse contexto, o Banco Central, em sua última reunião em setembro, manteve a taxa de juros em 8,25%, em linha com as expectativas do mercado, e espera-se que ela permaneça no nível atual pelo menos até o fim do ano. As tensões geopolíticas no Oriente Médio podem continuar a pressionar os preços *das commodities*, impactando positivamente a economia devido ao seu caráter exportador, mas podem aumentar as pressões inflacionárias. Em relação aos cortes de energia, as interrupções de energia foram retomadas com um padrão de tempo em que as interrupções de Estágio 2 e 3 são implementadas diariamente, de forma intermitente, até novo aviso, conforme comunicado pelas autoridades. Com relação aos valuations, as ações estão sendo negociadas em torno de suas médias de cinco anos (P/U), enquanto as projeções de lucros para este ano continuam a ser corrigidas para baixo, mas para cima no próximo ano. Diante desse cenário, **a postura neutra é mantida**.

Na **Turquia**, a atividade econômica continua a mostrar sinais de fraqueza e o PMI industrial de outubro ficou em 48,4 pontos, o mais baixo deste ano. A inflação em outubro desacelerou marginalmente para 61,4% a.a., a primeira queda em três meses, enquanto o núcleo da medida acelerou para 69,6%, abaixo das expectativas. Com isso, espera-se que a inflação continue a subir, enquanto o Banco Central projeta que o *pico* será em maio do próximo ano e que a inflação terminará o ano em torno de 65%. 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 500 bps na reunião de outubro, para 35%. Do lado político, no início de outubro, houve um ataque explosivo ao Ministério do Interior reivindicado pelo Partido dos Trabalhadores do Curdistão (PKK), intensificando o conflito de longa data entre o grupo e a Turquia. Ao mesmo tempo, as tensões com Israel continuam em relação à posição do presidente turco sobre o conflito no Oriente Médio e suas declarações infelizes. No lado das ações, as ações estão sendo negociadas ligeiramente abaixo de suas médias de 5 anos. Enquanto isso, as projeções de lucros foram corrigidas para cima durante o último mês, chegando a território positivo para este ano, enquanto permanecem positivas em dois dígitos para o próximo ano. Em resumo, as pressões inflacionárias estão exacerbadas, o Banco Central mantém seu viés contracionista, a economia está se deteriorando e os valuations ainda parecem apertados, juntamente com a alta instabilidade política, de modo que decidimos **aumentar nossa posição de UW em ações turcas**.

A posição da UW nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria) está diminuindo. A surpreendente vitória da oposição democrática nas eleições polonesas criou um ambiente positivo e uma mudança para mais perto da União Europeia. Entretanto, *o impulso* econômico continua a se deteriorar, com os PMIs do setor industrial na Polônia e na República Tcheca permanecendo em território contracionista, embora a Hungria esteja passando para território expansionista após quatro meses. Na Polônia, a inflação continua a diminuir e o banco central continua a cortar as taxas, enquanto na Hungria, embora a inflação permaneça em dois dígitos, o banco central iniciou o período de cortes nas taxas.

Além disso, os valuations continuam atraentes, o que, juntamente com o exposto acima, nos leva a reduzir nosso *underweight* em ações do C3.

O PMI industrial da **Arábia Saudita** acelerou em outubro para 58,4 pontos, em amplo território de expansão. A inflação caiu para 1,7% ao ano em setembro, abaixo de seus pares regionais e mantendo a ausência de pressões inflacionárias. Essa economia altamente dependente do petróleo reafirmou, em 5 de novembro, cortes voluntários na produção de 1 milhão de barris por dia até o final do ano, embora com revisões mensais. No entanto, os cortes poderiam ser estendidos até o primeiro trimestre de 2024, devido à demanda de petróleo sazonalmente mais fraca. Por outro lado, as negociações entre a Arábia Saudita, os EUA e Israel continuam estagnadas. No lado das ações, os valuations estão sendo negociadas em torno das médias históricas e as projeções de lucros no último mês foram corrigidas para baixo para este ano e para cima para o próximo ano. Em um contexto de resiliência econômica e baixas pressões inflacionárias, com uma perspectiva incerta para os preços do petróleo no curto prazo e valuations apertados, decidimos **manter nossa posição neutra em ações sauditas**.

