



Julho 2022

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	Junho	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACo	-5.9%	-10.6%	-14.9%	-15.6%	0.8%	2.4%	3.8%	6.4%	9.6%
Benchmark	-5.7%	-10.9%	-16.9%	-17.5%	-0.3%	1.4%	2.9%	4.5%	9.0%
Out/Underperformance (bps)	-16	34	203	194	113	94	88	185	
Ações	-8.6%	-14.8%	-20.3%	-21.0%	2.2%	3.1%	5.2%	4.2%	14.3%
Benchmark	-8.2%	-14.6%	-20.9%	-21.3%	2.0%	2.9%	4.9%	3.4%	14.1%
Renda Fixa	-3.3%	-6.9%	-12.8%	-13.7%	-2.6%	0.0%	1.0%	5.6%	5.5%
Benchmark	-3.3%	-7.2%	-12.8%	-13.7%	-3.1%	-0.4%	0.6%	4.7%	5.4%
Caixa	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ouro	-1.2%	-6.4%	0.6%	3.1%	8.8%	7.9%	1.3%	12.8%	12.7%

Resultados em 30 de junho de 2022

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Índice

Perplexidade .....	1
Alocação de ativos .....	4
Resultados .....	15
Desempenho .....	16
Valorizações .....	17

## Perplexidade

A mensagem dada pelo Fed (o banco central dos EUA e o mais importante do mundo) após a última reunião de política monetária (FOMC em 15-16 de junho passado) refletiu claramente que a redução da inflação é a prioridade número um, após aumentar a taxa de juros de referência (Fed Funds Rate) em 75 bps. para 1,75%. Isto implica que os aumentos das taxas de juros e a retirada do estímulo monetário não-tradicional serão tão agressivos quanto necessário para alcançar este objetivo. Devido à recuperação pós-pandêmica e a partir de fevereiro de 2021, a inflação subiu rapidamente de menos de 2% ao ano naquele mês para 5% em maio, 7% em dezembro e quase 8% em fevereiro de 2022 (atualmente 8,6% ao ano). O atraso em começar a aumentar as taxas até março deste ano já é visto como um erro, o que por sua vez aumenta o risco de fazer outro aumentando demais as taxas e seu consequente efeito sobre a atividade econômica.

As quedas nos mercados até agora neste ano são o resultado do aumento da taxa de juros/inflação e seus efeitos potenciais no crescimento, a desaceleração da economia chinesa devido à política de COVID zero e a guerra na Ucrânia. Isto se tornou mais agudo no mês passado à medida que as expectativas de uma recessão nos EUA se fortaleceram, dando a este evento uma probabilidade de ocorrência de quase 40% - de acordo com a Bloomberg. Os mercados acionistas mundiais caíram 20% em relação ao seu último pico (marcando um mercado de baixa, o S&P500 perdeu mais de 20% entre março e junho).

É decisivo para os mercados se a próxima recessão será um aterrissagem normal ou uma aterrissagem forçada. Para evitar o risco de um aumento abrupto das taxas de juros, é necessário, por um lado, que as variáveis que têm causado o superaquecimento da economia americana (demanda e consumo) se ajustem gradualmente em direção a um equilíbrio de menor crescimento e, por outro lado, que um certo dinamismo seja mantido na China e em outras economias.

Os fatores que poderiam evitar uma recessão profunda devido a um erro de política monetária são:

i. Um ajuste gradual na demanda e no consumo. Nos EUA, a inflação está afetando negativa e diretamente os bolsos dos consumidores (especialmente através dos gastos com energia), e mais impostos estão sendo pagos, o que reduz a renda e os gastos disponíveis,

Fed reage com defasagem para conter a inflação, mas reitera o compromisso com grande aperto monetário

Temores de recessão, inflação e aumento das taxas de juros têm afetado o desempenho do mercado.

Aterrissagem normal vs. aterrissagem forçada? O ajuste da demanda e do consumo nos EUA e o dinamismo na China serão fundamentais.

A recessão profunda poderia ser evitada:

i) Um ajuste gradual da demanda e do consumo dos EUA.

ii) Reabertura na China



ii. A reabertura da China será um apoio à atividade global, já que ela começa a se recuperar após a forte desaceleração resultante da política de COVID zero que forçou o confinamento de grandes cidades desde o início deste ano. Além disso, ao contrário do resto do mundo, a política fiscal e monetária está em posições expansionistas e o barulho regulatório e o intervencionismo estatal têm diminuído, o que mostra a intenção do governo de atingir seus objetivos de crescimento,

iii. Algumas economias emergentes, em primeiro lugar, começaram mais cedo o aperto monetário, por isso estão chegando ao fim e, em segundo lugar, são exportadoras de commodities que têm apoio estrutural em seus preços (nossa visão sobre isso é desenvolvida abaixo),

iv. No nível corporativo, em geral, os fundamentos são sólidos, o que posiciona bem as empresas para enfrentar a retração.

Por outro lado, há também fatores que poderiam contribuir para uma aterrissagem forçada:

i. Fortes aumentos de taxas (nos EUA) devido a uma inflação "pegajosa" que não se desprende, o que levaria à materialização do risco de erro político porque:

a. O mercado de trabalho americano ainda é apertado, com alta demanda por empregos, salários sob pressão ascendente, alimentando a demanda e o consumo,

b. Os preços no setor imobiliário continuam altos; embora desta vez o risco de uma crise financeira seja menor, pois o nível de endividamento das famílias e das empresas é baixo,

ii. Novos confinamentos na China, que não mostrou sinais de flexibilização de sua política de COVID zero.

Um fator chave na trajetória futura da inflação é também os preços das commodities, que têm subido acentuadamente desde que a recuperação do choque da COVID começou devido a fatores tanto cíclicos quanto estruturais. Estes incluem o salto na demanda reprimida durante o confinamento, os choques de oferta de menor produção, o reajuste do comércio global à medida que ele retoma o comércio, fatores geopolíticos e novas megatendências que impulsionam uma maior demanda por certas commodities. Tendo em vista este último, temos nos perguntado se estamos entrando em um novo super ciclo de mercadorias. No mês passado, com o medo da recessão atingindo duramente os preços das commodities, esta pergunta é mais desafiadora; é um choque ou uma mudança na tendência? Historicamente, nas recentes recessões, os preços das mercadorias caíram 40% ou mais de seu pico; na crise do *subprime*, a queda foi de cerca de 60%. Da baixa da pandemia até fevereiro deste ano (pico) os preços dos materiais subiram mais de 250%; na correção do mês passado eles perderam 20% do pico (índice S&P CGSI). Se eles caíssem 40%, ainda estariam bem acima do mínimo mencionado (mais de 180% acima) e dos níveis pré-pandêmicos (mais de 100% acima). As variáveis estruturais continuarão a suportar esta classe de ativos e, apesar das correções devido à alta volatilidade, os preços das commodities permaneceriam altos.

iii) Certas economias emergentes próximas do fim do ajuste monetário

iv) Fortes fundamentos corporativos

Fatores que poderiam contribuir para um *hard landing*:

(i) Aumentos acentuados das taxas nos EUA devido a uma inflação mais persistente do que o esperado.

ii) Novos confinamentos na China

Um fator chave na determinação da persistência da inflação é o preço das *commodities*; as quedas foram pontuais ou está começando uma tendência descendente?

Fatores estruturais continuariam a apoiar os preços das *commodities*

O mercado está internalizando um pouso normal, em vez de um *hard landing*



## Alocação de ativos -

A renda fixa dos americanos parece incorporar que o Fed conseguirá reduzir a inflação em um período razoável de tempo, subindo mais 75 bps. na próxima reunião de política monetária, no final de julho, a taxa de referência terminaria o ano em 3,5%. O mercado de ações, por outro lado, registra preços de empresas cujos lucros ainda não teriam se ajustado suficientemente em linha com menor crescimento econômico e margens mais baixas. As valorizações diminuíram recentemente, mas isso deveu-se a quedas acentuadas nos preços. Então, os mercados estariam valorizando os ativos incorporando uma recessão normal, não um *hard landing*, que é, no momento, nosso cenário base.

