



Agosto 2022

| TAACo Global | Desempenho | | | | | | | | Volatilidade 5 anos * |
|----------------------------|------------|---------|--------|--------|---------|---------|----------|----------------------|--------------------------|
| | Julio | 3 meses | YTD | 1 ano | 3 anos* | 5 anos* | 10 anos* | Desde inicio * ** | |
| TAACo | 3,1% | -3,0% | -12,2% | -12,5% | 1,9% | 2,5% | 4,0% | 6,6% | 9,6% |
| Benchmark | 3,5% | -2,5% | -14,0% | -14,3% | 0,9% | 1,6% | 3,1% | 4,7% | 9,1% |
| Out/Underperformance (bps) | -32 | -47 | 182 | 177 | 105 | 84 | 84 | 183 | |
| Ações | 4,3% | -4,6% | -16,9% | -16,4% | 3,9% | 3,2% | 5,5% | 4,4% | 14,3% |
| Benchmark | 4,6% | -4,1% | -17,2% | -16,3% | 3,7% | 3,1% | 5,3% | 3,7% | 14,1% |
| Renda Fixa | 2,2% | -1,1% | -10,9% | -12,3% | -2,0% | 0,1% | 1,1% | 5,8% | 5,5% |
| Benchmark | 2,3% | -1,0% | -10,8% | -12,5% | -2,4% | -0,3% | 0,7% | 4,9% | 5,4% |
| Caixa | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Ouro | -3,5% | -8,3% | -2,9% | -4,0% | 7,1% | 6,7% | 0,8% | 12,6% | 12,7% |

Resultados al 31 de julio de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Mercados Quo Vadis?¹

É o último mês de férias de verão no hemisfério norte, período que ocorreu: junho com quedas acentuadas nos preços dos ativos de risco, julho registrando aumentos significativos neles, e poucos dias antes do início de agosto houve fortes movimentos em um ambiente de forte incerteza em relação a uma possível recessão, taxas de inflação/juros e um peak de tensões entre os Estados Unidos e a China após a visita de Nancy Pelosi (presidente da Câmara dos Representantes do Congresso) a Taiwan.

Um tom mais *dovish* (aumentos menos fortes da taxa de juros) na declaração do Federal Reserve Bank (Fed) dos EUA em julho impulsionou os preços dos ativos de risco. Mas como uma "andorinha não faz o verão" e menos no ambiente de incerteza emoldurado em um processo de desaceleração, alta inflação e conflitos geopolíticos como o atual, a grande questão prevalece sobre como recessivo ou estagflacionário (inflação e recessão juntos) será o futuro próximo.

O PIB dos EUA contraiu pelo segundo trimestre consecutivo (-1,6% anualizado no primeiro e -0,9% no segundo), mas a maioria das expectativas ainda aponta para uma recuperação no segundo semestre do ano que impediria o ano inteiro de registrar um declínio na atividade. Há sinais mistos na economia em relação à inflação. Há certos indicadores incipientes de que isso estaria rendendo, como a inflação central que vem desacelerando pelo terceiro mês consecutivo até julho. O mercado está incorporando que as expectativas inflacionárias estão começando a ancorar; o Fed aumentaria as taxas de juros até o primeiro trimestre de 2023 e, a partir daí, gradualmente adotaria uma política monetária expansionária. Em linha com isso, a curva de juros é invertida (taxas mais baixas nas parcelas de longo prazo), sinalizando uma recessão futura.

Há também uma certa desaceleração no consumo, que vinha adicionando impulso ao PIB, que está diminuindo e no segundo trimestre a contribuição foi marginal. Do lado dos investimentos, já vem prejudicando a atividade econômica, e no caso do setor imobiliário isso está cada vez mais marcado. No entanto, o mercado de trabalho dos EUA ainda parece dinâmico, com uma baixa taxa de desemprego em 3,5% e os salários subindo 5,2% em média.

Os resultados corporativos, apesar dos pequenos aumentos no crescimento dos lucros, continuam a crescer e até o segundo trimestre surpreendem positivamente. Isso reflete a resiliência das empresas, pois têm uma situação financeira saudável, ou são estimativas muito otimistas e ainda não incorporam uma recessão? O aumento das taxas de juros afeta

¹ Frase em latim que significa "Para onde vais?" ou "Aonde vais?"

Índice

| | |
|---------------------------|----|
| Mercados Quo Vadis? | 1 |
| Alocação de Ativos | 3 |
| Resultados..... | 15 |
| Desempenho | 16 |
| Valorizações | 17 |

Ambiente de incerteza acentuada abala os mercados após o rally de julho

Vale a pena perguntar o quanto recessivo ou estagflacionário será o futuro, em um período de alta incerteza.

A inflação começa a mostrar sinais de desaceleração e a curva de taxas invertidas sugere temores de recessão

Mercado de trabalho dos EUA é resiliente, mas o consumo desacelera e o investimento em baixa

Relatórios corporativos para o segundo trimestre surpreendendo ao lado positivo

Aumentos de taxas



diretamente os mercados financeiros e aumenta os custos de empréstimos, além da pressão do aumento dos salários. Isso afeta, não só o investimento, como mencionado, mas reduz as margens dos negócios e atinge resultados. Sem o impulso dos consumidores ou novos estímulos do governo, espera-se, não apenas uma recessão econômica, mas também de lucros corporativos.

atingiriam investimentos, margens e resultados corporativos

Até agora, as correções nos preços das ações têm respondido principalmente ao aumento das taxas de juros. A partir de agora, as flutuações ocorreriam no "ritmo" de ajustes nas estimativas de lucros resultantes de um cenário recessivo com a inflação.

Evolução das taxas de juros definiria o ritmo das estimativas de lucro

Quanto à China, o outro motor global, a incerteza não é menor e a questão é se ela vai acabar sendo um apoio ou um risco para a economia global. Entre os anúncios da reunião de julho do Partido Comunista ou Do Politburo estão a flexibilização da meta de crescimento de 5,5% ao ano (que não seria alcançada este ano) e que os estímulos econômicos seriam limitados. Vale ressaltar um evento sem precedentes na China durante julho, o boicote imobiliário, no qual muitos devedores imobiliários se recusaram a pagar parcelas de casas compradas não entregues, o que poderia desencadear reduções no guia de taxa de referência para empréstimos hipotecários.

China: apoio ou risco para a economia mundial?

É difícil prever o ponto de virada dos mercados e devemos lembrar que os economistas historicamente tendem a subestimar os ciclos econômicos descendentes e é razoável posicionar carteiras de investimentos considerando as probabilidades de diferentes cenários e suas implicações. No momento, o mercado parece estar acreditando no Fed, prova disso é a reação à declaração de julho, na qual uma postura um pouco menos alarmante sobre a inflação rapidamente levou a aumentos nos preços dos ativos de risco e quedas nas taxas de juros do mercado. Isso deve ser tomado com cautela, não é certo que a inflação terá uma tendência a cair imediatamente. A inflação alta é uma realidade e não é transitória, além disso, tem o efeito inercial que continuará gerando pressões em vários flancos; que não é resolvido com taxas de juros de curto prazo em níveis de 3%. Os bancos centrais ainda não terminaram com a tarefa de reduzir a inflação.

O complicado é prever o ponto de virada dos mercados: parece haver credibilidade no Fed

No entanto, graças à pandemia e aos ajustes que isso significou, a saúde financeira das empresas e das famílias é relativamente boa. Isso implica que as chances de uma crise financeira são baixas, o que poderia gerar uma recessão aguda (interrupção abrupta do fluxo de crédito). A desalavancagem ou *deleveraging* seria diferente do que aconteceu, por exemplo, em 2008. Neste caso, ocorreria de forma mais estrutural, o que daria lugar a um baixo crescimento com taxas de inflação sustentadas por um tempo.

Baixa probabilidade de uma crise financeira diante da boa saúde financeira de empresas e famílias

Prevalece o risco de erros de política em diversas áreas. Primeiro do lado da inflação e da reação potencial do Fed e da trajetória da economia chinesa. No campo geopolítico, a guerra na Ucrânia não prevê uma solução precoce e seus efeitos a longo prazo são agravados por potenciais interrupções de curto prazo que podem ocorrer a qualquer momento e continuam a dificultar o fornecimento de matérias-primas e energia com um efeito global.

