

Setembro de 2022

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Agosto	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACo	-2,1%	-5,0%	-14,0%	-15,5%	1,6%	1,8%	3,6%	6,4%	9,6%
Benchmark	-2,4%	-4,8%	-16,1%	-17,4%	0,5%	0,9%	2,8%	4,6%	9,1%
Out/Underperformance (bps)	28	-18	203	190	111	90	87	185	
Ações	-2,2%	-6,8%	-18,7%	-20,0%	4,4%	2,5%	5,1%	4,3%	14,2%
Benchmark	-2,4%	-6,3%	-19,2%	-20,2%	4,1%	2,4%	4,9%	3,6%	14,1%
Renda Fixa	-1,9%	-3,1%	-12,6%	-14,3%	-2,9%	-0,5%	0,8%	5,6%	5,5%
Benchmark	-2,3%	-3,3%	-12,9%	-14,7%	-3,5%	-1,0%	0,4%	4,7%	5,4%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	-2,1%	-6,7%	-5,0%	-5,5%	3,9%	5,5%	0,4%	12,4%	13,1%

*Anualizado ** Desde abril 2001

Resultados al 31 de agosto de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Rumo a um novo “novo normal”	1
Alocação de ativos	4
Resultados	14
Desempenho	16
Valorizações	17

Rumo a um novo “novo normal”

Estamos experimentando incertezas sobre como a economia e os mercados se adaptam a um cenário diferente do que estávamos acostumados nos últimos quase quinze anos. Desde 2008, somente em períodos curtos (julho de 2009 a abril de 2010 e brevemente em fevereiro de 2011) a taxa de títulos do Tesouro de 10 anos ultrapassou 3,5% ao ano. Por sua vez, a taxa referencial (*Fed Funds Rate*) do Federal Reserve Bank dos Estados Unidos (Fed), permaneceu em 0,25% ao ano entre 2008 e 2015, após a qual subiu gradualmente para 2,5% em 2018 até junho de 2019, quando começou a diminuir gradualmente para cuidar do crescimento, até chegar a 1,75% em fevereiro de 2020. Depois veio a pandemia e caiu acentuadamente para 0,25%.

Entre 2008 e 2011, a inflação não ultrapassou 3% ao ano, estando acima desse nível apenas entre abril e novembro daquele ano. Uma década depois, em abril de 2021, os aumentos de preços nos Estados Unidos atingiram 4,2% em doze meses, acelerando para 9,1% em junho passado (8,3% em agosto).

Toda a revisão anterior para destacar que desde 2008 a economia mundial e os mercados foram caracterizados por taxas de juros muito baixas, liquidez abundante ou "dinheiro fácil", como dizem nos mercados. Porque não eram apenas taxas baixas, mas a injeção de dinheiro através da famosa *quantitative easing* (QE, flexibilização quantitativa), ou seja, a compra de instrumentos financeiros pela entidade emissora para garantir liquidez nos mercados financeiros, que também foi executado pelo Banco Central Europeu, pelo Banco da Inglaterra, pelo Banco do Japão e muitos outros. Esta política ultra expansiva foi exacerbada pela pandemia.

Atualmente, estaríamos enfrentando uma mudança de paradigma, a *taxa dos Fed Funds Rate* vem subindo agressivamente desde março deste ano e o Fed reduzindo o tamanho de seu balanço, ou seja, invertendo o QE, aplicando *quantitative tightening* (QT, ajuste quantitativo). A maioria dos países vive situações semelhantes (exceto a China e outros casos específicos), em um ambiente em que o superaquecimento econômico resultante da forte e rápida recuperação pós-pandemia é adicionado às tensões geopolíticas e problemas nas cadeias globais de suprimentos, o que complica as políticas anti-inflacionárias.

Incerteza em torno de como a economia e os mercados se ajustam a um alto nível de taxas de juros

A inflação nos EUA não ultrapassa 3% desde 2011

Desde 2008, além das baixas taxas, os bancos centrais injetaram dinheiro por meio da *quantitative easing*

Superaquecimento econômico leva bancos centrais a aumentar taxas e *quantitative tightening*



Os níveis de inflação de hoje não foram vistos há cerca de quatro décadas. O cenário atual incorpora uma segunda potência econômica - China - mudanças relevantes na matriz energética global, a revolução digital, novas megatendências e conflitos geopolíticos, entre outros aspectos.

Cenário atual é afetado por mudanças estruturais

O descompasso que está sendo experimentado pode levar um tempo para digerir e estaríamos enfrentando mudanças semiestruturais, cuja adaptação da economia global a eles seria gradual, além da incerteza que implica. Os mercados nesse ambiente e como agentes que estão à frente da curva incorporando os valores futuros dos ativos, têm registrado desde a pandemia um redemoinho de eventos e ajustes multidimensionais.