RENDA FIXA

TESOURARIA DOS EUA: posição neutra em títulos do tesouro de 5 anos e *overweight* em títulos de 10 e 30 anos, com *underweight* em TIPS.

A *venda* dos títulos do Tesouro dos EUA continuou em outubro, levando as taxas a novos máximos do ciclo e gerando perdas nos ativos de renda fixa. Durante o mês, observamos como a surpresa positiva na folha de pagamento de setembro e os dados mais sólidos da atividade econômica dos EUA geraram um aumento na ponta longa da curva. Posteriormente, após a reunião do Fed em 1º de novembro, em que o comitê manteve a taxa referencial em seu nível atual de 5,5%, adotando uma postura *dovish*, e depois que os dados do mercado de trabalho de outubro mostraram mais fraqueza, as taxas de juros se ajustaram novamente para baixo, com quedas em toda a curva, gerando uma *recuperação* concentrada nos vencimentos mais longos. Assim, a taxa do título do tesouro de 10 anos subiu acima de 5% e depois voltou para 4,57%, enquanto a taxa de 2 anos atingiu 5,13% e depois caiu para 4,91%. Por outro lado, com o aumento das taxas longas, o investimento atingiu uma alta de -11 pts, para atualmente moderar para -34 pts. Quanto ao Fed, em sua reunião de novembro, ele reafirma sua dependência de dados e, de acordo com suas estimativas de setembro, mantém pendente um aumento adicional de 25 bps na taxa. No entanto, com os últimos dados do mercado de trabalho e as condições financeiras mais apertadas, o mercado não acredita que esse último aumento ocorrerá e começa a se concentrar nos cortes do próximo ano, estimando entre 75 e 100 bps de cortes a partir de maio ou junho. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro - permaneceu elevado durante o mês, afetado principalmente por movimentos na extremidade longa da curva; no entanto, nesta semana, ele se modera e atinge 121 bps. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, se ajustaram para níveis de 2,25% e 2,41%, respectivamente, superiores aos observados durante o primeiro semestre do ano e incorporando novas pressões inflacionárias causadas pelo aumento dos preços do petróleo, bem como as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas na meta do Fed (2%). Assim, no contexto atual, a incerteza continua alta em relação à trajetória das taxas no curto e médio prazo. No entanto, os últimos dados do mercado de trabalho sugerindo um resfriamento saudável e um Fed adotando um discurso mais *dovish* ajudam a consolidar um cenário de *softlanding* para a economia dos EUA no próximo ano. Diante do exposto, adotamos **uma posição neutra em títulos do Tesouro de 5 anos, enquanto a exposição a títulos do Tesouro de 10 anos foi aumentada e o OW foi mantido em 30 anos como uma posição tática, dado o maior potencial de correção da extremidade longa da curva, mas mantendo uma duração neutra em relação ao benchmark. Por outro lado, permanecemos *underweight* em TIPS, observando maior valor na curva nominal.**