Prevalece o risco de erros políticos: inflação, China e tensões geopolíticas

Alocação de Ativos. –

Uma recessão "normal" que desafiará os fundamentos macro e corporativos está no horizonte próximo. As taxas de juros provavelmente subirão novamente, embora mais lentamente. As ações mantêm algum impulso, o que deve apoiar as ações em atraso e aquelas que ainda têm valor dado o cenário atual. A renda fixa vem recuperando sua função de amortecer a volatilidade e gerar rendimento atual atrativo que compensa a volatilidade em uma carteira de investimentos. Assim, para agosto, a posição neutra em renda variável é mantida e se reduz caixa para tomar a mesma alocação neutra em títulos.

Um cenário de recessão leva a manter a renda variável neutra e elevar a renda fixa para neutra

Exposição de ações é



Alocação de Ativos – Agosto de 2022

| TAACo Global | Bench. | Julho | Agosto | OW / UW | Câmbio | |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------|--------------|--------------|
| Ações | 50% | 50% | 50% | N | | |
| Renda Fixa | 50% | 45% | 50% | N | 5,0% | + |
| Caixa | | 5% | | N | -5,0% | - |
| Ouro | | | | N | | |
| Total Carteira | | | | | | |
| Europe ex UK | 13,1% | 11,6% | 10,5% | UW | -2,6% | -1,1% |
| Europe Small Cap ex UK | 1,4% | 0,9% | | UW | -1,4% | -0,9% |
| UK | 2,9% | 2,9% | 2,9% | N | | |
| US Large Cap Growth | 14,3% | 14,3% | 16,3% | OW | 2,0% | 2,0% |
| US Large Cap Value | 15,7% | 17,2% | 17,2% | OW | 1,5% | |
| US Small Caps | 4,1% | 4,1% | 5,1% | OW | 1,0% | 1,0% |
| Japan | 4,8% | 1,8% | 1,8% | UW | -3,0% | |
| Mercados desenvolvidos | 56,3% | 52,8% | 53,8% | UW | -2,5% | 1,0% |
| LatAm | 4,1% | 7,3% | 7,3% | OW | 3,2% | |
| LatAm Small Cap | 0,7% | 0,7% | 0,7% | N | | |
| China | 11,8% | 13,5% | 13,1% | OW | 1,3% | -0,4% |
| 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% | 7,2% | 6,6% | N | | -0,6% |
| Mercados emergentes | 43,7% | 47,2% | 46,2% | OW | 2,5% | -1,0% |
| Total Ações | 100,0% | 100,0% | 100,0% | | | |
| US Govt Agencies | 11,3% | 11,3% | 11,3% | N | | |
| US TIPS | 1,4% | 4,0% | 3,0% | OW | 1,6% | -1,0% |
| 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% | 2,3% | 2,3% | OW | 0,6% | |
| 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% | |
| Dívida desenvolvidos | 57,7% | 52,6% | 51,6% | UW | -6,1% | -1,0% |
| EM Sovereign IG | 4,1% | 4,1% | 4,1% | N | | |
| EM Sovereign HY | 6,0% | 6,0% | 6,0% | N | | |
| EM Corporate IG | 3,6% | 6,0% | 6,5% | OW | 2,9% | 0,5% |
| EM Corporate HY | 6,4% | 9,1% | 9,6% | OW | 3,2% | 0,5% |
| EM Local Markets | 22,2% | 22,2% | 22,2% | N | | |
| Dívida emergente | 42,3% | 47,4% | 48,4% | OW | 6,1% | 1,0% |
| Total Renda Fixa | 100,0% | 100,0% | 100,0% | | | |

mantida neutra e RF é aumentada para neutro, eliminando a posição de caixa

Aumenta UW na Europa

US: leva Large Cap Growth e Small Caps a OW de neutro, e OW Value é mantido

Se mantém UW no Japão

O OW é mantido na Latam

O OW é rebaixado na China

UW Ásia EM ex China

Leva EMEA para neutro desde OW

Treasuries Neutro

Se reduz OW TIPS

OW em US HY e IG

US Mortgages Neutro e Europa HY

UW títulos europeus e japoneses

OW emergente é aumentado

Aumenta OW em corporativo IG e HY

Este mês, o neutro tático nas ações foi mantido diante de uma mistura de fatores que nos levam a ter como cenário base um pouso suave da economia global. A renda fixa também se neutraliza, que com o aumento dos *yields* se torna cada vez mais atrativa como opção de dar estabilidade à carteira para sua geração de receita.

Dentro da renda variável, se mantém a convicção nos EUA devido à sua maior exposição às empresas de qualidade, *-quality factor-*, que têm um viés defensivo diante de uma desaceleração da economia. Além disso, dado o apoio estrutural que as *commodities* têm, as ações latino-americanas continuam a ser favorecidas. Em títulos, a dívida do mercado emergente é privilegiada sobre a dívida desenvolvida, concentrando a posição na dívida corporativa devido à maior exposição que tem com a LatAm, onde há força corporativa, baixas taxas de *default* e valorizações atraentes.



Renda Variável

Europa ex UK: o *underweight* é aumentado em *large cap* e *small cap*

O *momentum* econômico continua a deteriorar-se e o ajuste monetário tardio do Banco Central Europeu (BCE) criará pressões adicionais sobre um ambiente econômico vulnerável. As pressões inflacionárias não estão diminuindo, apesar da queda no preço dos combustíveis e alimentos durante julho, e a desaceleração econômica está se tornando cada vez mais evidente.

Ecoando a complexa e incerta situação econômica, o Fundo Monetário Internacional (FMI) cortou suas perspectivas de crescimento. Este ano, a Zona do Euro crescerá 2,6% e, em 2023, 1,2%, o que se compara negativamente à estimativa de abril passado (2,8% e 3,3% respectivamente). Entre os países mais atingidos está a Alemanha, que deve crescer 1,2% este ano e 0,8% no próximo ano (ambas as estimativas também corrigiram para baixo). O viés manufatureiro e a dependência das cadeias globais de suprimentos afetaram a atividade do país, juntamente com a forte dependência do petróleo e gás russo. Até agora neste ano, o preço do gás natural aumentou 120% (no final de julho), enquanto a Rússia reduz seus embarques para a Europa.

A inflação atingiu 8,9% em junho, o maior recorde desde o início da União Monetária, em 2000, impulsionado por aumentos nos preços dos combustíveis, alimentos e transportes, ao qual se soma o aumento do preço dos serviços devido à reativação do turismo. Sem ir mais longe, durante o segundo trimestre países do Mediterrâneo, como França, Espanha e Itália, surpreenderam com o lado positivo com seu crescimento impulsionado pela demanda. França cresceu 0,5% no trimestre, Espanha 1% e Itália 1,1%. Pelo contrário, a Alemanha decepcionou por não ter variação zero no período.

Diante da alta inflação, o BCE começou a elevar suas taxas de juros – tardiamente em comparação com outras economias desenvolvidas – pela primeira vez em 11 anos, surpreendendo o mercado com um aumento maior do que o esperado. Desta forma, o aumento de 50 bps. no sistema de taxas de referência termina com taxas negativas no velho continente. O mercado espera um aumento adicional de 50 bps. na reunião de setembro e para que a taxa termine o ano em torno de 1%-1,50% para se manter nesse nível por um tempo prolongado. Ele também anunciou o início dos *Transmission Protection Instruments* (TPI) para evitar uma fragmentação da comunidade monetária e garantir a transmissão correta da política monetária. A escala das compras de TPI dependerá da gravidade dos riscos enfrentados pela transmissão da apólice e as compras não são restritas ex ante. O anúncio dessa ferramenta reduziu as taxas soberanas dos países mais vulneráveis do Sul da Europa (como Itália, Espanha, Portugal) impulsionando o retorno dos títulos na Europa, apesar do aumento da taxa básica.

Por outro lado, a confiança se deteriora: o índice de confiança do investidor Sentix registrou-se em julho -26 pts. (pior do que no mês anterior), enquanto a confiança do consumidor -27 pts., sendo mais pessimista do que no auge da pandemia e até mesmo na crise financeira de 2008. O consumo perde tração e a produção industrial decepciona. Os principais indicadores de PMI de manufatura e serviços enfraquecem, o primeiro ficando abaixo de 50 pts. pela primeira vez em dois anos.

As ações europeias se recuperaram em julho, em conjunto com as ações globais, no entanto, ficando para trás. A temporada de relatórios corporativos do 2º trimestre trouxe surpresas positivas que apoiaram as ações e o crescimento esperado dos lucros foi corrigido para cima para este ano (14,2% vs 13,7% na versão anterior deste documento). No entanto, até 2023, foi corrigido para baixo para 4% de 4,8% à medida que os lucros são comprimidos devido a pressões de custos e menor demanda resultante da retirada de estímulos monetários e fiscais. As valorizações ficaram mais caras com o aumento em julho, no entanto, continuam a ser negociadas em níveis atraentes em termos absolutos e em relação a desenvolvidos.