Riscos positivos e negativos estão em um cabo de guerra; há pouca visibilidade e alta incerteza diante de um cenário sem precedentes que é difícil de comparar com períodos semelhantes na história. Prova disso são os movimentos violentos dos mercados este ano e que foram exacerbados desde o final de junho – o primeiro semestre de 2022 é o pior para as ações e títulos dos EUA em cinquenta anos.-.

As quedas acentuadas de junho nos levam a manter taticamente uma alocação neutra em ações e uma sub-ponderação na renda fixa (que começa a parecer mais atraente), embora aumentando a alocação para ele ao custo de eliminar a posição em ouro (que não está respondendo como uma reserva de valor) e mantendo como um hedge algo em dinheiro.

Riscos marcados pela alta incerteza e volatilidade do mercado

Devido às fortes quedas em junho, a posição tática neutra em renda variável é mantida e a sub-ponderação em renda fixa é reduzida, devido a sua maior atratividade.



## Alocação de ativos – julho 2022

TAACo Global	Bench.	Junho	Julho	OW / UW		Câmbio	
Ações	50%	50%	50%	N			
Renda Fixa	50%	40%	45%	UW	-5%	5.0%	+
Caixa		5%	5%	OW	5.0%		
Ouro		5%		N		-5.0%	-
<b>Total Carteira</b>							
Europe ex UK	13.1%	11.6%	11.6%	UW	-1.5%		
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.9%	0.9%	UW	-0.5%		
UK	2.9%	2.9%	2.9%	N			
US Large Cap Growth	14.3%	11.8%	14.3%	N		2.5%	+
US Large Cap Value	15.7%	17.2%	17.2%	OW	1.5%		
US Small Caps	4.1%	5.1%	4.1%	N		-1.0%	-
Japan	4.8%	1.8%	1.8%	UW	-3.0%		
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>56.3%</b>	<b>51.3%</b>	<b>52.8%</b>	<b>UW</b>	<b>-3.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>+</b>
LatAm	4.1%	7.3%	7.3%	OW	3.2%		
LatAm Small Cap	0.7%	2.9%	0.7%	N		-2.2%	-
China	11.8%	11.8%	13.5%	OW	1.7%	1.7%	+
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	14.5%	UW	-2.0%		
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N			
EM Europe and Middle East	6.6%	8.2%	7.2%	OW	0.6%	-1.0%	-
<b>Mercados emergentes</b>	<b>43.7%</b>	<b>48.7%</b>	<b>47.2%</b>	<b>OW</b>	<b>3.5%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-</b>
<b>Total Ações</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>				
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	11.3%	N			
US TIPS	1.4%	2.6%	4.0%	OW	2.6%	1.4%	+
US Mortgages	7.9%	7.9%	7.9%	N			
US Corps	7.1%	10.0%	10.0%	OW	2.9%		
US High Yield	1.7%	3.7%	2.3%	OW	0.6%	-1.4%	-
Europe Broad	19.7%	13.0%	13.0%	UW	-6.7%		
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.7%	N			
Japan Broad	7.9%	3.4%	3.4%	UW	-4.5%		
<b>Dívida desenvolvidos</b>	<b>57.7%</b>	<b>52.6%</b>	<b>52.6%</b>	<b>UW</b>	<b>-5.1%</b>		
EM Sovereign IG	4.1%	5.0%	4.1%	N		-0.9%	-
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	6.0%	N			
EM Corporate IG	3.6%	5.1%	6.0%	OW	2.4%	0.9%	+
EM Corporate HY	6.4%	9.1%	9.1%	OW	2.7%		
EM Local Markets	22.2%	22.2%	22.2%	N			
<b>Dívida emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>47.4%</b>	<b>47.4%</b>	<b>OW</b>	<b>5.1%</b>		
<b>Total Renda Fixa</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>				

Se mantém neutral a exposição a ações e se aumenta para 45% de RF. Se aloca 5% a caixa

UW em Europa

US: se leva Large Cap Growth a neutro desde UW e Small Caps a neutro desde OW

UW em Japão

Se reduz o OW de exportadores de commodities: LatAm e EMEA

Se leva China a OW, desde neutro

UW Asia EM ex China

Neutro Treasuries

Se aumenta OW TIPS

Se reduz o OW em US HY

Neutro US Mortgages e Europa HY

UW Títulos europeus e japoneses

Se mantém o OW Emergentes

Se neutralizam soberanos IG e se aumenta o OW em IG corporativos

Este mês mantivemos uma neutralidade tática em ações após a queda significativa das ações em junho e fatores que nos levaram a uma aterrissagem suave da economia global como um cenário de base. Se diminuí o *underweight* em renda fixa, que com o aumento dos *yields* está se tornando cada vez mais atraente, foi reduzido e a posição de caixa foi mantida como um hedge enquanto o ouro foi eliminado devido a sua falta de ação como um ativo porto seguro. Dentro da renda variável, a convicção no *US Value* é mantida devido ao longo prazo e às valorizações atraentes, e dado o apoio estrutural das commodities, as ações latino-americanas e as dos países produtores de commodities em geral continuam a ser favorecidas, embora mais moderadamente dada sua alta volatilidade inerente. Nos títulos, a dívida emergente é favorecida em relação à dívida desenvolvida, concentrando a posição na dívida corporativa devido à maior exposição à América Latina, onde há força corporativa, baixas taxas de inadimplência e valorizações atraentes.



## **Renda variável**

### **Europa ex UK: se mantém o *underweight* em *large cap* e *small cap***

O momentum econômico continua a deteriorar-se lado a lado com dados decepcionantes, pressões inflacionárias que não cedem e uma crise energética que se agrava, o que antecipa uma postura monetária mais agressiva do Banco Central Europeu (BCE) que diminuirá a liquidez, aumentará os custos de financiamento e eventualmente gerará uma recessão.

A alta inflação – 8,6% em junho, a maior desde que a União Monetária começou em 2000 – está deteriorando o poder de compra dos consumidores, pressionando as contas fiscais já enfraquecidas e comprimindo as margens corporativas. Embora durante junho a inflação central tenha caído para 3,7% em relação ao mês anterior, é um sinal incipiente pensar que a inflação estaria atingindo um *peak* no bloco, especialmente quando a crise energética pioraria diante da redução da oferta de gás da Rússia.

Dada a alta inflação, o BCE tem demorado a ajustar a política monetária em um contexto de alta vulnerabilidade econômica. As taxas começariam a subir este mês e a autoridade também enfrenta o dilema de elevá-las sem gerar uma fragmentação do bloco que enfraquece ainda mais o euro. Em junho, o spread entre as taxas soberanas da Alemanha e dos países do sul, como Itália e Espanha, aumentou significativamente, levando o BCE a realizar uma reunião de emergência para definir como lidar com a situação. A implementação de ferramentas anti-fragmentação foi relatada para garantir uma transmissão uniforme da normalização monetária, gerando uma queda no diferencial de taxa entre os países e o nível de risco de estresse sistêmico, no entanto, a vulnerabilidade fiscal e monetária é um risco latente.

Por outro lado, a confiança se deteriora: o índice de confiança do investidor Sentix registrou em julho -26 pts., enquanto a confiança do consumidor -23,6 pts., ambos piores do que no mês anterior. O consumo perde tração, pois a produção industrial decepciona e se contrai pelo segundo mês consecutivo. Os principais indicadores de PMI de manufatura e serviços permanecem acima de 50 pts., mas diminuindo em relação aos meses anteriores.

O maior sentimento de aversão ao risco atingiu fortemente as ações da zona do euro durante junho, especialmente aquelas mais sensíveis a mudanças nos custos de financiamento, como as *small caps*, que caíram quase 15% em USD, pior do que as ações globais. Espera-se que o crescimento esperado dos lucros para este ano (13,7% 2022e vs 12,3% na versão anterior deste documento), deverá ser cortado devido ao efeito das pressões de custos e à menor demanda derivada da retirada de estímulos monetários e fiscais.

Apesar das valorizações que são atraentes em termos absolutos e relativas a desenvolvidos, à defasagem de curto e longo prazo, a perda de *momentum* econômico e um corte nas expectativas de crescimento em conjunto com uma saída persistente de fluxos que não fornece apoio, nos leva a manter o *underweight* nas ações europeias.