GRAU DE INVESTIMENTO GLOBAL: OW mantido

Nas últimas semanas, após as reuniões de política monetária, o Fed e o Banco Central Europeu surpreenderam com uma postura mais *dovish* do que a que vínhamos observando, mantendo as taxas de referência estáveis. Entretanto, apesar das expectativas do mercado de que esse seria o fim do aperto monetário, ambos os bancos centrais afirmam que continuam dependentes dos dados e prontos para retomar os aumentos das taxas a fim de atingir a meta de 2%. Por outro lado, embora as políticas monetárias estejam novamente mais alinhadas, a situação econômica entre os países desenvolvidos está divergindo bastante. Nos EUA, permanece alguma resiliência econômica, consolidando o cenário de *softlanding* e apoiando a ideia de que as taxas permanecerão altas por mais tempo. Na Europa, apesar dos últimos números positivos da inflação, a atividade econômica continua a se deteriorar e o mercado de trabalho está começando a mostrar sinais de fraqueza diante do aperto monetário, de modo que a economia europeia pode enfrentar uma contração mais profunda no próximo ano e a decisão do BCE de fazer uma pausa parece ser mais definitiva. Assim, depois de um mês de outubro marcado pela *venda* de títulos do Tesouro, neste mês, após as decisões de política monetária, observamos quedas nas taxas globais, impulsionando os retornos dos ativos de renda fixa. O *grau de investimento* continua sendo uma alternativa atraente, pois a qualidade de crédito mais alta da classe de ativos oferece maior proteção contra eventos de risco não realizados, enquanto sua duração mais longa geraria retornos de capital de prazo mais longo, já que o aperto monetário continua a afetar a economia e a inflação continua a diminuir, permitindo que os bancos centrais cortem as taxas. Com base no exposto, o **OW** é mantido **como Global Investment Grade**.

High Yield GLOBAL: UW mantido

No lado do *High Yield*, a classe de ativos tem resistido aos aumentos das taxas e permaneceu defensiva nos últimos meses em comparação com outros títulos. Entretanto, junto com o aumento do risco geopolítico global, começamos a ver uma maior volatilidade nos *spreads*, que subiram até 30 *bps* por dia e voltaram a níveis abaixo das médias históricas. Por outro lado, após a recente recuperação das taxas ocorrida nos primeiros dias de novembro, o *rendimento* da classe de ativos apresentou uma queda significativa e, após atingir níveis de 9,5%, voltou para 8,8%. No contexto acima, embora a classe de ativos continue a oferecer um nível de *rendimento* relativamente alto, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos proporciona um grau menor de proteção contra eventos de risco, como uma escalada das tensões geopolíticas e a deterioração do crédito, enquanto os níveis atuais de *spread* parecem superestimar a resiliência econômica dos EUA e os defaults implícitos estão abaixo das projeções para o próximo ano. Com base no exposto, o **underweight em Global HY** é mantido.

DÍVIDA EMERGENTE: Underweight em títulos soberanos HY e neutra em títulos soberanos IG. A exposição a títulos corporativos HY foi neutralizada e o overweight em títulos corporativos IG e mercados locais foi mantido.

Em outubro, as taxas globais continuaram a se mover em conjunto com os *títulos* do tesouro dos EUA, em um mês em que o título do tesouro de 10 anos ficou acima de 5%. Assim, durante o mês passado, vimos aumentos nas taxas locais de mercados emergentes e retornos negativos em ativos de renda fixa, levando alguns países a moderar o ciclo de corte de taxas para lidar com os efeitos globais e a depreciação de suas moedas. No entanto, no início de novembro, começamos a ver mudanças no ambiente global e, em sua última reunião, o Fed adotou uma postura mais *dovish*, o que levou a uma *recuperação dos* ativos de renda fixa na primeira semana do mês e reduziu as pressões de alta sobre as taxas locais. Dessa forma, a dívida dos mercados emergentes 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 da queda das taxas, já que os países emergentes continuam a cortar as taxas e a alinhá-las novamente com seus fundamentos