Apesar da defasagem de curto e longo prazo e de valorizações atraentes, a perda de *momentum* econômico e o corte nas expectativas de crescimento, juntamente com uma persistente saída de fluxos que não fornece apoio, nos leva a aumentar o *underweight* das ações europeias em busca de posições de financiamento com maior potencial de valorização.

Reino Unido: a posição permanece neutra

O país está passando por uma complexa situação macrofinanceira à qual se soma uma mudança de liderança política. A inflação permanece nos níveis mais altos das últimas 4 décadas e o ajuste monetário torna-se cada vez mais agressivo deixando a economia à beira de uma recessão.

A corrida para escolher o novo primeiro-ministro está avançando. Rishi Sunak e Liz Truss receberão os votos dos membros do Partido Conservador em um processo que culminaria em 5 de setembro. Ambos os candidatos reconhecem que a inflação é uma das maiores preocupações dos britânicos e concordam em aumentar os gastos com defesa, no entanto, Truss pressionaria por cortes de impostos, enquanto Sunak pede maior responsabilidade fiscal.

Independentemente de quem seja eleito, a deterioração econômica está se tornando cada vez mais evidente. O Banco Central da Inglaterra realizou uma reunião de política monetária no início de agosto decidindo elevar a taxa de juros em 50 bps. até 1,75%, o maior aumento dos últimos 27 anos em um contexto de alta inflação (9,4% em junho) e um mercado de trabalho ajustado (taxa de desemprego em 3,8% em maio, semelhante à pré-pandemia) que impulsionou os salários (6,2% em relação ao ano anterior em maio). Também anunciou um reajuste de suas expectativas de inflação, projetando um pico de inflação de 13,3% em outubro. Dessa forma, o mercado internaliza que a taxa referencial poderia subir até 3% no final do ano para permanecer nesse patamar por muito tempo, pois a inflação ainda ficaria acima de 9% até o final de 2023. Por sua vez, a estimativa de crescimento foi reduzida para 2,1% este ano, de 3,5%, alertando que a economia entraria em recessão no quarto trimestre de 2022.

A surpresa econômica recua com dados e expectativas que moderam em consonância com o menor crescimento econômico, os ganhos e o alerta do Banco Central de uma recessão que durará até 2024. As perspectivas estão se deteriorando em meio a um ambiente cada vez mais estagflacionário em conjunto com um mercado de trabalho estreito como resultado do Brexit, uma política monetária contracionária e a desaceleração de seu principal parceiro comercial (a União Europeia). Os principais indicadores do PMI de manufatura e serviços se deterioraram e, embora permaneçam acima de 50 pts., estão em níveis baixos de 2 anos.

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 até agora este ano, mas pelo mesmo motivo as ações defasaram durante julho. Embora os resultados corporativos tenham surpreendido o lado positivo, a estimativa de crescimento do lucro para os próximos doze meses é reduzida para 5,6% de 6,7% há um mês e para 2023 estima-se uma contração de 0,5%, o que se compara negativamente com o resto da 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.

No entanto, o *outperformance* de 2022, houve saídas persistentes até agora este ano (fundos e ETFs). As valorizações são aliviadas e negociadas com desconto em termos absolutos e em relação aos pares desenvolvidos.

Apesar da defasagem a médio prazo, valorizações atraentes e alto *dividend yield* (~4%), a deterioração das perspectivas econômicas domésticas e globais, o ajuste monetário agressivo e a desaceleração de seus parceiros comerciais, nos levam a manter uma posição neutra nas ações britânicas.



EUA: Se mantém a sobre-exposição às ações de *Large Cap Value* dos EUA enquanto as posições de *Growth* e *Small Caps* aumentam

O *momentum* econômico é negativo, mas revertendo essa tendência principalmente a partir de dados de um mercado de trabalho que ainda mostra força e surpreende significativamente para o lado positivo, enquanto a inflação estaria tocando um *peak*, o que permitiria que o ajuste monetário fosse flexibilizado.

Embora a inflação *headline* -ou total- (9,1% em junho), 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 2,71% e 2,48%, respectivamente). 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 setembro e outros de 25 bps nas reuniões seguintes). Em julho, a taxa de desemprego caiu para 3,5% (o menor nível desde 1969) e 528 mil novos empregos não agrícolas foram criados – de cerca de 250 mil – embora os pedidos de auxílio-desemprego semanal tenham começado a subir 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 do consumidor cai para os mínimos do início de 2021. O menor dinamismo se refletiu na contração anualizada de 0,9% no segundo trimestre, afetada pelo consumo que teve uma contribuição marginal e uma forte contração no investimento diante do aumento dos custos de financiamento.

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 aprofundando o investimento na parcela de 2-10 anos para níveis não vistos desde o início dos anos 2000. Após uma mensagem *dovish* do Fed na reunião de julho, a curva da taxa mudou para baixo com quedas significativas nas taxas de longo prazo em meio a temores de recessão. Essa situação foi revertida em parte com dados que continuam mostrando um mercado de trabalho robusto, elevando as expectativas de aumento das taxas de juros para controlar não apenas a inflação alta, mas uma economia superaquecida.

Durante julho, a queda das taxas de juros em conjunto com relatórios corporativos que geralmente conseguiram superar as estimativas, levou a uma recuperação significativa nas ações de estilo *growth* castigados. Por outro lado, as ações de *value* continuam a apresentar uma defasagem de médio e longo prazo, com valorizações atrativas, conseguindo transferir melhor o aumento dos preços para os consumidores, com maior exposição a setores como finanças e energia. Diante de um cenário econômico desafiador e de uma possível recessão, decide-se favorecer ações de qualidade, – *quality factor*- que se caracterizam por seus fundamentos positivos: baixo endividamento, alto ROE e crescimento estável dos lucros, oferecendo uma relação risco/retorno atraente e exposição ao segmento "tradicional" do setor de tecnologia.

Por outro lado, as valorizações ficam mais caras durante julho, embora o S&P500 ainda negocie com desconto em P/U *fwd.* em relação à média de 5 anos, situação que se repete para as ações *value* e *quality*, destacando que as *small caps* negociam em um desvio padrão abaixo da média. No plano setorial, materiais e real estate aparecem com maiores punições, destacando que o setor imobiliário 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. Em termos de lucros, a temporada de relatórios corporativos do 2º trimestre tem sido um suporte para as ações, 75% das empresas superaram as estimativas de lucro e estas cresceram em média 8,7%, superando o trimestre anterior (7,7%). Os resultados positivos foram impulsionados principalmente do setor de energia, onde 85% das empresas superaram as estimativas. Para os próximos 12 meses, estima-se que o crescimento dos lucros seja próximo de 8%, o que foi corrigido para baixo no último mês de 9,3% e não estaria internalizando uma recessão.



Em relação à visita de Nancy Pelosi a Taiwan, isso provocou o aumento das tensões geopolíticas nos mercados, mas até agora não gerou consequências disruptivas a nível global. As eleições de meio de mandato estão se aproximando em novembro, e espera-se que o Partido Democrata perca o controle da Câmara dos Representantes, de modo que a turnê pela Ásia pode ser uma das últimas chances de Pelosi recuperar o apoio aos democratas. Este ano, um terço do Senado e de toda a Câmara dos Deputados estão renovados.

O *momentum* econômico permanece negativo – apesar dos dados de emprego – e no contexto atual é privilegiado manter ações como ações de qualidade e aquelas que ainda mostram defasagem de longo prazo, como o *value*, cujas valorizações parecem mais atraentes do que as do estilo de *growth*. No entanto, este último se beneficiaria de um ambiente de maior estabilidade nas taxas de juros para que sua posição seja aumentada. Além disso, dado o desconto significativo nas valorizações e os fundamentos corporativos geralmente positivos, decide-se aumentar a exposição a Small Caps.

Japão: Underweight permanece em ações japonesas

Ao contrário de outras economias desenvolvidas, o *momentum* econômico permanece negativo. As perspectivas são desfavoráveis, o país tem um viés de manufatura 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. O FMI cortou o crescimento esperado para este ano de 2,5% para 1,7% e para o próximo ano de 2,3% para 1,7%.