### **Reino Unido: se mantém em neutro a posição**

Somando-se à deterioração econômica está uma agitação política com a renúncia do primeiro-ministro Boris Johnson após uma série de escândalos que inviabilizavam seu governo. Assim começa um processo para escolher uma nova liderança que possa culminar em setembro.

A surpresa econômica recua com dados e expectativas moderados em linha com o menor crescimento econômico, o crescimento dos ganhos e o alerta do Banco Central de uma provável recessão em 2023. As perspectivas estão se deteriorando em meio a um ambiente cada vez mais estagflacionário em conjunto com um mercado de trabalho apertado como resultado do Brexit, uma política monetária contracionária e a desaceleração de seu principal parceiro comercial (a União Europeia).



A alta inflação (9,1% em maio, a maior em quatro décadas) desencadeou cinco aumentos consecutivos nas taxas de juros pelo Banco da Inglaterra. O mercado espera aumentos em todas as reuniões subsequentes do ano, o que pode levar a taxa de referência até 2,75% até o final do ano. O Banco Central estima que a inflação pode ultrapassar 10% durante o ano em um contexto de mercado de trabalho ajustado (taxa de desemprego em 3,8% em março, voltando aos níveis pré-pandemias) e pressões salariais (em abril os salários subiram 6,8% em relação ao ano anterior).

Em relação ao mercado de ações, o viés em relação ao estilo de *value* dos índices acionários britânicos permitiu que ele fosse defensivo diante do aumento da aversão ao risco, onde setores como consumo básico, energia e financeiro têm maior ponderação. Diante disso, a estimativa de crescimento dos lucros para 2022 foi corrigida para cima, chegando a 16,4%, maior que o resto da Europa. No entanto, para 2023 é estimada uma contração de 0,4%, o que se compara negativamente com a Europa. A geração de renda das empresas listadas em Londres é caracterizada por ser bastante global, sem ter uma dependência significativa da economia doméstica. Dessa forma, a desaceleração do comércio internacional afetará os resultados das empresas britânicas.

Apesar do *outperformance* recente, houve saídas persistentes até agora este ano (fundos e ETFs). As valorizações tornaram-se mais caras em termos de pares desenvolvidos negociando em linha com eles, enquanto a relação P/U fwd. mantém a atratividade em termos absolutos e a razão P/VL está acima da média de 5 anos.

Apesar do viés *value* e do mais defensivo do índice, a manutenção da defasagem a médio prazo e o alto *dividend yield* (~4%), a deterioração das perspectivas econômicas domésticas e globais, o ajuste monetário agressivo e a desaceleração de seus parceiros comerciais, juntamente com valorizações relativas que estão se tornando mais caras, nos levam a manter uma posição neutra nas ações britânicas.

### **Estados Unidos: Se mantém a sobre-exposição a ações dos EUA *Large Cap Value* enquanto se neutralizam as posições em *Growth* e *small caps***

Como na Europa, o momentum econômico é negativo com dados que geralmente decepcionam, exceto para o mercado de trabalho. Isso ainda parece ajustado indicando um superaquecimento econômico, embora existam dados que começam a dar indicações de um ajuste gradual entre oferta de mão-de-obra e demanda, enquanto a inflação também estaria tocando um peak.

Embora a inflação *headline* -ou total- seja elevada (8,6% em maio), sua medida central recua pelo terceiro mês consecutivo e a inflação implícita nas curvas de juros converge para 2% (*breakevens* de 5 e 10 anos estão em 2,57% e 2,32% cada). Isso implicaria alguma flexibilização do ajuste monetário, no entanto, um mercado de trabalho que é em grande parte surpreendente leva o mercado a continuar internalizando aumentos agressivos das taxas (um aumento de 75 bps. é estimado em julho e outros de 50 bps nas reuniões seguintes). Em junho, a taxa de desemprego permaneceu em 3,6% e 372 mil novos empregos não agrícolas foram criados – de cerca de 265 mil – embora os pedidos de auxílio-desemprego semanal tenham começado a aumentar gradualmente desde março e a publicação de ofertas de emprego também tenha diminuído. Por outro lado, o consumo moderado, assim como os gastos pessoais, enquanto a confiança dos consumidores cai para mínimas de 12 meses.

Assim, entre um cabo de guerra de sinais que apoiariam um pouso suave e outros, forçados, a curva de taxas de juros dos títulos do Tesouro tem permanecido altamente volátil atingindo invertido na parcela de 2-10 anos, que historicamente precede uma recessão. A taxa de 10 anos ficou em quase 3,50% em meados de junho, caindo para 2,80% no final do mês e permanecendo em 11 de julho em 2,95%.

Até agora este ano, os aumentos das taxas tiveram um impacto maior nos retornos das ações mais sensíveis às suas variações, como as ações em estilo *growth*, que também são caracterizadas por uma geração de renda e lucros que poderiam ser mais afetados em um cenário recessivo do que os de estilo de *value*. Assim, dadas as expectativas de que as taxas de juros permaneceriam em alta, decide-se continuar favorecendo estilos como o *value*, que ainda



apresentam defasagem de médio e longo prazo e valorizações atraentes, conseguindo melhor transferir o aumento dos preços para os consumidores, com maior exposição a setores como finanças e energia.

Por outro lado, as valorizações continuam a diminuir, e embora o S&P500 negocie com desconto em P/U fwd., as valorizações continuam a parecer altas em termos relativos, tanto no nível de relação P/U fwd. como P/VL. Por outro lado, as valorizações das ações de small cap parecem descontadas no nível de P/U fwd. e com prêmio em P/VL, mas ambos com desconto em relação ao *large cap*. No plano do setor de materiais, imobiliário e financeiro com maiores castigos, destacando que real Estate também é um dos setores com maiores correções para cima nas estimativas de crescimento dos lucros devido à alta exposição à renda que o setor tem. Quanto aos lucros, a temporada de relatórios corporativos do 2º trimestre está prestes a começar, espera-se que os lucros desacelerem para crescer 4% – de 7,7% no trimestre anterior – afetados pelas pressões de custos. No entanto, excluindo o setor de energia, estima-se que os lucros se contraem em quase 4%. Para os próximos 12 meses, estima-se que o crescimento dos lucros seja próximo de 20%, o que não estaria internalizando uma recessão profunda porque não teve correções significativas nos últimos três meses.

O *momentum* econômico continua negativo – apesar dos dados de emprego – e no contexto atual é privilegiado manter ações com beta mais baixo, que ainda mostram defasagem de longo prazo, como o *value*, cujas valorizações parecem mais atraentes do que as do estilo *growth*, que também são altamente sensíveis às variações nas taxas de juros. Por essa razão, decide-se manter a sobre-exposição entre as ações da Large Cap Value e neutralizar as Small Caps devido à sua maior volatilidade implícita e sensibilidade a um cenário econômico deteriorado. Por outro lado, as ações *growth* também são neutralizados, que mostram um castigo excessivo significativa e podem se beneficiar de um cenário em que as taxas de juros tendem a se estabilizar em conjunto com a inflação.

## **Japão: Se mantém o underweight nas ações japonesas**

O assassinato do ex-primeiro-ministro Shinzo Abe no meio de um comício de campanha política causou comoção internacional e levou os japoneses a apoiar o partido liberal democrata no poder para ganhar a maioria da câmara alta, o que ajudaria o governo a impulsionar sua agenda política e alterar a Constituição.

Ao contrário de outras economias desenvolvidas, o *momentum* econômico torna-se negativo. As perspectivas permanecem desfavoráveis, o país tem um viés manufatureiro e uma alta exposição ao setor automotivo, de modo que o aumento do preço das *commodities* industriais e a desaceleração econômica global afetarão o desempenho econômico e as margens de lucro das empresas. A produção industrial em maio contraiu 7,2% no mês, a maior queda em dois anos devido a problemas de abastecimento causados por bloqueios na China. Por outro lado, o aumento do preço das energias e das *commodities* alimentares deteriora o consumo de uma população caracterizada pela cautela.