A economia global gradualmente se adaptaria ao descompasso atual

O espectro de análise é enorme; no entanto, é razoável analisar o que todos esses anos de taxas de juros em baixas significavam. Somado a isso, a liquidez abundante, que levou a renda fixa a não gerar valor e obrigou os investidores a entrar no mundo das rendas variáveis, o que gerou fluxos abundantes para essa classe de ativos. Novas tecnologias, mudanças sociodemográficas e climáticas geraram o surgimento de indústrias e subindústrias que foram gradualmente mudando a forma como o mundo funcionava. Então veio a pandemia que serviu como um catalisador para tudo isso se desenvolver a uma velocidade sem precedentes. As ações globais eram a "vedette"; as da nova economia as "grandes estrelas".

Alta liquidez em tempos anteriores levou investidores a entrar em ações globais

Até que finalmente começamos a ver os efeitos desse desenvolvimento acelerado e de um ciclo econômico expansivo alongado que começa a perder tração, economias superaquecidas e/ou sofre faltas como resultado do contexto global. Inflação e aumentos acentuados nas taxas de juros que não seriam transitórios. E os mercados começaram a reconhecer o recebimento disso a partir do início deste ano de 2022. As valorizações das ações (impacto do custo do dinheiro nos balanços das empresas) estão começando a ser questionadas, uma recessão está integrada ao cenário provável, taxas de juros mais altas nos Estados Unidos e sua força econômica em relação ao resto do mundo são incorporadas ao valor crescente do dólar, em meio a uma crise energética global. A renda fixa parece estar voltando ao seu papel de produtora de renda corrente – e potencial geradora de ganhos de capital porque as taxas de juros sobem para níveis onde há espaço para declínios mais tarde.

O dólar se aprecia diante de valorizações questionáveis e maior probabilidade de recessão.

Renda fixa retorna para produzir renda corrente atrativa

Qual será a profundidade da recessão? Após um crescimento global de 6,1% em 2021, espera-se que o mundo desacelere para um crescimento de 3,2% este ano, o que tem riscos negativos, dependendo das magnitudes de elevação das taxas de juros que ainda estão a ser feitas até completar "a tarefa" de reduzir a inflação e outros fatores que poderiam surgir. A inflação nos Estados Unidos mostra sinais de desaceleração e a boa saúde financeira das famílias e empresas poderia tornar esse ciclo econômico contracionário relativamente ameno naquele país. No entanto, é fundamental que as pressões de preços diminuam gradualmente (para que a possibilidade de entrar em um ciclo monetário e fiscal expansivo seja gerada), uma vez que, caso contrário, poderia ser prolongada, com maiores danos econômicos na economia em geral: pessoas, empresas, governo, e com ele um caminho prolongado para uma profunda

A profundidade da recessão depende da magnitude dos aumentos de taxas deixados para completar "a tarefa".



desaceleração, o que é conhecido como *growth recession* (crescimento muito baixo, que prejudica especialmente o emprego).

O ajuste monetário europeu está começando a se tornar mais agressivo

Na Europa, onde a inflação tem causado especialmente aumentos nos preços da energia e outros relacionados e outros às cadeias de suprimentos, o Banco Central Europeu também está seguindo um programa de ajuste monetário que está começando a se tornar mais agressivo.

Em relação à China, a segunda maior economia do mundo também está passando por dificuldades econômicas, que não têm nada a ver com a inflação, mas enfrentam uma forte desaceleração econômica, que as autoridades estão tentando neutralizar com uma política fiscal e monetária expansionária. No entanto, eles jogam contra a crise no setor imobiliário e surtos de COVID com políticas muito restritivas para detê-los.

China enfrenta forte desaceleração econômica e governo responde com estímulo

Resumindo, nosso cenário de base é que a economia está enfrentando uma desaceleração econômica gradual, não como tem sido o caso nas últimas três ocasiões (o estouro da bolha tecnológica, a crise *do subprime* e a pandemia). Isso não é um *choque*, o que não significa que não possa se tornar uma recessão profunda, mas é desencadeada mais lentamente. As probabilidades apontam para uma recessão "normal", nem um pouso suave, nem um pouso forçado, embora existam riscos que possam mudar essa perspectiva.

Nosso cenário base incorpora uma recessão normal com uma desaceleração gradual.

Para este cenário, a renda fixa é favorecida para as ações. Uma mudança semi-estrutural como a que estamos vendo implica um ajuste nas valorizações das ações devido a uma taxa de desconto mais alta, que apesar das quedas até agora neste ano ainda não seria totalmente incorporada. Por outro lado, a renda fixa volta a desempenhar seu papel de geradora da renda corrente por ter maiores retornos e, no longo prazo, possibilidades de ganhos de capital quando o ciclo de baixas taxas de juros vem.