A produção industrial em junho contraiu 3,1% em relação ao ano anterior, enquanto a atividade se recupera com a reabertura da China. Por outro lado, o aumento do preço das energias e das *commodities* alimentares deteriora o consumo de uma população caracterizada pela cautela.

Em termos de política monetária, a inflação ficou em 2,4% ao ano em junho, sem acelerar a níveis comparáveis em outras economias desenvolvidas. Desta forma, o Banco do Japão manteria uma política monetária expansionista por um longo período, mais prolongado do que seus 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 15% até agora este ano. O enfraquecimento da moeda, ao mesmo tempo em que beneficia o setor exportador, também aumenta o custo de vida 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 que se compara negativamente com os demais desenvolvidos. Por outro lado, as valorizações são atraentes em termos absolutos e em relação às economias avançadas, 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 deterioram, o índice de ações apresenta uma alta exposição ao consumo discricionário e à tecnologia, o que nos leva a manter a subexposição às ações japonesas para favorecer regiões e/ou países onde há melhores perspectivas e potencial para capturar valor.

Ações emergentes: OW reduzida na China, sobre-exposição em LatAm e UW na Ásia EM ex China são mantidas, enquanto EMEA é neutralizada

Julho foi marcado por um rally do qual alguns mercados de ações emergentes foram isentos. A China caiu ~10% em USD e a perda de *momentum* em conjunto com a falta de catalisadores positivos nos leva a **moderar o OW**. Com relação à Ásia EM ex China, predominam os países importadores de *commodities* líquidas, com viés de exportação manufatureira e ainda alguns continuam com uma defasagem nos ajustes da política monetária. Assim, dada a



correção descendente da perspectiva de crescimento global, decidimos **manter a UW**. Do lado latino-americano, seu ciclo acelerado de ajustes monetários, valorizações abaladas e viés de exportação de *commodities* nos leva a **manter o OW**. Por outro lado, os maiores temores de recessão e as valorizações negociadas acima de suas médias históricas nos fazem **levar a EMEA para neutra**.

América Latina: Se mantém overweight

A América Latina voltou a mostrar desempenho positivo em julho, à medida que os investidores mostraram maior apetite ao risco nos últimos dias do mês – desempenho que também foi observado nas moedas da região. Além disso, o FMI ajustou para cima a expectativa de crescimento para a região de 2,5% para 3,0% para este ano, dado o apoio no preço das *commodities* que teve durante o ano. Por outro lado, ainda há uma defasagem significativa no médio e longo prazo em relação aos índices globais, implicando um potencial de valorização, juntamente com valorizações próximas às mínimas históricas. Nesse contexto, **decide-se manter a sobre-exposição**.

No caso do **Brasil**, os PMIs de manufatura e serviços persistem em expansão econômica pelo quinto mês consecutivo (54 e 55,8 pts. em julho), enquanto o mercado de trabalho continua com bom *momentum* após a taxa de desemprego em junho atingir 9,3%, o melhor nível desde 2015, após surpreender com a criação de 278 mil postos de trabalho no mês. Por sua vez, a inflação em julho foi de 10,1% em relação ao ano anterior, desacelerando em relação ao recorde anterior (11,9%), de modo que o Banco Central subiu 50 bps. a taxa Selic de até 13,75% e a reunião de setembro devem encerrar o ciclo de elevação das taxas com um aumento final de 25 bps. até 14%. No comércio internacional, as exportações ainda estão em níveis recordes após crescerem 29% em julho, destacando a exportação de petróleo, ferro e *commodities* agrícolas. No cenário político, as eleições presidenciais de outubro estão se aproximando e o ex-presidente Lula Da Silva mantém a liderança das preferências nas urnas com 47% – contra 29% do presidente Jair Bolsonaro – e deu um sinal positivo de moderação ao mercado ao nomear Geraldo Alckmin como futuro vice-presidente. Finalmente, em relação às valorizações, elas permanecem 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**, em julho, o IMEF manufatureiro voltou à expansão econômica atingindo 52,2 pts. e o PIB do segundo trimestre cresceu 2,1% em relação ao consenso do mercado, enquanto o FMI corrigiu para cima a perspectiva de crescimento para 2022 de 2,0% para 2,4%. Por sua vez, a inflação em julho atingiu 8,2% ao ano, portanto, o Banxico deve elevar a taxa de política monetária em 75 bps. aumento de 8,5% na reunião de agosto. Além disso, foram registradas entradas líquidas de fundos e ETFs no mês para ~0,4% do total de ativos sob gestão, liderando assim as entradas para a região durante o ano (~7,9% do total de ativos sob gestão). Por outro lado, o país tem apoio estrutural devido à oportunidade com os EUA de *nearshoring* (transferir 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 na Cidade do México e região Metropolitana tem crescido significativamente, atingindo até 430 mil metros quadrados (m²), número que representa 75% de toda a demanda em 2021. Da mesma forma, a relação comercial com os EUA foi reforçada depois que as exportações para este país cresceram 20% em relação ao ano anterior no primeiro semestre do ano, registrando um novo máximo histórico. Quanto às valorizações, tanto a relação P/U fwd. como P/VL estão abaixo da média de 5 anos em termos absolutos – este último por mais de 1 desvio padrão. 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**, estamos a menos de um mês do plebiscito de 4 de setembro e as pesquisas mostram de forma transversal uma vantagem da opção de rejeição, mas em qualquer caso, independentemente da opção que vencer, a incerteza em torno do processo constituinte permanecerá presente, dado que de ambas as opções eles se



inclinaram para "aprovar/rejeitar a reforma", e até mesmo a alternativa foi mencionada de que, se a rejeição vencer, outro processo constituinte será realizado com outra convenção constitucional – opção que recebeu o apoio do presidente Boric. Do lado econômico, a atividade econômica já apresenta maiores sinais de desaceleração após crescer 3,7% em relação ao ano anterior em junho, a menor expansão desde o início de 2021. Da mesma forma, o mercado de trabalho continuou a se recuperar durante o mês, mas em um ritmo significativamente mais lento (apenas 4.000 empregos foram criados no trimestre abril-junho, bem abaixo da média de 63.000 observada nos trimestres anteriores). Por outro lado, as pressões inflacionárias continuam a apresentar, com a inflação em julho atingindo 13,1% em relação ao ano anterior, sendo o maior recorde desde março de 1994, enquanto as expectativas de inflação persistem para cima até o final deste ano – atualmente em 12,4% – e as de prazos superiores a 12 meses permanecem desalavancadas da meta de 3% do Banco Central. Diante disso, espera-se que a entidade monetária continue com um tom mais agressivo e continue com o ciclo de aumento da taxa de política monetária. Por outro lado, o Banco Central fez uma intervenção cambial para controlar a volatilidade vista na moeda, depois de, em julho, atingir uma alta de todos os tempos (~1.050 CLP/USD), o que foi eficaz permitindo que o dólar caísse do nível psicológico de 1.000 pesos e que a moeda se movimentasse novamente junto com seus fundamentos. No comércio internacional, o preço do cobre tem permanecido volátil, dado os temores de recessão global, com seu preço caindo 3,5% em julho. Em relação às valorizações, as relações P/U fwd. e P/VL permanecem em níveis atraentes, colocando mais de um desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos. Nesse contexto, onde a rejeição continua a levar junto com valorizações extremamente descontadas, mas juntamente com uma desaceleração econômica, pressões inflacionárias resilientes, preço volátil do cobre e aumento da incerteza dada a proximidade do plebiscito, **decidiu-se manter a exposição nas ações chilenas neutra.**

No caso da **Colômbia**, embora a atividade econômica permaneça em níveis elevados, a atividade econômica em junho foi inferior ao esperado (16,5% em relação ao ano anterior contra 18%) e o PMI manufatureiro para julho foi de 49,5 pts, entrando em território de leve contração econômica. Por sua vez, a inflação em julho atingiu 10,2% ao ano, sendo máxima em 23 anos, por isso espera-se que o Banco da República continue com o processo de correção monetária, estimando aumentos de 50 bps. na reunião de setembro e outubro, trazendo assim a taxa referencial de até 10% – dos atuais 9,0%. No comércio internacional, o preço do petróleo – principal exportação do país – caiu cerca de 7% em junho, mas sua produção em julho foi a mais alta desde junho de 2020 (762 mil barris por dia). No cenário político, Gustavo Petro assumiu em 7 de agosto que mantém a incerteza no mercado com o risco do país em níveis elevados, dadas as reformas que pretende realizar, como a reforma tributária que já foi enviada ao Congresso e surpreendeu com a redução da meta de arrecadação de 5,5% para 1,7% do PIB. Por sua vez, em julho, o peso colombiano depreciou 3,3% e houve saídas de fluxos líquidos para fundos e ETFs para ~0,4% do ativo total sob gestão. Em relação às valorizações, permanecem em níveis atraentes, tanto em termos absolutos quanto em relação à região. Nesse cenário de valorizações atraentes e bons níveis de atividade, mas contrastando com a alta incerteza política, juntamente com uma complicada situação fiscal e volatilidade global em torno das *commodities* energéticas, **decide-se manter a exposição nas ações colombianas neutra.**