Quanto à política monetária, a inflação acelera e está em 2,5% ao ano em maio. Com base na inflação que não atingiu níveis de outras economias desenvolvidas, o Banco do Japão manteria uma política monetária expansionista por um longo período, mais longo que os pares globais. Devido ao exposto, o diferencial das taxas de juros em relação aos pares desenvolvidos está gerando uma forte saída de fluxos do país, o que, juntamente com termos desfavoráveis de comércio, levaram a uma depreciação do iene perto de 16% até agora este ano. O enfraquecimento do iene, ao mesmo tempo em que beneficia o setor exportador, também torna o custo de vida mais caro e leva os consumidores a serem ainda mais cautelosos com os gastos.

Com relação ao setor corporativo, para 2022 é esperada uma contração de lucros próximos a 8%, número corrigido para baixo e compara-se negativamente com os demais desenvolvidos. Por outro lado, as valorizações são atraentes em termos absolutos e relativos em relação aos países desenvolvidos, no entanto, as saídas de fundos foram observadas até agora este ano (ETFs e fundos).



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

**Ações Emergentes: Se leva China a OW desde neutro, se reduz a sobre-exposição na LatAm e em EMEA e se mantém o UW em Ásia EM ex China.**

Em junho, um cenário econômico melhor começou a se materializar para algumas economias emergentes diante da moderação das restrições de mobilidade na China, o que nos leva a aumentar as **ações chinesas para OW** de neutro. Com relação à **Ásia EM ex China**, observou-se um desempenho de ações menos negativo no mês do que o dos países desenvolvidos, no entanto, a defasagem na política monetária de alguns países e sua posição como importador líquido de matérias-primas, manteria seu desempenho limitado, por isso **mantemos a UW**. Enquanto isso, o aumento dos temores de recessão nos EUA atingiu os mercados no último mês, com *underperformance* visto na América Latina, em linha com preços mais baixos de commodities e riscos idiossincráticos. No entanto, mantemos as boas perspectivas para os exportadores de *commodities*, uma vez que, embora os preços tenham recuado na margem, outros fatores como problemas de fornecimento e interrupções nas cadeias de suprimentos os manteriam em níveis relativamente altos. Com o acima, **se reduz a sobre-exposição em LatAm e EMEA**.

**América Latina: Se mantém o overweight em large caps, mas neutro em small caps**

Em junho, a América Latina foi afetada pela maior aversão ao risco, assim como o resto do mundo. Apesar disso, há uma defasagem significativa de médio e longo em relação aos índices globais, implicando um potencial de valorização. Além disso, o preço das commodities teria apoio estrutural beneficiando a região, juntamente com os Bancos Centrais que se aproximariam do fim do ajuste monetário. No entanto, os riscos de recessão global afetam as economias emergentes – especialmente suas moedas – dado seus níveis característicos de volatilidade. Nesse contexto, decide-se manter a sobre-exposição em *large caps*, mas a posição em *small caps* é neutralizada.

No caso do **Brasil**, os PMIs de manufatura e serviços continuam sendo o terreno de expansão econômica pelo quarto mês consecutivo, atingindo 54,1 e 60,8 pts em junho, respectivamente. Por sua vez, o mercado de trabalho mantém seu bom momentum com a taxa de desemprego em maio caindo para 9,8%, o menor nível desde janeiro de 2016, após a criação de empregos superar as expectativas gerando 277 mil empregos. No entanto, a inflação permanece alta (11,9% em relação ao ano anterior em maio), portanto, espera-se que na reunião de política monetária em agosto o Banco Central faça um último aumento de 50 bps. na taxa Selic, até 13,75%. No comércio internacional, embora o preço das commodities energéticas e cereais tenha caído em junho, eles ainda têm fatores estruturais (como resultado da crise climática e dos efeitos da guerra entre a Rússia e a Ucrânia), por isso ainda forneceriam apoio à balança comercial. Por outro lado, o país liderou a entrada de fluxos para fundos e ETFs na região (~7,5% do total de ativos sob gestão). No cenário político, o ex-presidente Lula Da Silva mantém a liderança das preferências nas urnas com 47%, contra 28% do presidente Jair Bolsonaro e estima-se que ele venceria no segundo turno com 53% dos votos. Finalmente, em relação às valorizações, eles ainda estão em níveis atraentes com a relação P/U fwd. e P/VL em suas médias de 5 anos em termos absolutos - e em relação à região no caso do primeiro. Diante do exposto, com perspectiva positiva para a economia, valorizações em níveis atrativos e com suporte no preço das commodities, **decide-se manter a sobre-exposição às ações brasileiras**.

No **México**, a economia mostra resiliência com as vendas no varejo e a produção industrial em abril crescendo 4,6% e 2,7%, ambas acima das expectativas. No entanto, a inflação persiste em níveis elevados atingindo 8,0% em junho, então o Banxico elevou a taxa de política monetária em 75 bps. até 7,75%, e espera-se que na próxima reunião em 29 de julho seja feito outro aumento de magnitude igual na taxa de referência. O processo de ajuste monetário permitiu que a moeda se comportasse mais defensivamente durante o mês, com a moeda menos depreciada na região durante junho. Além disso, foram registradas entradas líquidas de fundos e ETFs (~2,4% do total de ativos sob gestão) no mês. Por sua vez, o país tem um apoio estrutural para a oportunidade com os EUA para *nearshoring* (mova parte da produção para outro país com custos mais baixos e proximidade geográfica), devido à tendência de



desglobalização ao querer reduzir o risco e o tempo de viagem nas cadeias de suprimentos da China. Diante disso, a demanda por espaços industriais aumentou 42% no primeiro trimestre do ano, enquanto o Banco Interamericano de Desenvolvimento estima que o ganho potencial, a curto e médio prazo, do país devido a esse fenômeno é de USD 35.000 milhões, equivalente a 2,6% do PIB derivado das novas exportações de mercadorias. Em relação às valorizações, tanto a relação P/U fwd. como P/VL estão abaixo da média de 5 anos em termos absolutos. Nesse cenário de recuperação da atividade econômica, juntamente com apoio estrutural e valorizações atraentes, **decide-se manter a sobre-exposição em ações mexicanas.**

No caso do **Chile**, menos de dois meses após o plebiscito da proposta de nova constituição de 4 de setembro, não só a intenção de votar demonstra uma vantagem importante para a opção de rejeição, mas a expectativa de que essa opção ganhe também começa a liderar nas urnas, após as declarações de diferentes figuras do centro e da centro-esquerda apoiando a opção. Esses números incluíram senadores em exercício, ex-presidentes, ex-ministros, entre outros, que estão inclinados a continuar com o debate constitucional, levando em conta a aprovação de quase 80% que a opção de elaborar uma nova constituição para o país inicialmente alcançada. Por outro lado, parte dos problemas que inicialmente ajudaram a alimentar protestos sociais (como a melhoria das pensões ou da saúde) tomaram um segundo plano, ganhando atenção para a criminalidade e a inflação, que se destacam como os maiores desafios enfrentados pelo governo. Isso contribuiu para que a queda na aprovação do presidente Boric voltasse a acelerar, atingindo cerca de 62% de desaprovação, 4 meses após assumir o cargo. Quanto à economia, a atividade mostra novamente que o processo de desaceleração é mais lento do que o previsto, avançando 6,4% em relação ao ano anterior em maio, muito acima dos 5% esperados pelos analistas. Além disso, o emprego continua em seu caminho de recuperação, embora o ritmo comece a desacelerar (64 mil novos empregos em média para o trimestre encerrado em maio, abaixo dos 75.000 anteriores), em linha com a desaceleração da atividade. As pressões inflacionárias são resilientes, e as expectativas de inflação para este ano continuam a subir, atualmente em quase 11%, juntamente com uma estimativa de mercado acima da meta de 3% do Banco Central para todos os anos em mais de 12 meses, o que levou a instituição monetária a adotar uma política mais restritiva no médio prazo. Os fluxos para fundos de ações no país indicam que as saídas de capital continuam, apesar dos *inflows* na região, mas as valorizações parecem atraentes em relação à história. Além disso, o preço do cobre sofreu uma depreciação significativa, e caiu dos USD 4 por libra que manteve desde o início de 2021, dado o medo de uma recessão global. Neste contexto de ascensão da opção de rejeição no plebiscito de saída, juntamente com valorizações extremamente descontadas, mas com um governo enfraquecendo rapidamente, uma economia que está desacelerando, pressões inflacionárias resilientes e o preço do cobre caindo, **decide-se manter a exposição neutra nas ações chilenas.**