macroeconômicos. Com relação à dívida soberana emergente, apesar do impacto positivo de sua duração mais longa nas recentes quedas das taxas, juntamente com os altos níveis de *rendimento*, sua qualidade de crédito mais baixa oferece menos proteção contra eventos de risco em um cenário de alta incerteza, o que a torna menos atraente em comparação com outras alternativas de renda fixa. No lado da dívida corporativa emergente, o *grau de investimento* continua sendo o preferido e a classe de ativos permanece uma opção atraente do ponto de vista do risco-retorno. A qualidade de crédito mais alta oferece maior proteção contra eventos de risco e escalada de conflitos globais, enquanto sua duração mais longa geraria retornos de capital em face de eventuais quedas nas taxas, já que os países emergentes iniciam ou continuam o ciclo de corte de taxas, enquanto os países desenvolvidos se aproximam da pausa. Em *High Yield*, em outubro, os *spreads* da classe de ativos acompanharam os movimentos globais, expandindo-se com o aumento das tensões geopolíticas e, em seguida, comprimindo-se após a recente *alta das* taxas, retornando a níveis abaixo das médias históricas. Nos níveis atuais, a *alta rentabilidade* parece vulnerável a uma maior ampliação dos *spreads*, seja devido a eventos de risco globais ou a uma subestimação das *inadimplências* do próximo ano. Por outro lado, a classe de ativos continua a oferecer um *rendimento* muito atraente (10,2%) acima dos níveis do mundo desenvolvido, ao custo de um risco de crédito mais alto, portanto, recomenda-se dar preferência à qualidade dentro da classe de ativos. Com relação aos *mercados locais*, em outubro, o dólar continuou com a tendência de valorização dos últimos meses, embora tenha apresentado uma maior moderação, aumentando seu valor em 0,5% durante o mês (DXY). Da mesma forma, as moedas emergentes apresentaram depreciações mais limitadas, exceto em alguns países, como México e Turquia, onde a taxa de câmbio caiu mais acentuadamente. Entretanto, apesar do efeito cambial, a dívida emergente local permaneceu resiliente e apresentou quedas menores do que outros ativos de renda fixa, impulsionada principalmente pelo forte desempenho da EMEA. No futuro, após o discurso dovish do Fed e a moderação dos preços do petróleo, as moedas dos mercados emergentes devem ter algum espaço para recuperar o valor em relação ao dólar. De acordo com o exposto acima, o ***underweight* em títulos soberanos HY e o neutral em títulos soberanos IG são mantidos. Da mesma forma, a exposição a títulos corporativos HY foi neutralizada, enquanto o overweight em títulos corporativos IG e mercados locais foi mantido.**

EXPOSIÇÃO CAMBIAL: NOVEMBRO DE 2023

Moedas	Bench.	Outubro	Novembro	OW/UW	Câmbio	
USD	55,1%	59,2%	55,9%	OW	0,8%	-3,3%
EUR	7,4%	5,0%	5,5%	UW	-1,9%	0,6%
GBP	1,5%	0,9%	1,0%	UW	-0,5%	0,1%
JPY	2,5%	2,9%	3,3%	OW	0,8%	0,3%
GEMs	33,6%	32,1%	34,4%	OW	0,8%	2,4%
	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: OUTUBRO DE 2023