No caso do **Peru**, a desaceleração ainda está presente com a atividade econômica de maio crescendo de 2,3% para doze meses de 3,7% do recorde anterior. Por sua vez, a inflação em Lima em julho foi de 8,7% em relação ao ano anterior, acima das expectativas e sendo o maior registro desde julho de 1997, por isso espera-se que na próxima reunião de política monetária a taxa de referência seja elevada em 50 bps. até 6,50% e que até o final do ano atingirá até 8,0%. Embora a mineradora Las Bambas tenha voltado a operar sua produção em níveis normais, representantes do Estado, comunidades camponesas da província de Cotabambas e da mineradora estabeleceram um cronograma de diálogos até 20 de agosto, de modo que as tensões deste conflito permanecem. No plano político, um cenário complexo persiste, com o governo fazendo sua quinta mudança de gabinete ministerial após a renúncia do primeiro-ministro Aníbal Torres, somado à nomeação do sétimo ministro do Interior depois que o presidente Pedro Castillo demitiu Mariano González, enquanto 5 investigações contra o presidente permanecem abertas, entre os quais seu ex-conselheiro, Bruno Pacheco, testemunhou contra ele. 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**, a desaceleração continua, com a atividade econômica em maio crescendo 7,4% em doze meses, sob consenso do mercado (8,3%), enquanto a confiança do consumidor em julho caiu 11%, para 34,7 pts, sendo seu menor nível em 13 meses. Por sua vez, a inflação persiste em níveis elevados, com o recorde de junho atingindo 64% ao ano (5,3% mensais) e a projeção é de acelerar para 7,5% ao mês em julho, fazendo com que as estimativas para o final do ano sejam de ~90%. No cenário político, a crise política continua com mudanças no Gabinete após a saída da ministra da Economia, Silvina Batakis, após 24 dias no cargo, e a criação do Super Ministério da Economia, combinando o Ministério da Economia com o da Agricultura e Produção. Sergio Massa, ex-presidente da Câmara dos Deputados, ficará à frente do novo ministério e anunciou medidas com o objetivo de acumular reservas internacionais e reduzir o déficit fiscal. No entanto, tem sido criticado que as medidas não teriam substância suficiente, dificultando que elas realmente cumprissem o objetivo e as metas que haviam acordado com o FMI. Nesse cenário de complexas condições macroeconômicas e problemas de governança, **decide-se manter o *underweight* nas ações argentinas.**

China: *overweight* é reduzido

Após um mês de junho que começou a lançar luz sobre um melhor desempenho da economia, julho foi marcado por eventos que atingiram a atividade. Em relação aos casos de COVID-19, houve um aumento significativo que levou à imposição de restrições de mobilidade em cidades não-principais. Embora o governo tenha sinalizado seu compromisso com a política zero do COVID, observou-se que as medidas durante julho foram menos rigorosas do que as tomadas em ondas anteriores de contágio. Além disso, foi desencadeado o boicote imobiliário em que devedores habitacionais de mais de 100 projetos se recusaram a pagar as parcelas de seus créditos na medida em que não entregavam os imóveis. Mais recentemente, a China começou a realizar exercícios militares ao redor de Taiwan, reagindo à visita da presidente da Câmara dos Representantes dos EUA, Nancy Pelosi.

Os principais indicadores de PMIs apresentaram correção para baixo em julho, enquanto o indicador de manufatura publicado por fontes oficiais entrou em território negativo, enquanto os demais desaceleraram. Além disso, o comunicado após a reunião do Politburo, em julho, indicou a flexibilização de sua meta de crescimento de 5,5% para este ano e anunciou que os próximos estímulos fiscais seriam mais limitados e focados nos setores econômicos que mais precisam. Enquanto isso, do lado monetário, a política expansiva em termos de taxas é mantida, sem anunciar cortes adicionais no último mês, mas um novo corte na taxa de 5 anos, que é o que rege os créditos hipotecários, pode ser esperado para aumentar a demanda no setor.

Quanto ao setor corporativo, os poucos relatórios do segundo trimestre conhecidos até agora mostraram surpresas negativas e lucros em queda. As expectativas de ganhos continuaram a ser cortadas, enquanto as valorizações estão mais descontadas após o desempenho negativo em julho. No último mês, houve entradas líquidas de fluxos para fundos chineses, ao contrário de outros países asiáticos. Em suma, e reconhecendo o risco representado pela sobre-exposição à China, acreditamos que será um apoio para a economia global no segundo semestre do ano, **levando-nos a uma sobre-exposição ligeiramente menor.**

Ásia emergente ex China: Se mantém o UW

Julho foi um mês positivo para os mercados globais, o que não se refletiu totalmente na Ásia EM. Mostrando um desempenho limitado ou negativo, os principais mercados asiáticos apresentaram saídas no último mês, devido a maiores temores de uma desaceleração da economia chinesa. Ao mesmo tempo, a defasagem do ajuste monetário em algumas de suas economias continua, com pressões inflacionárias que foram exacerbadas quase transversalmente. Embora o desempenho das *commodities* tenha sido misto no mais recente, há razões estruturais e a crise energética iminente, para continuar favorecendo os países que exportam matérias-primas no posicionamento. Nesse cenário, **decide-se manter a subexposição na Ásia EM ex China.**



A bolsa **indiana** apresentou um desempenho excepcional em julho (~9% em USD), superando os outros países emergentes. As valorizações permaneceram elevadas em relação à sua história e ao resto das economias emergentes, enquanto a inflação ficou em torno de 7% em relação ao ano anterior em junho, desacelerando ligeiramente na margem e bem acima da meta de 4%. No entanto, as perspectivas para a inflação estariam crescendo na medida em que todas as medidas de controle de preços impostas pelo governo já seriam incorporadas. Do lado da política monetária, o Banco Central voltou a elevar a taxa em 50 bps. em agosto, sendo o terceiro ajuste até agora este ano. Do lado do PMI manufatureiro, acelerou em julho para 56,4 pts, à medida que as tendências dos índices de produção e novas encomendas se fortaleceram. Com relação aos relatórios corporativos do segundo trimestre, os lucros mostraram um crescimento limitado. As projeções de lucro continuaram a ser corrigidas para baixo, enquanto tanto a relação P/U fwd. como P/VL eles negociam em suas médias históricas. 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 em estoques indianos.**

Do lado da **Coreia do Sul**, foi publicado o PIB do segundo trimestre, surpreendendo o lado positivo e com um crescimento de 2,9% em relação ao ano anterior. No entanto, o PMI manufatureiro de julho mudou para território contracionário, enquanto a produção industrial de junho também mostrou sinais de desaceleração. Do lado da confiança do consumidor, em julho continuou sua tendência de queda, acentuando a desconfiança em torno da economia doméstica e com as expectativas de inflação de doze meses corrigindo para cima. Nesse contexto, a inflação em julho continuou acelerando, ficando em 6,3% em relação ao ano anterior e mostrando o maior recorde em quase 24 anos. Assim, na reunião de julho, o Banco Central da Coreia decidiu elevar a taxa em 50 bps. até 2,25%. Embora os lucros corporativos do segundo trimestre tenham mostrado crescimento significativo e as surpresas tenham sido ligeiramente positivas, dada a deterioração das perspectivas para a indústria de semicondutores, as expectativas de lucro continuaram a corrigir para baixo. As valorizações estão localizadas em torno de 1 desv. padrão abaixo de sua média, seguindo um desempenho positivo do mercado de ações de ~5% em USD durante julho. Em relação aos fluxos, durante o último mês não houve entradas significativas nem saídas de fundos. No entanto, **decidiu-se manter o UW em ações sul-coreanas.**