No caso da **Colômbia**, um bom momentum econômico é mantido com a atividade econômica e as vendas no varejo em abril crescendo 12% e 23% em relação ao ano anterior, respectivamente, ambos no consenso do mercado. No entanto, a inflação em junho atingiu 9,7%, portanto, espera-se que o Banco da República continue com o processo de ajuste monetário e volte a fazer um aumento de 150 bps. na taxa de referência, até 9,0% dos 7,5% dos atuais. No comércio internacional, o preço do petróleo – principal exportação do país – caiu cerca de 7% em junho, porém, os termos do comércio permanecem em níveis elevados. No cenário político, Gustavo Petro venceu as eleições presidenciais, provocando reações negativas no mercado, como o risco país (CDS de 10 anos) subir 96,3 bps. em junho e que a moeda depreciou 9,1% no mesmo mês. Isso porque o candidato representa a extrema esquerda e tem reformas controversas em seu programa de governo, e embora tenha tentado mostrar contenção com a eleição de José Antonio Ocampo como Ministro da Fazenda, ele não conseguiu reverter a reação dos investidores. Em relação às valorizações, permanecem em níveis atraentes em relação ao seu desempenho histórico. Nesse cenário de valorizações atraentes e bons níveis de atividade, mas contrastando com a alta incerteza política, juntamente com uma situação fiscal complicada e a volatilidade global em torno das commodities energéticas, **decide-se neutralizar a exposição às ações colombianas.**



No **Peru**, a atividade econômica continua desacelerando depois de ter crescido 3,7% em relação ao ano anterior em abril, abaixo das expectativas, enquanto a inflação em Lima em junho atingiu 8,8% ao ano, uma alta de 25 anos. Isso provocou novamente mobilizações sociais como sinal de descontentamento, com a greve dos transportadores que ocorreu no início do mês contra o alto preço dos combustíveis. Por sua vez, a mineradora Las Bambas – produtora de 2% do cobre mundial – voltou aos seus níveis normais de produção, mas devido às diversas paralisações que teve, devido a conflitos com as comunidades vizinhas, fez com que a produção nacional de cobre em maio caísse 11,2% em relação ao ano anterior. O cenário político permanece muito complexo com uma tensa relação entre os poderes Executivo e Legislativo, somada a altos níveis de desaprovação que chegam em junho a 71% para a gestão do presidente e 88% para o Congresso. No contexto de alta incerteza idiossincrática, juntamente com os riscos globais, o sol peruano depreciou 2,3% no último mês. Em relação às valorizações, tanto a relação P/U fwd. como P/VL eles negociam abaixo de sua média de 5 anos em termos absolutos – este último por mais de 1 desv. padrão-. A partir do exposto, com valorizações atraentes, mas contrastante com um cenário político complexo que gera problemas de governabilidade e risco de mobilizações sociais, **decide-se manter o *underweight* nas ações peruanas.**

No caso da **Argentina**, há uma desaceleração da atividade econômica, com o PIB do primeiro trimestre crescendo 6,0% em relação ao ano anterior – dos 8,1% anteriores – e a atividade econômica de abril crescendo de 5,1% a doze meses, abaixo das expectativas do mercado. Por outro lado, a inflação continua subindo atingindo 60,7% em maio, e com expectativas de chegar ao fim do ano ~76%. No cenário político, o ministro da Economia Martín Guzmán renunciou por razões políticas após a luta que havia realizado para implementar as medidas cometidas no acordo com o FMI – do qual era gerente. Diante dessa situação, a incerteza aumentou no mercado em relação se o país cumprirá o acordo com a organização monetária, depois que a nova ministra da Economia, Silvina Batakis, foi apoiada pela vice-presidente Cristina Fernández e é conhecida por ser defensora das políticas kirchneristas. Da mesma forma, a ruptura dentro do partido no poder se aprofunda, pois a renúncia do ex-ministro foi interpretada como uma "derrota" para o presidente Alberto Fernández contra o vice-presidente, a tal ponto que um possível afastamento do cargo pelo presidente foi alvo de rumores. No entanto, o porta-voz do governo declarou que isso era completamente falso. Nesse cenário de complexas condições macroeconômicas e problemas de governança, **decide-se manter o *underweight* nas ações argentinas.**

### ***China: Ações chinesas são retiradas de neutro para overweight***

Depois de um início de ano difícil, estamos começando a ver sinais de um melhor desempenho econômico em junho. As autoridades anunciaram o relaxamento de algumas medidas de restrição de mobilidade, em particular para viajantes internacionais, também retomando voos de e para Pequim. No entanto, o risco do endurecimento da política COVID zero não desaparece, apesar do fato de que as recentes medidas que foram tomadas para combater surtos têm sido mais limitadas.

Os principais indicadores do PMI mostraram um aumento significativo em junho, movendo-se para território expansivo tanto na manufatura quanto nos serviços após o anúncio sobre a flexibilização das medidas de quarentena. Nesse contexto, as autoridades continuaram a fornecer estímulos para apoiar a atividade econômica. No lado fiscal, continuam a ser anunciadas medidas de apoio à atividade econômica, com ênfase especial no aumento da infraestrutura. Duas das medidas mais emblemáticas foram uma injeção de USD 45 bilhões e outra de USD 220 bilhões. Enquanto isso, do lado monetário, a política expansionista em termos de taxas é mantida, sem anunciar cortes adicionais no último mês. No mais recente, a autoridade deu leves sinais de normalização monetária, pois cortou suas operações de liquidez.

Quanto ao setor corporativo, as expectativas de lucro continuaram a corrigir para baixo, mas em um ritmo mais estreito do que nos meses anteriores. Por outro lado, as valorizações ainda são descontadas, especialmente a razão de P/VL, que é negociada a mais de 2 desv. padrão abaixo de sua média de 5 anos. Em junho, houve entradas líquidas de fundos, ao contrário de outros países asiáticos. Em suma, as melhores perspectivas para a economia já começaram a se materializar, o que deve ser mantido para o segundo semestre do ano de mãos dadas com estímulos fiscais e monetários, levando-nos a **aumentar nossa exposição às ações chinesas de neutro para OW.**



## Ásia emergente ex China: Se mantém o UW

Durante junho, os temores de recessão no mundo desenvolvido continuaram a subir, levando a um menor apetite ao risco que resultou em saídas contínuas da Ásia EM ex China. Essas economias têm um alto viés de exportação, o que as coloca em uma situação particularmente vulnerável diante das crescentes pressões inflacionárias que vêm se materializando nos últimos meses. Além disso, algumas dessas economias mostram uma defasagem em seu ajuste monetário, o que levou à perspectiva de taxas de referência nos próximos meses estar em níveis superiores aos atuais, retirando estímulos monetários e potencialmente tendo efeitos negativos em seu desempenho econômico. Por sua vez, embora os preços das commodities tenham caído nos últimos anos, há razões para que seus níveis permaneçam relativamente altos, atingindo os termos do comércio. Nesse cenário, **decide-se manter a subexposição na Ásia EM ex China.**

As ações **indianas** continuaram a aprofundar seus declínios durante junho (~-7% em USD), em linha com as outras economias emergentes. As valorizações têm se mantido elevadas em relação a outros mercados emergentes, assim como a inflação, que desacelerou na margem. Do lado da política monetária, o Banco Central elevou a taxa de forma consistente, a partir de abril, e subiu mais 50 bps. em junho, agindo agressivamente, mas com alguma defasagem. Mais recentemente, a inflação desacelerou enquanto os PMIs permanecem em território expansivo, mas com preocupações significativas em torno do nível do preço do petróleo. Em relação ao setor corporativo, os ganhos foram corrigidos mais baixos no último mês, mas as valorizações estão começando a parecer baixas em médias históricas, particularmente a relação P/U fwd, mas em comparação com seus pares emergentes, eles continuam a parecer caros. Em relação aos fluxos, os investidores continuaram a retirar recursos do país, em linha com a tendência dos últimos meses. Dado o exposto, **decide-se manter a subexposição nas ações indianas.**