A renda fixa relativa em relação às ações é favorecida, uma vez que o primeiro voltaria a desempenhar seu papel de gerador da renda corrente

Alocação de ativos – Setembro de 2022

TAACo Global	Bench.	Agosto	Setembro	OW / UW	Câmbio		
Ações	50%	50%	45%	UW	-5%	-5,0%	-
Renda Fixa	50%	50%	55%	OW	5%	5,0%	+
Caixa				N			
Ouro				N			
Total Portfólio							
Europe ex UK	13,1%	10,5%	10,5%	UW	-2,6%		
Europe Small Cap ex UK	1,4%			UW	-1,4%		
UK	2,9%	2,9%	2,9%	N			
US Large Cap Growth	14,3%	16,3%	16,3%	OW	2,0%		
US Large Cap Value	15,7%	17,2%	18,5%	OW	2,8%	1,3%	+
US Small Caps	4,1%	5,1%	5,1%	OW	1,0%		
Japan	4,8%	1,8%	1,8%	UW	-3,0%		
Mercados desenvolvidos	56,3%	53,8%	55,1%	UW	-1,2%	1,3%	+
LatAm	4,1%	7,3%	7,3%	OW	3,2%		
LatAm Small Cap	0,7%	0,7%	0,7%	N			
China	11,8%	13,1%	11,8%	N		-1,3%	-
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%	6,6%	6,6%	N			
Mercados emergentes	43,7%	46,2%	44,9%	OW	1,2%	-1,3%	-
Total Ações	100,0%	100,0%	100,0%				
US Govt Agencies	11,3%	11,3%	11,3%	N			
US TIPS	1,4%	3,0%	1,4%	N		-1,6%	-
US Mortgages	7,9%	7,9%	9,5%	OW	1,6%	1,6%	+
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%		
Deuda desarrollados	57,7%	51,6%	51,6%	UW	-6,1%		
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%	6,5%	6,5%	OW	2,9%		
EM Corporate HY	6,4%	9,6%	9,6%	OW	3,2%		
EM Local Markets	22,2%	22,2%	22,2%	N			
Deuda emergente	42,3%	48,4%	48,4%	OW	6,1%		
Total Renda Fija	100,0%	100,0%	100,0%				

Exposição de ações é reduzida e se sobrepondera RF, ambos desde neutro

Se mantém UW na Europa

US: o OW é mantido em Large Cap Growth e Small Caps, o OW é aumentado em Value

Se mantém UW no Japão

O OW é mantido na Latam

Se neutraliza China desde OW

UW Asia EM ex China

EMEA Neutro

Treasuries Neutros

Leva TIPS para neutro

OW em US HY e IG

Leva US Mortgages para OW

Europa Neutra HY

UW títulos europeus e japoneses

O OW Emergente é mantido

OW em IG corporativos e HY

Este mês, a alocação de ações é reduzida para *underweight* e a renda fixa é aumentada para *overweight*, ambos desde neutro. A mudança semi-estrutural implicaria um ajuste nos preços que não seria completamente internalizado. Por sua vez, a renda fixa é atraente novamente por ter a capacidade de gerar renda corrente com retornos mais altos do que em anos anteriores e ganhos de capital quando a política monetária é flexível.

Dentro das ações, se mantém a sobreponderação nos EUA devido à sua maior exposição às empresas *de 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 dos desenvolvidos, 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* em *large cap* e *small cap* é mantido

A crise energética está piorando e com ela também as pressões sobre a inflação. Desta forma, as perspectivas econômicas continuam a deteriorar-se e a mediana das estimativas na Bloomberg indica que, com uma probabilidade de 55% da Zona do Euro entraria em recessão nos doze meses seguintes. Por outro lado, a surpresa econômica melhora, mas mais do que por dados realmente melhorando, é por estimativas que se encaixam em um cenário de menor crescimento.

As pressões inflacionárias e o índice de preços ao consumidor atingiram 9,1% em agosto, o maior recorde desde o início da união monetária em 2000, impulsionado pelo aumento dos preços dos combustíveis, alimentos e transportes, ao qual se soma o aumento do preço dos serviços devido à reativação do turismo durante o verão do hemisfério norte. A paralisação da Rússia no fornecimento de gás para a Europa piorará a situação com a chegada do inverno. Desta forma, diante da alta inflação, o BCE começou a elevar suas taxas de juros em julho -tarde se comparado a outras economias desenvolvidas -, com um aumento de 50 bps no sistema de taxas de referência para surpreender o mercado, acelerando o aumento para 75 bps na reunião de setembro. As autoridades do BCE ajustaram a inflação esperada para o fim do ano para 8,1% de 6,8%, enquanto reduziam a expectativa de crescimento deste ano de 2,8% para 3,1%. Tal cenário leva o mercado a estimar outro aumento de 75 bps na reunião de outubro e de 50 bps na reunião de dezembro, com sucessivas altas de taxas até meados de 2023.