Do lado de **Taiwan**, no início do mês ele recebeu a visita de Nancy Pelosi, despertando ameaças e reações do governo chinês, que está realizando exercícios militares e proibindo algumas importações de frutas, pesca e areias naturais de Taiwan. Do lado da atividade, o PMI manufatureiro continuou em território contracionário em julho, aprofundando suas quedas e estando em níveis não observados desde maio de 2020. Em relação à política monetária, não houve reunião do Conselho em julho, enquanto a inflação naquele mês mostrou sinais de desaceleração. O fato de as valorizações serem descontadas foi uma das razões para não baixar a posição para uw, na medida em que o índice de Taiwan negocia com uma relação P/U fwd. mais de 2 desv. padrão sob sua média histórica. Com o acima, **decide-se manter o neutro em ações taiwanesas.**

Do lado do Sudeste Asiático, a bolsa **Indonésia** continua com um *outperformance* superior até agora este ano em relação aos outros países como resultado de seu viés de exportação de commodities. Seu PMI manufatureiro de julho continuou em território positivo e acelerou, à medida que a autoridade monetária continua a atrasar o início do ajuste monetário diante da aceleração da inflação. Por outro lado, a **Tailândia**, o PMI de manufatura continuou em julho em território positivo e acelerando, pois foi uma das poucas bolsas emergentes que tiveram um desempenho negativo naquele mês. As valorizações são em torno de 1 desv. padrão abaixo de sua média dos últimos 5 anos e menos atraente do que outros países da região. Com tudo isso, **decide-se manter a sobre-exposição na Indonésia e neutra na Tailândia.**

EMEA: Leva de OW para neutro



Em julho, a região apresentou um retorno positivo, mas mais limitado do que outros países emergentes, provavelmente pressionado pela queda do preço do petróleo em torno de 6%. Embora a crise energética apoie manter os preços das *commodities* elevados, uma desaceleração global e o recente anúncio do aumento da margem de produção de petróleo da OPEP podem pressionar os preços para baixo. Por outro lado, as valorizações estão sendo negociadas acima de suas médias históricas, parecendo menos atraentes do que nos meses anteriores, **o que nos leva a diminuir a exposição ao EMEA, reduzindo-a para neutra.**

A economia sul-africana começou a mostrar sinais de desaceleração durante julho, com um PMI de manufatura movendo-se para território negativo e ficando em 47,6 pts. Apesar de uma atividade agredida e perspectivas não tão positivas, as valorizações continuam a parecer atraentes em relação à sua história e pares emergentes. Na margem, alguns fluxos para fundos entraram, mostrando um pouco do apetite por parte dos investidores globais. Com o exposto acima, **decide-se manter a exposição neutra em ações sul-africanas.**

As perspectivas para a **economia turca** permanecem sombrias, com a inflação praticamente em 80% em relação ao ano anterior e a moeda continuando a ser atingida, depreciando-se em relação ao dólar. O PMI manufatureiro de julho continuou em território contracionário e sugeriu declínios mais rápidos do que no mês anterior. Embora as correções de lucro sejam menos significativas do que para outros países emergentes e suas valorizações (P/U fwd.) são quase duas desv. padrão em sua média histórica, o cenário macroeconômico permanece fraco e com perspectiva negativa, por isso **mantemos a subexposição ações turcas.**

O UW é reduzido nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria). A atividade econômica continua a ser atingida como resultado da guerra entre a Ucrânia e a Rússia, mas com o PMI de Manufatura da Hungria em território positivo e resiliente. As valorizações são muito descontadas em relação à sua história, podendo esperar uma leve reversão a partir de agora.

Com relação à economia **saudita**, tem sido um dos mercados emergentes com os melhores retornos até agora este ano e avançando cerca de 5% em USD. A economia tem se mantido resiliente, mostrando um PMI de manufatura de 56,3 pts. em julho, no terreno de ampla expansão econômica. As pressões inflacionárias permanecem limitadas e a autoridade monetária aderiu ao ciclo global de ajustes monetários. Os relatórios corporativos do segundo trimestre surpreenderam com o lado positivo e com o aumento dos lucros, no entanto, as valorizações parecem caras e os fluxos de fundos saíram nos últimos meses. No entanto, **decidiu-se manter a sobre-exposição à Arábia Saudita.**

Renda Fixa

US Treasuries: neutro em títulos nominais e diminui a sobre-exposição em TIPS

O ajuste na política monetária pelo Fed para conter a inflação tem causado um aumento nas taxas de juros de curto prazo, enquanto as taxas de juros de longo prazo caem a margem diante do risco de que a economia entre em recessão durante o segundo semestre do ano. Por causa disso, a curva de rendimento dos títulos do Tesouro de 2 a 10 anos permanece invertida. Enquanto isso, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação nos títulos do Tesouro, começaram a cair no último mês refletindo que as expectativas de inflação começam a ancorar. Dado o exposto, apesar de seu status como um ativo de porto seguro contra eventos de cauda, decide-se permanecer neutro em *treasuries* devido à alta volatilidade na curva de taxas, ao mesmo tempo em que reduz a sobre-exposição ao TIPS à medida que nos aproximamos do *peak* inflacionário

US Mortgages: neutro é mantido

Os recentes aumentos das taxas de juros afetam diretamente o financiamento habitacional, tornando o crédito imobiliário mais caro e reduzindo a atratividade desse ativo, o que contrasta com a recuperação de um mercado de trabalho resiliente e pressões ascendentes sobre os salários. Nesse sentido, decide-se manter a exposição neutra em US Mortgages.



US Investment Grade: se mantém o overweight

Bajo el escenario adverso mencionado, *Investment Grade* norteamericano continúa siendo una opción atractiva en términos de riesgo/retorno. Dado seu *yield* real de 1.7% e sua melhor qualidade de crédito, que oferece maior projeção contra cenários adversos, decidindo manter a *OW* em *US IG*.

US High Yield: o overweight é mantido

Apesar de uma possível expansão dos *spreads* em um cenário recessivo, o *High Yield* dos EUA é caracterizado por uma duração mais curta e um *yield* atraente em relação às outras subclasses de ativos (5% real), o que se traduz em uma das combinações de risco/retorno mais favorecidas deste mês. O *OW* é mantido em *US HY*.

Europe Broad: underweight

O cenário macroeconômico na Europa permanece altamente desafiador devido à exposição à guerra na Ucrânia, às pressões inflacionárias e à desaceleração econômica. Apesar do cenário adverso, durante julho, a *Europe Broad* teve retornos positivos impulsionados pelo anúncio da implementação de uma ferramenta anti-fragmentação (TPI) pelo BCE que reduziu os custos de financiamento nos países do Mediterrâneo. Devido ao fato de que não são esperados novos anúncios desse tipo e um *yield* pouco atrativo em comparação com outras subclasses de ativos, decidiu-se manter a subexposição em *Europe Broad*.

Europe High Yield: neutro é mantido

Semelhante ao caso anterior, apesar dos bons retornos no último mês, o maior *yield* e menor duração em relação ao *Investment Grade*, dado o contexto macroeconômico desafiador, a posição na Europa *HY* se mantém neutra.

Japan Broad: underweight

O índice oferece um *yield* real inferior a zero (-0,59%), uma longa duração de quase 10 anos e um ambiente macroeconômico desfavorável. Diante disso, se mantém a subexposição no *Japan Broad*.

Dívida de Mercado Emergente: aumenta overweight em títulos corporativos

A dívida em continua sendo uma alternativa atraente, pois oferece um *yield* maior em relação ao mundo desenvolvido, com taxas de inadimplência relativamente baixas e em linha com suas médias históricas. Nesse sentido, a dívida corporativa é favorecida sobre a dívida soberana tanto em *High Yield* quanto em *Investment grade*, pois embora a dívida corporativa tenha um *yield* menor que a dívida soberana, ela tem uma duração menor e boa saúde corporativa, especialmente na LatAm. Da mesma forma, o dólar continua forte, o que dificulta a tomada de posição devido a uma valorização significativa das moedas emergentes, reduzindo a atratividade dos *local markets*. Dado o exposto, no mês o *OW* é aumentado tanto na dívida corporativa de *High Yield* quanto no *Investment grade*, enquanto isso, permanece neutra nos *local markets* e na dívida soberana.



Exposição da Moeda – Agosto 2022

| Moedas | Bench. | Julho | Agosto | OW/UW | Câmbio | |
|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| USD | 41,8% | 50,1% | 49,7% | OW | 7,9% | -0,5% |
| EUR | 17,5% | 12,4% | 12,1% | UW | -5,4% | -0,3% |
| GBP | 1,5% | 1,5% | 1,5% | N | | |
| JPY | 6,4% | 2,4% | 2,6% | UW | -3,8% | 0,2% |
| GEMs | 33,0% | 33,6% | 34,2% | OW | 1,3% | 0,6% |
| | 100,0% | 100,0% | 100,0% | | | |

O resultado da alocação do TAACo deriva em uma certa exposição de moedas, que, se não reflete nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas. Nenhum hedge de moeda foi tomado este mês.