A economia **sul-coreana** tem mostrado sinais mistos, a confiança do consumidor entrou em território pessimista, principalmente devido a um sentido econômico doméstico mais fraco e expectativas de inflação mais altas. Do lado dos semicondutores - uma das principais exportações do país - empresas de outros países têm mencionado perspectivas menores para a demanda global, no entanto, a Samsung publicou seus resultados para o segundo trimestre, surpreendendo ao lado positivo. Com relação ao PMI de fabricação de junho, permaneceu em território de expansão, mas desacelerou para 51,3 pontos em junho. Em relação à política monetária, o conselho do Banco Central começou com ajuste monetário em julho de 2021, com o objetivo de controlar a inflação que ficou em 6% em relação ao ano anterior em junho, atingindo um máximo de quase 24 anos. Com o exposto, os lucros do setor corporativo foram afetados, e continuaram a corrigir para baixo, mais significativamente do que seus pares emergentes. As valorizações estão localizadas em torno de 1 desv. padrão abaixo de sua média, após uma queda de ~17% em USD no mercado de ações durante junho. O acima foi encontrado em consonância com uma saída significativa de fluxos. No entanto, **decidiu-se manter a UW em ações sul-coreanas.**

Como no caso da Coreia, **Taiwan** é uma economia com um viés de exportação significativo, e dentro das economias emergentes, é uma das que tem seus rendimentos mais expostos às economias desenvolvidas. Como resultado, sua atividade econômica seria mais vulnerável a uma desaceleração global. Do lado da política monetária, a autoridade continuou com a retirada do estímulo em junho, elevando a taxa em 12,5 bps. pela segunda reunião consecutiva, em um contexto em que a inflação continuou a acelerar, atingindo 3,6% em junho. Além disso, o PMI manufatureiro entrou em território contracionário em junho, ficando em 49,8 pts. Com relação às valorizações, Taiwan tem sido um dos mercados mais atingidos até agora este ano, mostrando valorizações atraentes, com uma relação P/U fwd. mais de 2 desv. padrão sob sua média histórica. Com o acima, **decide-se manter a exposição neutra em ações taiwanesas.**

No Sudeste Asiático, ele destacou o desempenho da **Indonésia** até agora este ano, explicado pelo boom dos preços das commodities e seu viés de exportação desse tipo de recursos - principalmente o carvão -. Embora a autoridade monetária tenha mantido o viés expansionário, sem iniciar seu processo de ajuste monetário, está enfrentando maiores pressões inflacionárias. No mais recente, os preços das commodities cederam, de mãos dadas com uma



eventual desaceleração global. Do lado da **Tailândia**, as perspectivas para a economia doméstica melhoraram, impulsionadas pelo relaxamento das restrições para os viajantes chineses, levando a melhores perspectivas para o turismo tailandês. As valorizações são em torno de 1 desv. padrão abaixo de sua média histórica, menos atraente do que outros países da região, mas com melhorias na perspectiva macroeconômica. Com tudo isso, **decide-se reduzir a sobre-exposição na Indonésia, mas ainda favorecê-la como exportadora de commodities, enquanto a Tailândia é levada da subexposição para neutra.**

## **EMEA: OW reduzido**

Assim como a América Latina, a região foi afetada pelas expectativas mais altas de recessão e seu impacto subsequente sobre as commodities, especialmente no preço do petróleo que caiu cerca de 8% no mês. Embora uma recessão global afete as perspectivas da commodity para os próximos meses, fatores estruturais como o desinvestimento dos últimos anos ou a guerra em curso entre a Rússia e a Ucrânia nos fazem manter perspectivas ascendentes para o preço no médio prazo, não apenas para o petróleo, mas também para o gás natural, carvão, entre outros. Por outro lado, as valorizações se ajustam e estão abaixo de suas médias históricas, mas a alta volatilidade da região nos leva a tomar cuidado e **reduzir a sobre-exposição ao EMEA.**

As perspectivas para a **economia sul-africana** continuaram a melhorar nos últimos meses com a consolidação do PMI manufatureiro em expansão econômica (52,7 pts. em junho). Apesar disso, a queda nos preços das commodities nos últimos meses afetou as empresas locais, que viram correções para baixo em suas estimativas de lucro. Além disso, o apetite dos investidores globais permanece ausente com as saídas de ETFs e fundos nos últimos meses, apesar das valorizações que continuam a parecer atraentes em relação à sua história e pares emergentes. Com o exposto acima, **decide-se manter a exposição neutra em ações sul-africanas.**

A inflação em quase 80% em junho e uma depreciação cambial de mais de 20% até agora este ano refletem o cenário atual na **Turquia**. Com o PMI de junho em terreno de contração econômica (48,1 pts.), as perspectivas econômicas e corporativas para a economia turca parecem desafiadoras. No entanto, isso já se reflete em grande parte nos preços com valorizações (P/ U fwd.) que parecem mais de dois desv. padrão sob sua média histórica e fluxos negativos nos últimos meses. No entanto, esperamos que o cenário macro permaneça fraco nos próximos meses, por **isso mantemos a subexposição nas ações turcas.**

**Se mantém o UW nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria).** Apesar das valorizações com desconto, as expectativas econômicas e corporativas para a região parecem complexas. Com o Banco Central Europeu obrigado a aumentar a taxa de referência nos próximos meses, as expectativas de recessão aumentaram, o que provavelmente continuará a afetar as perspectivas das empresas da região.

Depois de ter sido um dos mercados mais defensivos até agora este ano, as expectativas para a economia saudita se moderaram em linha com a queda dos preços do petróleo. Entretanto, o PMI de junho (57 pts.) permaneceu em amplo território de expansão econômica, demonstrando a força da economia local para os próximos meses. Além disso, as estimativas de ganhos continuaram a corrigir para cima nos últimos meses, o que, somado à queda dos preços, moderou as valorizações, deixando-as abaixo de suas médias históricas. Por outro lado, o apetite global dos investidores (altamente correlacionado com os preços do petróleo) diminuiu e no último mês foram registradas saídas de 10% do total de ativos sob gestão. Contudo, se decide **reduzir a sobre-exposição a Arábia Saudita.**



## Renda Fixa

### **US Treasuries: neutro em ligações nominais e aumenta a sobre-exposição em TIPS**

Como discutido no início do artigo, a batalha contra a inflação fez com que as taxas de juros de curto prazo subissem, enquanto as taxas de juros de longo prazo caem sobre a margem, como resultado de uma maior probabilidade de recessão. Com isso, a curva de rendimento inverte novamente entre os títulos do Tesouro de 2 a 10 anos – sinal usado para prever recessões – gerando quedas generalizadas também na renda fixa, especialmente nos segmentos com maior spread. Diante desse cenário mais desafiador, durante o mês decidiu-se manter a posição neutra nos treasuries nominais devido ao seu status de ativo de porto seguro, aumentando a exposição em TIPS, que operam com um yield atrativo próximo a 1%.

### **US Mortgages: neutro é mantido**

No caso do mercado imobiliário dos EUA, por um lado, o aumento dos empréstimos hipotecários devido ao aumento das taxas de juros reduz a atratividade da subclasse dos ativos, o que contrasta com os salários mesmo com pressões ascendentes e um mercado de trabalho resiliente. Nesse sentido, decide-se manter a exposição neutra em US Mortgages.

### **US Investment Grade: overweight é mantido**

O proeminente contexto desafiador favorece ativos com menor correlação com ações e a busca pela qualidade do crédito, mesmo que isso implique a redução do acréscimo. Diante disso, e considerando um yield real que excede 2%, decide-se manter o OW no US IG.

### **US High Yield: overweight é reduzido**

Em um cenário em que as chances de recessão aumentam, pode haver um aumento adicional de spreads que deteriora a perspectiva de risco/retorno da subclasse de ativos. No entanto, a atratividade do rendimento e a menor duração, nos leva a manter a posição, embora de forma mais moderada..

### **Europe Broad: underweight**

Ao contrário do caso dos EUA, na Europa, o contexto macroeconômico parece particularmente desafiador como previamente abordado, juntamente com o BCE, que tem sido um dos mais lentos para ajustar a política monetária, apesar dos dados de inflação. Ao adicionar a este um yield pouco atraente em comparação com as outras alternativas, decide-se manter a subexposição na Europe Broad.