Por outro lado, a confiança se deteriora: o índice de confiança do investidor Sentix registrou em setembro -32 pts. (pior do que no mês anterior), enquanto a confiança do consumidor está em -25 pts., semelhante ao pico da pandemia e ainda pior do que na crise financeira de 2008. O consumo perde tração e a produção industrial decepciona. Os principais indicadores do PMI para manufatura e serviços estão enfraquecendo, ambos abaixo dos 50 pts. (limiar entre expansão/contração do setor).

As ações europeias sofreram uma perda maior em agosto do que os pares globais também afetados pela geopolítica, onde as autoridades estão tentando chegar a um acordo para avançar com planos de autossuficiência energética. O crescimento esperado dos lucros foi corrigido para este ano (15,8% contra 14,2% na versão anterior deste documento). No entanto, até 2023, foi corrigido para baixo para 3,4% de 4% na medida em que os lucros são comprimidos pelo efeito das pressões de custos e pela menor demanda derivada da retirada de estímulos monetários e fiscais. As valorizações diminuíram com as quedas em agosto, e continuam a negociar em níveis que são atraentes em termos absolutos e em relação aos desenvolvidos.

Apesar da defasagem de curto e longo prazo e das 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 manter o *underweight* nas ações europeias em busca de posições de financiamento com maior potencial de valorização.

Reino Unido: alocação permanece neutra

O país está passando por uma complexa situação macro financeira à qual se soma uma mudança de liderança política e monárquica. 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.

Liz Truss foi escolhida como primeira-ministra, a terceira mulher a ocupar o cargo, enfrentando o desafio de lidar com uma economia de arrefecimento e inflação acelerando principalmente a partir da energia. Além disso, deve

guiar o país no período de transição para um novo monarca após a morte da rainha Elizabeth II. Assim, em sua primeira semana no cargo, Liz Truss apresentou um plano fiscal e intervenções para evitar aumentos significativos no preço da energia através do congelamento das tarifas de eletricidade e de uma série de subsídios. Tais medidas poderiam conter aumentos significativos da inflação nos próximos meses e tirar a pressão do Banco Central.

A deterioração econômica é 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 (10,1% em julho) e um mercado de trabalho ajustado (taxa de desemprego em 3,8% em junho, semelhante à pré-pandemia). Naquela reunião, a expectativa de inflação também foi ajustada para cima, projetando um peak de inflação de 13,3% em outubro, e 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. Dessa forma, o mercado internaliza que a taxa referencial poderia subir até 3,50% no final do ano para permanecer nesse patamar por muito tempo, pois a inflação ainda ficaria acima de 9% até o final de 2023.

A surpresa econômica volta ao território positivo com estimativas que internalizam um cenário de menor crescimento econômico, lucros 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 apertado como resultado do Brexit, uma política monetária contracionária e a desaceleração de seu principal parceiro comercial (a União Europeia). Os principais indicadores de PMI de manufatura e serviços deterioraram-se e estão a níveis mínimos de 2 anos, com o indicador de manufatura caindo para 47 pts. em agosto.

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 isso não impediu a queda em agosto. A estimativa de crescimento do lucro para os próximos doze meses é reduzida para 3,6% de 5,6% há um mês e para 2023 estima-se uma contração de 0,7%, 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, a *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 a 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.

Estados Unidos: Sobre-exposição às ações de Large Cap Value dos EUA aumenta ao manter alocação em Growth e Small Caps

O *momentum* econômico é negativo, mas melhorando devido a um mercado de trabalho e consumo que ainda mostra força e surpresas para o lado positivo, enquanto a inflação já teria tocado um *peak*.

A *inflação headline* – ou total – desacelera pelo segundo mês (8,3% em agosto) e inflação implícita nas curvas de juros converge para 2% (*breakevens* de 5 e 10 anos, se encontram em 2.51% e 2.42% respectivamente). No entanto, o alto nível de preços e um mercado de trabalho robusto significam que o Fed ainda tem "trabalho a fazer" controlando a inflação, de modo que o ajuste monetário seguiria. O mercado internaliza outro aumento de 75 bps. em setembro, um dos 50 bps. em novembro e um de 25 bps. em dezembro; desta forma, a *Fed Funds Rate* terminaria o ano em 4% a partir de 0,25% no início de 2022.