Resultados TAACo Global – Julho 2022

| Clase de activo / Región | Benchmark | Compass | Over/Under | Rentabilidade mensual índices | Contribución al Portafolio | | Attribution Analysis | |
|--|--------------|--------------|--------------|----------------------------------|----------------------------|--------------|----------------------|--------------|
| | | | | | Benchmark | Compass | Clase de Activo | Selectividad |
| Acciones | 50% | 50% | 0% | 4,6% | 2,3% | 2,1% | 0,0 | -15,7 |
| Renta Fija | 50% | 45% | -5% | 2,3% | 1,2% | 1,0% | 5,8 | -5,6 |
| Caja | 0% | 5% | 5% | 0,1% | 0,0% | 0,0% | -16,9 | |
| Oro | 0% | 0% | 0% | -3,5% | 0,0% | 0,0% | 0,0 | |
| Cobertura | | | | | | 0,0% | 0,0 | |
| Portafolio | | | | | 3,46% | 3,13% | -11,1 | -21,3 |
| <i>Outperformance / Underperformance (bps)</i> | | | | | | | | |
| Europe ex UK | 13,1% | 11,6% | -1,5% | 5,3% | 0,69% | 0,61% | -1,0 | |
| Europe Small Cap ex UK | 1,4% | 0,9% | -0,5% | 6,4% | 0,09% | 0,06% | -0,9 | |
| UK | 2,9% | 2,9% | 0,0% | 3,6% | 0,10% | 0,10% | 0,0 | |
| US Large Cap Growth | 14,3% | 14,3% | 0,0% | 13,5% | 1,92% | 1,92% | 0,0 | |
| US Large Cap Value | 15,7% | 17,2% | 1,5% | 4,9% | 0,78% | 0,85% | 0,5 | |
| US Small Caps | 4,1% | 4,1% | 0,0% | 10,6% | 0,43% | 0,43% | 0,0 | |
| Japan | 4,8% | 1,8% | -3,0% | 5,7% | 0,27% | 0,10% | -3,2 | |
| Desarrollados | 56,3% | 52,8% | -3,5% | 7,6% | 4,29% | 4,09% | -4,6 | |
| LatAm | 4,1% | 7,3% | 3,2% | 4,2% | 0,17% | 0,31% | -1,3 | |
| LatAm Small Cap | 0,7% | 0,7% | 0,0% | 5,1% | 0,04% | 0,04% | 0,0 | |
| China | 11,8% | 13,5% | 1,7% | -9,5% | -1,12% | -1,28% | -24,0 | |
| EM Asia ex China | 16,5% | 14,5% | -2,0% | 5,3% | 0,87% | 0,76% | -1,3 | |
| EM Asia Small Cap | 4,0% | 4,0% | 0,0% | 1,8% | 0,07% | 0,07% | 0,0 | |
| EM Europe and Middle East | 6,6% | 7,2% | 0,6% | 4,3% | 0,29% | 0,31% | -0,2 | |
| Emergentes | 43,7% | 47,2% | 3,5% | 0,7% | 0,32% | 0,21% | -26,7 | |
| Equities | | | | | 4,61% | 4,30% | -31,4 | |
| US Govt Agencies | 11,3% | 11,3% | 0,0% | 1,6% | 0,18% | 0,18% | 0,0 | |
| US TIPS | 1,4% | 4,0% | 2,6% | 4,4% | 0,06% | 0,17% | 5,3 | |
| US Mortgages | 7,9% | 7,9% | 0,0% | 3,2% | 0,25% | 0,25% | 0,0 | |
| US Corps | 7,1% | 10,0% | 2,9% | 3,2% | 0,23% | 0,32% | 2,7 | |
| US High Yield | 1,7% | 2,3% | 0,6% | 5,9% | 0,10% | 0,14% | 2,2 | |
| Europe Broad | 19,7% | 13,0% | -6,7% | 4,1% | 0,82% | 0,54% | -12,3 | |
| Europe High Yield | 0,7% | 0,7% | 0,0% | 5,1% | 0,04% | 0,04% | 0,0 | |
| Japan Broad | 7,9% | 3,4% | -4,5% | 2,5% | 0,20% | 0,09% | -1,1 | |
| Deuda Desarrollados | 57,7% | 52,6% | -5,1% | 3,3% | 1,88% | 1,73% | -3,2 | |
| EM Sovereign IG | 4,1% | 4,1% | 0,0% | 3,4% | 0,14% | 0,14% | 0,0 | |
| EM Sovereign HY | 6,0% | 6,0% | 0,0% | 2,9% | 0,18% | 0,18% | 0,0 | |
| EM Corporate IG | 3,6% | 6,0% | 2,4% | 0,5% | 0,02% | 0,03% | -4,2 | |
| EM Corporate HY | 6,4% | 9,1% | 2,7% | 0,4% | 0,03% | 0,04% | -5,0 | |
| EM Local Markets | 22,2% | 22,2% | 0,0% | 0,3% | 0,07% | 0,07% | 0,0 | |
| Deuda Emergente | 42,3% | 47,4% | 5,1% | 1,0% | 0,43% | 0,45% | -9,3 | |
| Fixed Income | | | | | 2,31% | 2,18% | -12,5 | |

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 31 de julio de 2022.

Em julho, a carteira TAACo Global teve um ganho de 3,1%, 32 bps. baixo desempenho de *benchmark*. No nível de *attribution analysis*, (i) a alocação de ativos gerou perda de valor devido à longa posição de caixa, que não poderia ser compensada pela sub-ponderação da renda fixa, (ii) a seleção de instrumentos gerou perdas principalmente em ações, o curto posicionamento em títulos soberanos europeus foi o que mais prejudicou o desempenho da carteira.