### **Europe High Yield: neutro é mantido**

Neste caso, e apesar do *underweight* geral que temos na Europa, a melhor combinação de risco/retorno de *High Yield* versus *Investment Grade* nos leva a manter a posição na *Europe HY* neutra.

### **Japan Broad: underweight**

A revisão macroeconômica do país é desfavorável, como detalhado anteriormente, o que, somado a um *yield* real negativo e uma duração de quase 9 anos, nos leva a manter a subexposição em *Japan Broad*.

### **Dívida do Mercado Emergente: overweight em títulos corporativos**

A dívida do mercado emergente oferece um *yield* maior esperado em relação ao mundo desenvolvido, ao custo de maior risco de crédito que – no momento – parece limitado com as taxas de *default* esperadas que geralmente estão em linha com suas médias históricas. Em particular, a dívida do setor corporativo é favorecida devido à sua menor duração do que a saúde empresarial soberana e boa, especialmente na LatAm. Da mesma forma, a força do dólar não permite apostar em uma valorização significativa das moedas emergentes, reduzindo a atratividade dos *local markets*. Diante disso, no mês, o OW no *Investment grade* em dívida corporativa emergente é aumentado pela redução do soberano, mantendo o neutro nos *local markets* e em dívida soberana de *high yield*. A posição da dívida corporativa de *high yield* continua sendo a que tem maior exposição dentro da *allocation*.



## Exposição a moedas – julho 2022

Moedas	Bench.	Junho	Julho	OW/UW	Câmbio	
USD	41.8%	48.8%	50.1%	OW	8.3%	1.3%
EUR	17.5%	12.3%	12.4%	UW	-5.0%	0.1%
GBP	1.5%	1.5%	1.5%	N		-0.1%
JPY	6.4%	2.4%	2.4%	UW	-3.9%	0.1%
GEMs	33.0%	35.0%	33.6%	OW	0.6%	-1.4%
	100.0%	100.0%	100.0%			

O resultado da alocação TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas. Nenhuma cobertura cambial foi tomada este mês.



## Resultados TAACo Global – Junho 2022

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição ao Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	50%	0%	-8.2%	-4.1%	-4.3%	0.0	-21.2
Renda Fixa	50%	40%	-10%	-3.3%	-1.6%	-1.3%	-24.7	-0.5
Caixa	0%	5%	5%	0.1%	0.0%	0.0%	28.9	
Ouro	0%	5%	5%	-1.2%	0.0%	-0.1%	22.7	
Cobertura						-0.2%	-20.7	
<b>Portfólio</b>					<b>-5.72%</b>	<b>-5.88%</b>	<b>6.2</b>	<b>-21.7</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								<b>-15.5</b>
Europe ex UK	13.1%	11.6%	-1.5%	-10.5%	-1.37%	-1.21%	3.4	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.9%	-0.5%	-14.9%	-0.21%	-0.13%	3.3	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	-8.8%	-0.26%	-0.26%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	11.8%	-2.5%	-8.5%	-1.21%	-1.00%	0.7	
US Large Cap Value	15.7%	17.2%	1.5%	-7.9%	-1.23%	-1.35%	0.5	
US Small Caps	4.1%	5.1%	1.0%	-9.2%	-0.38%	-0.47%	-1.0	
Japan	4.8%	1.8%	-3.0%	-8.0%	-0.39%	-0.14%	-0.5	
<b>Desenvolvidos</b>	<b>56.3%</b>	<b>51.3%</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-9.0%</b>	<b>-5.04%</b>	<b>-4.57%</b>	<b>6.4</b>	
LatAm	4.1%	7.3%	3.2%	-17.1%	-0.70%	-1.25%	-28.6	
LatAm Small Cap	0.7%	2.9%	2.2%	-20.0%	-0.14%	-0.58%	-26.0	
China	11.8%	11.8%	0.0%	6.6%	0.77%	0.77%	0.0	
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	-2.0%	-12.3%	-2.04%	-1.79%	8.3	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-10.0%	-0.40%	-0.40%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	8.2%	1.6%	-9.8%	-0.64%	-0.80%	-2.5	
<b>Emergentes</b>	<b>43.7%</b>	<b>48.7%</b>	<b>5.0%</b>	<b>-7.2%</b>	<b>-3.15%</b>	<b>-4.05%</b>	<b>-48.8</b>	
<b>Equities</b>					<b>-8.19%</b>	<b>-8.62%</b>	<b>-42.5</b>	
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	0.0%	-0.9%	-0.10%	-0.10%	0.0	
US TIPS	1.4%	2.6%	1.2%	-3.2%	-0.04%	-0.08%	0.1	
US Mortgages	7.9%	7.9%	0.0%	-1.6%	-0.13%	-0.13%	0.0	
US Corps	7.1%	10.0%	2.9%	-2.8%	-0.20%	-0.28%	1.3	
US High Yield	1.7%	3.7%	2.0%	-6.7%	-0.11%	-0.25%	-7.0	
Europe Broad	19.7%	13.0%	-6.7%	-2.3%	-0.46%	-0.30%	-6.1	
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.0%	-6.8%	-0.05%	-0.05%	0.0	
Japan Broad	7.9%	3.4%	-4.5%	-6.1%	-0.48%	-0.21%	12.8	
<b>Dívida Desenvolvidos</b>	<b>57.7%</b>	<b>52.6%</b>	<b>-5.1%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-1.57%</b>	<b>-1.40%</b>	<b>1.2</b>	
EM Sovereign IG	4.1%	5.0%	0.9%	-3.2%	-0.13%	-0.16%	0.1	
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	0.0%	-9.0%	-0.54%	-0.54%	0.0	
EM Corporate IG	3.6%	5.1%	1.5%	-1.6%	-0.06%	-0.08%	2.4	
EM Corporate HY	6.4%	9.1%	2.7%	-5.0%	-0.32%	-0.46%	-4.8	
EM Local Markets	22.2%	22.2%	0.0%	-2.8%	-0.63%	-0.63%	0.0	
<b>Dívida Emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>47.4%</b>	<b>5.1%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>-1.68%</b>	<b>-1.87%</b>	<b>-2.4</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>-3.25%</b>	<b>-3.27%</b>	<b>-1.2</b>	

\*Annualizado \*\* Desde 2001  
Dados de 30 de junho de 2022.

Em junho, a carteira TAACo Global teve uma perda de 5,9%, 16 bps abaixo do desempenho do *benchmark*. No nível de *attribution analysis*, (i) a alocação de ativos gerou valor da posição longa em ouro e dinheiro, sendo compensada pela cobertura cambial; (ii) a seleção de instrumentos gerou perdas principalmente em renda variável em que a longa nos prejudicou significativamente na América Latina. Em renda fixa, a seletividade foi negativa na margem, a maior contribuição de valor veio do posicionamento curto em títulos soberanos japoneses que foi mais do que compensado pela perda de produtos spread (*high yield* americano e corporativos emergentes) e soberanos europeus.



## Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	
<b>TAACo</b>	<b>-5.9%</b>	<b>-10.6%</b>	<b>-14.9%</b>	<b>-15.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.8%</b>	<b>6.4%</b>	<b>9.6%</b>
Benchmark	-5.7%	-10.9%	-16.9%	-17.5%	-0.3%	1.4%	2.9%	4.5%	9.0%
Out/Under perf. (bps)	<b>-16</b>	34	203	194	113	94	88	185	
<b>Ações</b>	<b>-8.6%</b>	<b>-14.8%</b>	<b>-20.3%</b>	<b>-21.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.1%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>14.3%</b>
Benchmark	-8.2%	-14.6%	-20.9%	-21.3%	2.0%	2.9%	4.9%	3.4%	14.1%
Europe ex UK	-10.5%	-17.0%	-25.6%	-23.1%	-0.6%	0.0%	3.9%	2.5%	24.1%
Europe Small Cap ex UK	-14.9%	-21.8%	-30.2%	-28.2%	1.3%	0.8%	7.5%	9.0%	34.6%
UK	-8.8%	-11.3%	-10.8%	-7.9%	-2.6%	-1.8%	-0.3%	-0.1%	17.4%
US Large Cap Growth	-8.5%	-23.3%	-30.0%	-21.6%	12.5%	13.9%	13.9%	--	28.5%
US Large Cap Value	-7.9%	-10.8%	-12.4%	-5.3%	4.4%	4.7%	7.4%	4.8%	11.8%
US Small Caps	-9.2%	-16.9%	-22.1%	-22.0%	4.7%	5.6%	9.2%	10.2%	15.6%
Japan	-8.0%	-14.8%	-21.2%	-21.5%	-1.0%	-0.2%	3.6%	1.3%	21.8%
<b>Desenvolvidos [1]</b>	<b>-8.7%</b>	<b>-16.2%</b>	<b>-20.5%</b>	<b>-14.3%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>9.5%</b>	<b>7.8%</b>	<b>22.4%</b>
LatAm	-17.1%	-24.0%	-4.2%	-22.1%	-10.5%	-4.3%	-5.3%	5.0%	20.8%
LatAm Small Cap	-20.0%	-27.2%	-12.1%	-32.1%	-10.8%	-4.3%	-6.6%	7.3%	31.9%
China	6.6%	3.4%	-11.3%	-31.8%	-0.6%	2.1%	5.5%	11.4%	54.1%
EM Asia ex China	-12.3%	-17.4%	-21.4%	-20.7%	6.5%	4.7%	6.0%	--	36.1%
EM Asia Small Cap	-10.0%	-16.5%	-23.0%	-22.2%	6.1%	2.5%	3.9%	9.1%	33.2%
EM Europe and Middle East	-9.8%	-15.1%	-35.5%	-33.7%	-11.3%	-5.2%	-5.8%	1.4%	11.8%
<b>Emergentes [1]</b>	<b>-6.6%</b>	<b>-11.5%</b>	<b>-17.6%</b>	<b>-25.3%</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>37.3%</b>
<b>Renda fixa</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-6.9%</b>	<b>-12.8%</b>	<b>-13.7%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.5%</b>
Benchmark	-3.3%	-7.2%	-12.8%	-13.7%	-3.1%	-0.4%	0.6%	4.7%	5.4%
US Govt Agencies	-0.9%	-3.8%	-9.1%	-8.9%	-0.9%	0.7%	1.0%	4.6%	2.3%
US TIPS	-3.2%	-6.1%	-8.9%	-5.1%	3.0%	3.2%	1.7%	6.2%	3.0%
US Mortgages	-1.6%	-4.0%	-8.8%	-9.0%	-1.4%	0.4%	1.2%	4.7%	2.5%
US Corps	-2.8%	-7.3%	-14.4%	-14.2%	-1.0%	1.3%	2.6%	6.3%	6.4%
US High Yield	-6.7%	-9.8%	-14.2%	-12.8%	0.2%	2.1%	4.5%	8.9%	7.5%
Europe Broad	-2.3%	-7.1%	-12.1%	-12.6%	-3.7%	-0.9%	1.9%	4.6%	0.7%
Europe High Yield	-6.8%	-10.7%	-14.3%	-13.8%	-1.8%	0.1%	4.4%	8.2%	6.2%
Japan Broad	-6.1%	-11.5%	-17.6%	-20.5%	-8.8%	-3.9%	-4.3%	0.8%	4.0%
<b>Dívida Desenvolvidos [1]</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>-11.7%</b>	<b>-11.8%</b>	<b>-2.2%</b>				
EM Sovereign IG	-3.2%	-8.0%	-18.3%	-17.7%	-2.8%	0.4%	2.1%	7.9%	9.4%
EM Sovereign HY	-9.0%	-14.2%	-19.7%	-21.5%	-7.0%	-3.3%	1.6%	9.1%	9.4%
EM Corporate IG	-1.6%	-4.2%	-13.3%	-13.0%	-1.2%	1.2%	2.7%	--	6.7%
EM Corporate HY	-5.0%	-7.7%	-17.4%	-20.8%	-3.2%	0.3%	3.8%	--	9.9%
EM Local Markets	-2.8%	-6.7%	-9.2%	-11.1%	-2.6%	-0.2%	-0.5%	--	15.2%
<b>Dívida Emergentes [1]</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-7.5%</b>	<b>-13.9%</b>	<b>-15.6%</b>	<b>-3.2%</b>				
<b>Caixa</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.8%</b>
<b>Ouro</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>3.1%</b>	<b>8.8%</b>	<b>7.9%</b>	<b>1.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.7%</b>

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboração própria



## Valorizações

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2022e	2023e		2022e
<b>DM</b>	<b>14.7x</b>	<b>14.9x</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.7x</b>	<b>2.2x</b>	<b>13%</b>	<b>7%</b>	<b>17%</b>	<b>1.1</b>
US	16.6x	16.0x	2.0%	3.9x	2.9x	19%	9%	29%	0.9
Europe	11.5x	13.0x	4.0%	1.7x	1.8x	11%	4%	11%	1.0
Japan	11.9x	14.7x	3.0%	1.2x	1.3x	-8%	5%	9%	-1.5
<b>EM</b>	<b>10.7x</b>	<b>11.5x</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.6x</b>	<b>1.8x</b>	<b>-4%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>-2.7</b>
EM Asia	11.4x	12.2x	3.0%	1.6x	1.8x	-1%	12%	12%	-11.4
CEEMEA	10.6x	9.3x	4.0%	1.8x	1.5x	-37%	10%	25%	-0.3
LatAm	6.8x	12.0x	9.0%	1.5x	2.0x	16%	-5%	22%	0.4
China	11.4x	11.7x	2.0%	1.5x	2.0x	1%	17%	11%	11.4
S.Korea	7.5x	9.8x	3.0%	0.9x	1.2x	-3%	8%	13%	-2.5
Taiwan	10.8x	14.4x	4.0%	2.1x	1.9x	0%	1%	20%	-
India	18.4x	17.0x	2.0%	3.2x	3.2x	13%	17%	15%	1.4
Indonesia	13.9x	14.1x	4.0%	2.3x	3.3x	12%	8%	17%	1.2
Malaysia	13.3x	14.9x	5.0%	1.5x	1.9x	4%	13%	11%	3.3
Thailand	16.5x	13.3x	3.0%	2.0x	2.1x	-2%	13%	10%	-8.3
Philippines	14.1x	16.3x	2.0%	1.6x	2.5x	17%	22%	9%	0.8
S.Africa	7.9x	12.3x	5.0%	1.7x	2.4x	5%	16%	19%	1.6
Turkey	4.4x	8.2x	8.0%	1.4x	1.5x	50%	-6%	23%	0.1
Poland	7.3x	11.6x	5.0%	0.9x	1.4x	-10%	-7%	13%	-0.7
Czech R.	11.2x	12.4x	7.0%	2.1x	1.7x	97%	17%	21%	0.1
Saudi	16.7x	14.4x	3.0%	2.5x	2.1x	18%	10%	33%	0.9
UAE	13.2x	11.5x	4.0%	1.8x	1.4x	-11%	10%	13%	-1.2
Brazil	5.6x	10.8x	11.0%	1.4x	1.8x	5%	-7%	27%	1.1
Mexico	11.8x	15.0x	4.0%	1.8x	2.6x	17%	9%	19%	0.7
Chile	7.7x	15.3x	8.0%	1.3x	1.9x	48%	-8%	16%	0.2
Colombia	6.3x	13.3x	10.0%	1.1x	1.6x	45%	-4%	28%	0.1
Peru	8.6x	12.6x	5.0%	1.5x	2.9x	53%	0%	23%	0.2

Fonte: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Dados em 29 de junho de 2022

\* PEG: PE ratio/Earnings Growth

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou uma solicitação para comprar ou vender, subscrever ou resgatar, contribuir ou retirar quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe utilizando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que serão realizadas. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de entrar em qualquer transação de títulos, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos e as empresas Compass Group e/ou pessoas relacionadas ("Compass Group ") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indiretamente, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pelo Compass Group, que não assume a obrigação de atualizar as informações aqui contidas. O Compass Group, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários orais ou escritos sobre o mercado ou transações que reflitam uma visão diferente daquelas expressas neste relatório.