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Índices de desempenho mensal	Contribuição do Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	45%	-5%	-3.5%	-1.7%	-1.6%	5.3	-2.4
Renda Fixa	50%	45%	-5%	-1.4%	-0.7%	-0.6%	-5.3	-1.5
Caixa	0%	10%	10%	0.4%	0.0%	0.0%	28.8	
Ouro	0%	0%	0%	6.8%	0.0%	0.0%	0.0	
Hedge						0.0%	0.0	
Portfólio					-2.43%	-2.19%	28.8	-3.9
Outperformance / Underperformance (bps)								24.9
Europe ex UK	13.5%	11.0%	-2.5%	-3.7%	-0.49%	-0.40%	0.4	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	-5.5%	-0.07%	0.00%	2.7	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	-4.2%	-0.12%	-0.08%	0.7	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	-1.4%	-0.22%	-0.22%	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%	3.6%	0.0%	-6.3%	-0.23%	-0.23%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	-4.5%	-0.22%	-0.29%	-1.6	
Desenvolvidos	56.0%	52.8%	-3.2%	-3.1%	-1.72%	-1.58%	2.1	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	-4.8%	-0.20%	-0.29%	-2.6	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	-7.7%	-0.05%	-0.13%	-4.2	
China	12.7%	12.7%	0.0%	-4.3%	-0.54%	-0.54%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	-3.8%	-0.59%	-0.62%	-0.3	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-4.8%	-0.19%	-0.19%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	-0.8%	-3.0%	-0.21%	-0.18%	-0.4	
Emergentes	44.0%	47.2%	3.2%	-4.0%	-1.77%	-1.96%	-7.5	
Ações					-3.49%	-3.55%	-5.3	
Treasuries 5Y	6.0%	5.5%	-0.5%	-0.5%	-0.03%	-0.03%	-0.4	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-2.2%	-0.26%	-0.26%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	7.1%	0.5%	-5.4%	-0.35%	-0.38%	-2.0	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	-0.7%	-0.02%	-0.01%	-0.8	
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	1.0%	-1.2%	-0.33%	-0.34%	0.1	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	-1.0%	-1.0%	-0.04%	-0.03%	-0.3	
Dívida em Desenvolvidos	57.7%	56.4%	-1.3%	-1.8%	-1.04%	-1.05%	-3.5	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	-2.1%	-0.10%	-0.10%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	-0.6%	-0.03%	-0.02%	-1.2	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	1.0%	-1.1%	-0.04%	-0.05%	0.2	
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	0.9%	-1.2%	-0.06%	-0.07%	0.2	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	-0.4%	-0.10%	-0.11%	0.8	
Dívida em Emergentes	42.3%	43.6%	1.3%	-0.8%	-0.34%	-0.36%	0.1	
Renda Fixa					-1.38%	-1.41%	-3.4	

*Atualizado ** Desde 2001

Dados em 31 de outubro de 2023

Em outubro, as ações e os títulos foram rebaixados de neutros para *underweight*, deixando a carteira com 10% de caixa em um ambiente altamente volátil. No final do mês, o portfólio do TAACo Global teve uma perda de 2,2%, 25 bps acima do *índice de referência*.

No nível da *análise de atribuição*, (i) a alocação de ativos gerou ganhos principalmente com a posição comprada em dinheiro; (ii) a seleção de instrumentos foi negativa na margem. A posição vendida em ações europeias gerou ganhos limitados, enquanto a posição vendida em ações latino-americanas e japonesas foi prejudicada. Em títulos, a posição comprada em títulos do *tesouro* de 30 anos e a posição vendida em TIPS nos prejudicaram, o que não foi compensado pela posição comprada em títulos corporativos emergentes (IG e HY) e *mercados locais*.