Desempenho histórico

| TAACo Global | Desempenho | | | | | | | | Volatilidade 5 anos* |
|---------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|-------------|--------------|----------------|----------------------|
| | 1 mes | 3 meses | YTD | 1 ano | 3 anos* | 5 anos* | 10 anos* | Desde início** | |
| TAACo | 3,1% | -3,0% | -12,2% | -12,5% | 1,9% | 2,5% | 4,0% | 6,6% | 9,6% |
| Benchmark | 3,5% | -2,5% | -14,0% | -14,3% | 0,9% | 1,6% | 3,1% | 4,7% | 9,1% |
| Out/Under perf. (bps) | -32 | -47 | 182 | 177 | 105 | 84 | 84 | 183 | |
| Ações | 4,3% | -4,6% | -16,9% | -16,4% | 3,9% | 3,2% | 5,5% | 4,4% | 14,3% |
| Benchmark | 4,6% | -4,1% | -17,2% | -16,3% | 3,7% | 3,1% | 5,3% | 3,7% | 14,1% |
| Europe ex UK | 5,3% | -6,1% | -21,6% | -20,6% | 1,8% | 0,5% | 4,4% | 2,9% | 24,1% |
| Europe Small Cap ex UK | 6,4% | -9,9% | -25,8% | -26,4% | 4,1% | 1,2% | 8,2% | 9,4% | 34,6% |
| UK | 3,6% | -4,2% | -7,5% | -5,3% | -0,8% | -1,6% | 0,0% | 0,2% | 17,4% |
| US Large Cap Growth | 13,5% | 0,8% | -20,6% | -14,4% | 16,5% | 16,1% | 15,2% | -- | 28,5% |
| US Large Cap Value | 4,9% | -1,6% | -8,1% | -1,6% | 5,9% | 5,5% | 7,8% | 5,1% | 11,8% |
| US Small Caps | 10,6% | 0,4% | -13,8% | -11,8% | 7,9% | 7,5% | 10,4% | 10,9% | 15,6% |
| Japan | 5,7% | -1,3% | -16,7% | -16,0% | 0,8% | 0,5% | 4,4% | 1,6% | 21,8% |
| Desenvolvidos | 7,9% | -1,3% | -14,2% | -9,2% | 9,6% | 8,8% | 10,2% | 8,3% | 22,4% |
| LatAm | 4,2% | -8,1% | -0,1% | -15,2% | -9,2% | -5,0% | -5,0% | 5,3% | 20,8% |
| LatAm Small Cap | 5,1% | -13,3% | -7,6% | -24,1% | -10,5% | -5,1% | -6,2% | 7,7% | 31,9% |
| China | -9,5% | -2,4% | -19,7% | -28,3% | -3,6% | -1,6% | 4,3% | 10,8% | 54,1% |
| EM Asia ex China | 5,3% | -7,8% | -17,3% | -14,0% | 9,2% | 5,1% | 6,3% | -- | 36,1% |
| EM Asia Small Cap | 1,8% | -10,5% | -21,6% | -19,8% | 8,0% | 2,3% | 4,2% | 9,2% | 33,2% |
| EM Europe and Middle East | 4,3% | -11,8% | -32,7% | -30,8% | -9,9% | -5,1% | -5,5% | 1,7% | 11,8% |
| Emergentes | -0,2% | -6,5% | -17,8% | -20,1% | 0,9% | 1,0% | 2,8% | 10,6% | 37,3% |
| Renda Fixa | 2,2% | -1,1% | -10,9% | -12,3% | -2,0% | 0,1% | 1,1% | 5,8% | 5,5% |
| Benchmark | 2,3% | -1,0% | -10,8% | -12,5% | -2,4% | -0,3% | 0,7% | 4,9% | 5,4% |
| US Govt Agencies | 1,6% | 0,9% | -7,7% | -8,7% | -0,3% | 1,0% | 1,1% | 4,7% | 2,3% |
| US TIPS | 4,4% | 0,0% | -5,0% | -3,6% | 4,4% | 4,0% | 2,0% | 6,5% | 3,0% |
| US Mortgages | 3,2% | 2,7% | -5,8% | -6,7% | -0,5% | 0,9% | 1,4% | 4,9% | 2,5% |
| US Corps | 3,2% | 1,3% | -11,6% | -12,6% | -0,1% | 1,8% | 2,7% | 6,5% | 6,4% |
| US High Yield | 5,9% | -1,0% | -9,1% | -8,0% | 1,9% | 3,1% | 4,9% | 9,2% | 7,5% |
| Europe Broad | 4,1% | 0,2% | -8,5% | -10,4% | -2,9% | -0,1% | 2,1% | 4,9% | 0,7% |
| Europe High Yield | 5,1% | -3,4% | -9,9% | -9,8% | -0,4% | 1,0% | 4,7% | 8,5% | 6,2% |
| Japan Broad | 2,5% | -3,1% | -15,5% | -19,9% | -7,8% | -3,7% | -4,3% | 0,9% | 4,0% |
| Dívida Desenvolvidos [1] | 3,3% | 0,6% | -8,8% | -10,0% | -1,0% | | | | |
| EM Sovereign IG | 3,4% | 0,9% | -15,5% | -15,4% | -2,0% | 0,9% | 2,0% | 8,1% | 9,4% |
| EM Sovereign HY | 2,9% | -6,9% | -17,3% | -19,6% | -6,6% | -2,8% | 1,6% | 9,3% | 9,4% |
| EM Corporate IG | 0,5% | -1,1% | -12,8% | -13,0% | -1,3% | 1,2% | 2,5% | -- | 6,7% |
| EM Corporate HY | 0,4% | -5,9% | -17,1% | -19,6% | -3,4% | 0,1% | 3,6% | -- | 9,9% |
| EM Local Markets | 0,3% | -1,7% | -8,9% | -11,0% | -2,8% | -0,8% | -0,6% | -- | 15,2% |
| Dívida Emergentes [1] | 1,0% | -2,9% | -13,0% | -14,8% | -3,2% | | | | |
| Caixa | 0,1% | 0,2% | 0,2% | 0,3% | 0,5% | 1,1% | 0,6% | 1,7% | 0,8% |
| Ouro | -3,5% | -8,3% | -2,9% | -4,0% | 7,1% | 6,7% | 0,8% | 12,6% | 12,7% |

* 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 |
| DM | 15.3x | 14.9x | 2,0% | 2.8x | 2.2x | 13% | 7% | 17% | 1,2 |
| US | 17.3x | 16.0x | 2,0% | 4.1x | 2.9x | 19% | 8% | 29% | 0,9 |
| Europe | 11.8x | 13.0x | 4,0% | 1.8x | 1.7x | 10% | 4% | 12% | 1,2 |
| Japan | 12.9x | 14.7x | 3,0% | 1.3x | 1.3x | -8% | 5% | 9% | -1,6 |
| EM | 10.8x | 11.5x | 4,0% | 1.6x | 1.8x | -6% | 8% | 12% | -1,8 |
| EM Asia | 11.4x | 12.2x | 3,0% | 1.6x | 1.8x | -2% | 10% | 12% | -5,7 |
| CEEMEA | 10.7x | 9.3x | 4,0% | 1.9x | 1.5x | -36% | 7% | 25% | -0,3 |
| LatAm | 6.9x | 12.0x | 10,0% | 1.5x | 1.9x | 12% | -2% | 21% | 0,6 |
| China | 10.9x | 11.7x | 3,0% | 1.4x | 2.0x | 0% | 16% | 11% | - |
| S.Korea | 8.1x | 9.8x | 3,0% | 1.0x | 1.2x | -6% | 5% | 13% | -1,4 |
| Taiwan | 11.1x | 14.4x | 4,0% | 2.1x | 1.9x | 2% | -3% | 21% | 5,6 |
| India | 19.8x | 17.0x | 2,0% | 3.4x | 3.2x | 9% | 15% | 15% | 2,2 |
| Indonesia | 14.2x | 14.1x | 4,0% | 2.5x | 3.3x | 11% | 7% | 17% | 1,3 |
| Malaysia | 13.5x | 14.9x | 5,0% | 1.5x | 1.9x | 3% | 12% | 11% | 4,5 |
| Thailand | 16.5x | 13.3x | 3,0% | 2.0x | 2.1x | -5% | 12% | 10% | -3,3 |
| Philippines | 14.5x | 16.3x | 2,0% | 1.7x | 2.5x | 15% | 21% | 9% | 1,0 |
| S.Africa | 8.1x | 12.3x | 5,0% | 1.8x | 2.4x | 9% | 10% | 19% | 0,9 |
| Turkey | 3.9x | 8.2x | 8,0% | 1.1x | 1.5x | 48% | -9% | 23% | 0,1 |
| Poland | 6.9x | 11.6x | 5,0% | 0.9x | 1.4x | -7% | -13% | 14% | -1,0 |
| Czech R. | 10.6x | 12.4x | 7,0% | 2.1x | 1.7x | 98% | 12% | 21% | 0,1 |
| Saudi | 16.6x | 14.4x | 3,0% | 2.7x | 2.1x | 18% | 10% | 33% | 0,9 |
| UAE | 13.6x | 11.5x | 4,0% | 1.9x | 1.4x | -11% | 10% | 14% | -1,2 |
| Brazil | 5.8x | 10.8x | 10,0% | 1.5x | 1.8x | 7% | -9% | 26% | 0,8 |
| Mexico | 11.5x | 15.0x | 5,0% | 1.8x | 2.6x | 14% | 9% | 18% | 0,8 |
| Chile | 8.8x | 15.3x | 8,0% | 1.6x | 1.9x | 48% | -5% | 16% | 0,2 |
| Colombia | 5.7x | 13.2x | 88,0% | 1.2x | 1.6x | 35% | 150% | 29% | 0,2 |
| Peru | 8.7x | 12.6x | 5,0% | 1.5x | 2.9x | 43% | -5% | 21% | 0,2 |

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 27 de julio de 2022

* PEG: PE ratio/Earnings Growth

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou um pedido de compra ou venda, para subscrever ou resgatar, para contribuir ou retirar qualquer tipo de títulos, mas são publicados para fins informativos apenas para nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram elaboradas pela nossa equipe de trabalho, apoiada pelas melhores ferramentas disponíveis, porém, isso não garante que elas serão atendidas. As informações contidas neste relatório não correspondem a objetivos específicos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer destinatário do relatório. Antes de fazer qualquer transação de títulos, os investidores devem informar-se sobre as condições da operação, bem como os direitos, riscos e responsabilidades implícitos nela, para os quais as empresas de Compass Group e/ou as pessoas relacionadas ("Compass Group"), não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, decorrentes do uso das opiniões contidas neste relatório. Qualquer opinião expressa neste material está sujeita a alterações sem aviso prévio do Compass Group, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações nele contidas. O Compass Group, suas pessoas relacionadas, oficiais ou outros funcionários, podem fazer comentários de mercado, orais ou escritos ou transações que reflitam uma opinião diferente daquelas expressas neste relatório.