O mercado de trabalho continua forte, durante agosto, a taxa de desemprego subiu para 3,7% de 3,5% em julho e 315 mil novos empregos não agrícolas foram criados – acima dos estimados 298 mil – enquanto os pedidos de auxílio-desemprego semanal começaram a cair novamente. Por outro lado, o consumo modera, assim como os gastos pessoais, enquanto a confiança do consumidor se recupera, mas permanece abaixo da média do ano passado.

Entre sinais que apoiariam um pouso suave e outros, forçados, a curva de juros dos títulos do Tesouro teve um *bear steepening -alargamento das curvas de juros-* no último mês e tem permanecido altamente volátil mantendo o investimento na parcela de 2-10 anos. Após uma mensagem *hawkish* do Fed na reunião de Jackson Hole, a curva de taxa mudou acentuadamente, com a taxa de 10 anos atingindo 3,43%, o que foi impulsionado pela inflação de agosto que desacelerou menos do que o esperado.

Durante agosto, o aumento da probabilidade de recessão – a mediana da Bloomberg observa que, com 50% de probabilidade de os EUA entrarem em recessão nos próximos 12 meses – o aumento das taxas de juros em conjunto com sinais de comprometimento do Fed para continuar o ajuste monetário agressivo, levou a quedas significativas nas ações, com as de *estilo growth* caindo mais do que *os value*. Esse último tipo de ações continua mostrando um atraso de longo prazo, com valorizações atrativas, conseguindo melhor transferir 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 diminuíram durante o mês de agosto e o S&P500 continua a ser negociado com desconto em *P/U fwd.* em comparação com a média de 5 anos, situação que se repete para ações de *value* e *small caps*, destacando que a *quality* negocia em mais de um desvio padrão abaixo da média. No nível setorial, materiais e imóveis buscam maiores punições, destacando que o setor imobiliário e a energia como os setores com maiores correções ascendentes nas estimativas de crescimento dos lucros. Para os próximos 12 meses, estima-se que o crescimento dos lucros seja próximo de 7,7%, corrigido para baixo no último mês de 8,1% e não estaria internalizando uma recessão.

A política se tornará mais relevante à medida que as eleições de meio de mandato se aproximam em novembro, e espera-se que o Partido Democrata perca o controle da Câmara dos Deputados. Este ano, um terço do Senado e de toda a Câmara dos Deputados serão renovados.

O *momentum* econômico permanece negativo e, no contexto atual, é privilegiado manter ações como as de qualidade e aquelas que ainda apresentam defasagem a longo prazo, como *o value*, cujas valorizações parecem mais atraentes do que as do estilo de *growth*. No entanto, este último poderia ser mais defensivo em um ambiente de recessão por causa de seu viés de qualidade. Além disso, dado o desconto significativo nas valorizações e fundamentos corporativos geralmente positivos, decide-se manter a sobre-exposição ao *Small Caps*.

Japão: Se mantém o Underweight em ações japonesas

Sem diferença de outras economias desenvolvidas, o *momentum* econômico torna-se negativo. As perspectivas são desfavoráveis, o país tem um viés de manufatura e uma alta exposição ao setor automotivo, de modo que a desaceleração econômica global e os anúncios de novos bloqueios na China afetarão o desempenho econômico e as margens de lucro das empresas.

A produção industrial contraiu em julho pelo quinto mês consecutivo (-1,8% em relação ao ano anterior), enquanto o PMI manufatureiro também caiu pelo quinto mês, para 51,5 pts em agosto. O consumo não consegue gerar tração e o PMI de serviços voltou à contração econômica (49,5 pts.).

Em termos de política monetária, a inflação ficou em 2,6% ao ano em julho, sem acelerar para níveis comparáveis de outras economias desenvolvidas (inflação central de 0,4% em relação ao ano anterior). Desta forma, o Banco do Japão manteria uma política monetária expansionista por um longo período, mais longo 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 20% 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 6%, 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: China leva de OW para neutro, sobre-exposição permanece em LatAm, UW na Ásia EM ex China e EMEA neutro

Durante o mês de agosto, alguns mercados emergentes conseguiram se desvincular do desempenho negativo observado em todo o quadro nos países desenvolvidos. A China obteve retornos ligeiramente positivos, mas até agora em setembro caiu acentuadamente, como resultado de novas quarentenas impostas nas grandes cidades, o que deteriora as perspectivas econômicas e nos torna **neutros para elevar a posição na China**. Com relação à **Ásia EM ex China**, o viés de exportação de várias economias e o forte elo comercial com a China, com exceção desses produtores de *commodities*, nos levam a **manter a UW**. Do lado latino-americano, com suas valorizações atingidas e a menor incerteza política em algumas economias, decidimos **manter o OW**. Por outro lado, as melhores perspectivas para algumas economias, mas a intensificação da crise energética na Europa nos faz **manter a posição neutra na EMEA**.