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	-2,1%	-7,7%	0,8%	7,3%	0,3%	2,5%	2,5%	4,6%	10,1%
Benchmark	-2,3%	-8,0%	0,8%	7,6%	-1,6%	1,7%	1,7%	3,2%	9,8%
Out/Under perf. (bps)	25	24	-1	-29	185	80	81	134	
Ações	-3,4%	-10,9%	2,6%	8,9%	2,3%	3,7%	3,3%	3,1%	14,8%
Benchmark	-3,4%	-10,8%	2,7%	10,1%	2,3%	3,7%	3,1%	2,6%	14,7%
Europe ex UK	-3,7%	-12,1%	2,2%	14,0%	4,4%	3,1%	1,3%	2,2%	19,7%
Europe Small Cap ex UK	-5,5%	-15,2%	-6,1%	5,5%	-0,1%	1,1%	2,6%	6,2%	23,5%
UK	-4,2%	-8,8%	2,3%	12,8%	12,4%	3,8%	1,7%	3,9%	19,7%
US Large Cap Growth	-1,4%	-7,6%	29,7%	22,5%	8,5%	15,4%	14,3%	--	21,6%
US Large Cap Value	-2,6%	-8,2%	-3,6%	-1,9%	9,9%	6,0%	7,0%	--	17,3%
US Small Caps	-6,3%	-15,3%	-2,9%	-5,1%	6,2%	5,4%	6,8%	8,2%	24,1%
Japan	-4,5%	-9,5%	4,1%	14,3%	-0,3%	0,8%	1,9%	1,2%	15,7%
Desenvolvidos	-2,9%	-9,3%	7,9%	10,5%	8,1%	8,3%	7,5%	6,0%	19,1%
LatAm	-4,8%	-13,7%	7,5%	5,8%	13,6%	1,2%	-0,8%	7,4%	30,3%
LatAm Small Cap	-7,7%	-19,6%	4,3%	-2,9%	4,6%	-1,7%	-4,9%	5,7%	33,3%
China	-4,3%	-15,2%	-11,2%	21,1%	-16,9%	-2,6%	1,0%	6,8%	26,9%
EM Asia ex China	-3,8%	-10,2%	2,8%	10,4%	4,5%	6,7%	4,7%	--	19,6%
EM Asia Small Cap	-4,8%	-7,3%	8,8%	20,6%	7,4%	9,0%	4,8%	8,7%	19,6%
EM Europe and Middle East	-3,0%	-11,6%	-6,1%	-4,9%	-3,3%	-5,1%	-6,3%	1,8%	20,7%
Emergentes	-3,9%	-12,2%	-3,9%	6,2%	-4,6%	0,7%	1,3%	7,2%	19,1%
Renda Fixa	-1,3%	-5,1%	-1,4%	4,8%	-5,0%	-0,2%	0,5%	3,8%	6,2%
Benchmark	-1,3%	-5,1%	-1,3%	5,0%	-5,6%	-0,6%	0,1%	3,2%	6,2%
Treasuries 5Y	-0,5%	-1,9%	-1,2%	0,5%	-4,6%	0,2%	0,4%	3,0%	4,5%
Treasuries 10Y	-2,2%	-6,5%	-5,7%	-3,2%	-8,8%	-0,9%	0,1%	3,1%	8,0%
Treasuries 30Y	-5,4%	-15,3%	-14,7%	-10,9%	-18,5%	-4,2%	-0,5%	3,6%	16,7%
US Tips	-0,7%	-3,4%	-1,5%	-0,7%	-2,0%	2,3%	1,6%	4,2%	6,0%
Global Corporate IG	-1,2%	-4,8%	-0,5%	5,2%	-5,7%	0,0%	0,8%	4,0%	8,5%
Global Corporate HY	-1,0%	-2,5%	4,3%	9,0%	-0,2%	2,2%	2,9%	6,5%	9,9%
Dívida Desenvolvida [1]	-1,7%	-5,8%	-2,9%	1,8%	-6,7%				
EM Sovereign IG	-2,1%	-6,6%	-3,1%	3,0%	-7,1%	0,0%	1,6%	5,4%	9,3%
EM Sovereign HY	-0,6%	-4,1%	3,6%	12,9%	-1,0%	-0,1%	1,6%	6,9%	14,4%
EM Corporate IG	-1,1%	-2,9%	0,7%	6,0%	-4,1%	1,1%	2,1%	--	6,3%
EM Corporate HY	-1,2%	-2,4%	0,3%	12,3%	-3,3%	1,0%	3,1%	--	10,7%
EM Local Markets	-0,4%	-4,4%	1,1%	7,7%	-1,2%	1,2%	-0,6%	--	10,1%
Dívida Emergentes [1]	-0,9%	-4,2%	0,6%	8,3%	-3,1%				
Caixa	0,4%	1,4%	4,1%	4,9%	1,9%	1,8%	1,1%	1,4%	0,5%
Ouro	6,8%	1,3%	10,1%	21,8%	2,0%	10,4%	4,2%	9,4%	14,5%

* 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.