América Latina: se mantém overweight

A América Latina até agora este ano continua sendo a região mais defensiva entre os mercados globais, e apesar disso ainda há uma defasagem significativa a médio e longo prazo em relação aos índices globais. Ao mesmo tempo, as valorizações estão em níveis muito atraentes, negociando em torno de mínimas históricas. 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. Nesse contexto, decide-se **manter a sobre-exposição**.

No caso do **Brasil**, a atividade econômica surpreendeu em junho com crescimento de 3,1% em relação ao ano anterior, enquanto os PMIs de manufatura e serviços persistem na expansão econômica pelo sexto mês consecutivo (51,9 e 53,9 pts em agosto). Por sua vez, a inflação em agosto desacelera novamente em 8,7% ao ano de 12 meses e implica uma queda de 0,4% em relação a julho, dado os cortes de impostos em combustíveis e eletricidade, por isso espera-se que em setembro haja uma deflação mensal novamente. De qualquer forma, o mercado estima que na próxima reunião, em setembro, o Banco Central eleve a taxa Selic em 25 bps para 14%. No comércio internacional, as exportações registraram patamar recorde em agosto, com expansão de 8,8% em relação a 2021. No cenário político, as eleições presidenciais de outubro estão se aproximando e o ex-presidente Lula Da Silva mantém a liderança das preferências na média das urnas com 44% – contra 32% do presidente Jair Bolsonaro. Por outro lado, em agosto houve entradas líquidas de fundos e ETFs por ~2,0% do total de ativos sob gestão. Finalmente, em relação às valorizações, permanecem em níveis atraentes com a razão P/U *fwd*. e P/VL abaixo de 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 fluxos relevantes entrando no país, **decide-se manter a sobre-exposição às ações brasileiras.**

No **México**, o mercado de trabalho permanece próximo da taxa de desemprego em julho registrando 3,4%, melhor do que o esperado com a criação de mais de 157 mil empregos formais. Por sua vez, as pressões inflacionárias ainda estão presentes com o recorde de agosto alcançando até 8,7% a doze meses, o maior nível em 22 anos, por isso o Banxico deverá elevar a taxa de política monetária em 50 bps para 9,0% na reunião de setembro. Da mesma forma, o peso mexicano valorizou 1,1% em agosto, sendo a segunda moeda com melhor desempenho na região, enquanto o país continua liderando a entrada de fluxos para a região durante o ano (~6,8% do ativo total sob gestão). Por outro lado, dada a tendência de desglobalização, o país tem um apoio estrutural de *nearshoring* (movimentando parte da produção para outro país com custos mais baixos e proximidade geográfica). Isso melhorou sua relação comercial com os EUA, cujas exportações cresceram 18,5% em relação ao ano anterior em julho e aumentaram 17% até agora este ano. Em termos de valorizações, tanto a relação P/U *fwd.* quanto a P/VL estão abaixo da média de 5 anos em termos absolutos – esta última por mais de 1 desvio padrão. Neste contexto de bons níveis de atividade, juntamente com suporte estrutural e valorizações atraentes, decide-se **manter a sobre-exposição em ações mexicanas.**

O Chile teve um plebiscito em 4 de setembro para aprovar ou rejeitar a proposta de uma nova constituição, ganhando a opção de rejeição com mais de 60% dos votos, uma lacuna maior do que o que as urnas projetavam (24 pts.). Isso indica uma posição da população contra a radicalização, que foi entendida pelo governo ao fazer uma mudança de gabinete em 6 ministérios, incorporando em geral personagens associados à esquerda tradicional, buscando entregar um sinal de moderação. Embora continue um novo processo constitucional, no qual a alternativa que lidera as urnas corresponde a uma convenção constituinte mista com os convencionais eleitos por meio de uma eleição, juntamente com o apoio de um comitê de especialistas, a incerteza no país é reduzida, uma vez que se espera que o novo processo inclua propostas mais moderadas do que a anterior. Do lado econômico, a desaceleração da atividade econômica continua, crescendo em julho de 1,0% ao ano, sendo o pior desempenho desde fevereiro de 2021. No entanto, o governo desenvolveu um plano para incentivar investimentos no país, tanto locais quanto estrangeiros, a fim de reforçar os investimentos que haviam sido afetados por altos níveis de incerteza. Por outro lado, a inflação surpreende novamente para o lado positivo que atinge de 14,1% a doze meses, fazendo com que o Banco Central eleve a taxa referencial em 100 bps para 10,75%, atingindo a faixa máxima de seu cenário base. Por outro lado, com a projeção das pesquisas a favor da rejeição e seu triunfo, o otimismo voltou aos investidores, tendo entradas de fluxos líquidos para fundos e ETFs em torno de ~4,8% do total de ativos sob gestão em agosto. Em relação às valorizações, as relações P/U *fwd.* e P/VL permanecem em níveis atraentes, estando abaixo de sua média de 5 anos – a primeira por mais de 2 desvios padrão. Nesse contexto de menor incerteza local e retorno dos fluxos ao país, decide-se **levar as ações chilenas ao overweight.**

Do lado da **Colômbia**, o PIB do segundo trimestre cresceu 12,6% em relação ao ano anterior, acima das expectativas, enquanto o mercado de trabalho volta a mostrar recuperação com a taxa de desemprego urbano de julho caindo para 11,3%. No entanto, a inflação continua surpreendendo a subir 10,8% em doze meses, sendo o maior recorde desde abril de 1999, portanto, na reunião de política monetária em setembro, estima-se que o Banco da República fará um aumento de 150 bps. para aumentar a taxa de referência em até 10,5%. No comércio internacional, o preço do petróleo (Brent) - principal exportação do país - caiu cerca de 9,2% em agosto e 31,4% nos últimos 3 meses. Do lado político, em 7 de agosto Gustavo Petro assumiu o cargo de presidente, que tem mostrado sinais de moderação, como a nomeação como ministro da Fazenda de José Ocampo e 4 pessoas que fizeram parte de governos anteriores (de direita), e enviar ao Congresso um projeto de reforma tributária mais realista que busca arrecadar 2,5% do PIB - originalmente 5% foi proposto -. No entanto, o mercado não recebeu o novo governo positivamente e houve saídas de fluxos líquidos para fundos e ETFs para ~0,7% do total de ativos sob gestão em agosto. Em relação às valorizações, permanecem em níveis atraentes tanto em termos absolutos quanto em relação à região, com as relações P/U *fwd.* e P/VL abaixo de suas médias de 5 anos por mais de 1 desvio padrão. 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 **Peru**, a atividade continua desacelerando com o PIB do segundo trimestre crescendo 3,5% ao ano, abaixo do esperado pelo mercado. Por sua vez, a inflação de Lima em agosto foi de 8,4% em 12 meses, fazendo com que o Banco Central elevasse a taxa de política monetária de 25 bps para 6,75%. A instituição monetária surpreendeu com um aumento menor do que o esperado pelo mercado, adotando um tom mais *dovish* após a inflação mostrar uma leve desaceleração. No entanto, da mesma forma, o ajuste monetário continuará, estimando aumentos de 25 bps nas próximas reuniões e a taxa de referência deverá chegar a até 7,5% até o final do ano. No cenário político, uma tensa relação entre o Executivo e o Congresso persiste, uma vez que o presidente Castillo tem apoio suficiente para bloquear as moções de vacância, mas não para aprovar reformas radicais. Isso mantém um grande descontentamento na cidadania, tendo uma taxa de desaprovação em agosto para o presidente e o congresso de 70% e 80%, respectivamente. Por outro lado, o governo mantém uma mesa de negociação com as comunidades do entorno da mineradora Las Bambas, que causaram várias paralisações durante o ano, estimando uma queda de 30% na produção de cobre durante o primeiro semestre. Da mesma forma, o preço do cobre – uma das principais exportações do país – caiu 1,7% em agosto e acumula queda de 23% nos últimos 3 meses. Por outro lado, o sol peruano teve valorização de 1,9% em agosto, sendo a moeda com melhor desempenho na região. Em relação às valorizações, tanto a relação P/U *fwd*. quanto a P/VL negociam abaixo da média de 5 anos, tanto em termos absolutos quanto em relação à região. Com base no 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* em ações peruanas**.

A economia **Argentina** continua desacelerando, crescendo em junho 6,4% ao ano e a produção industrial em julho crescendo 5,1% para doze meses, bem abaixo da expansão de 6,9% em maio. Da mesma forma, a inflação continua surpreendendo a subir chegando a 71% em julho, e a inflação acumulada no final do ano deve ficar em ~99%. Por outro lado, o preço da soja – uma das principais exportações do país – tem tendência de queda de 7,9% em agosto. No cenário político, Gabriel Rubinstein foi nomeado vice-ministro do Ministério da Economia, considerado um sinal positivo para o mercado, tendo sua carreira como economista mais "ortodoxo" – destacando ter sido ministro do governo Lavagna participando da reestruturação da dívida com o FMI – e tendo sido crítico do kirchnerismo. No entanto, ainda há um cenário muito complexo para poder cumprir as metas trimestrais acordadas com o FMI. Nesse cenário de complexas condições macroeconômicas e problemas de governança, decide-se **manter o *underweight* nas ações argentinas**.

China: Levado a neutro da OW

Terminou na China com fortes surtos de COVID-19 que levaram à imposição de novas medidas rigorosas de quarentena pelas autoridades em cidades importantes como Chengdu e Shenzhen. Isso atrasa a construção e intensifica a crise imobiliária que estourou há alguns meses. O Congresso do Partido Comunista começará em 16 de outubro, antes que uma mudança no foco da política de saúde não seja esperada.

O PMI de fabricação de Caixin entrou em território contracionário em agosto, principalmente devido a quedas de energia em Sichuan devido às secas. Do lado dos estímulos, foi anunciado um pacote de RMB 1 trilhão de yuans (~USD 146 bilhões), focado principalmente em infraestrutura, e entregando metade desse estímulo aos governos locais para apoiar o setor. Na política monetária, o Banco Central cortou novamente as taxas dos empréstimos de 1 e 5 anos, concentrando-se no último, que é o que orienta a taxa de empréstimos hipotecários, cortando-o de 15 bps., para 4,3%. O diferencial de taxa crescente com os EUA atingiu a moeda.

Enquanto o mercado, as expectativas de lucro ainda estão sendo cortadas, tanto para este ano quanto para o próximo, enquanto as valorizações são ainda mais descontadas, principalmente no índice *offshore*, mas a atratividade diminui quando ajustada para o risco. Em suma, para setembro não há um catalisador claro para cima

que apoiará o mercado de ações chinês sobre outras regiões, por isso decidiu-se **tomar para neutralizar a sobre-exposição que trouxe o posicionamento de agosto.**

Ásia Emergente ex China: Se mantém o UW

Em agosto, o mercado asiático registrou retornos mistos que contrastam com os negativos dos maiores mercados do mundo. Alguns países como Coreia do Sul, China e Taiwan se destacam com quedas mais acentuadas, suas valorizações não parecem particularmente atraentes, e menos quando se ajustam ao risco. A manutenção da subexposição conversa com a posição neutra na China, já que algumas dessas economias dependem significativamente da atividade econômica chinesa. Por sua vez, os países que não iniciaram o ajuste monetário o fizeram, e as pressões inflacionárias permanecem latentes. Em relação às *commodities*, agosto teve quedas nos preços quase transversalmente, mas ainda em níveis elevados, o que, juntamente com a crise energética, fornece apoio para continuar favorecendo os países exportadores de commodities em posicionamento. Nesse cenário, **decide-se manter a subexposição na Ásia EM ex China.**

O mercado acionário **indiano** novamente mostrou um desempenho superior ao resto dos mercados emergentes em agosto (~3,9% em USD), pressionando as valorizações, mas quando ajustados para recompensa de risco permanecem abaixo de sua média histórica. Do lado da inflação, em agosto já apresentou desaceleração e ficou em 6,7% em relação ao ano anterior, ainda acima da meta do Banco Central. No entanto, o governo anunciou um imposto de exportação de 20% sobre certas variedades de arroz (~60% das exportações de arroz) dado aumentos de preços locais estimados em cerca de 9%. Nesse contexto, a autoridade monetária elevou novamente o TPM em 50 bps. em agosto para 5,4%, demonstrando seu claro compromisso em conter a inflação e mostrando aumentos acumulados de 140 bps. desde abril deste ano. Por sua vez, o PMI de manufatura para agosto ficou em 56,2 pts., ligeiramente abaixo do de julho, mas ainda em amplo território de expansão e sobre os outros mercados asiáticos emergentes. **Dado o exposto, decide-se reduzir ligeiramente a subexposição nas ações indianas.**

Do lado **sul-coreano**, as perspectivas econômicas continuaram a deteriorar-se. O PMI de manufatura de agosto apresentou quedas mais aceleradas do que em julho, arrastada por indicadores de produção e novas encomendas, e com a confiança dos empresários em mínimas de 10 meses. Do lado do consumidor, houve uma leve recuperação da confiança, mas ainda em território pessimista. A inflação começou a diminuir em agosto, ficando em 5,7% em relação ao ano anterior, enquanto o Banco Central aumentou a taxa referencial sete vezes desde julho do ano passado, e em agosto deste ano subiu para 2,50%. No entanto, essa economia tem um importante viés de exportação e, em agosto, os embarques no exterior apresentaram crescimento limitado (6,6% em termos anuais), e as exportações de semicondutores caíram 7,8%. As perspectivas para esta indústria continuaram a deteriorar-se e, com a queda nos mercados, as valorizações estão em torno de 1 padrão de consumo abaixo de sua média histórica. Finalmente, as perspectivas de lucro foram corrigidas para baixo para o final deste ano e para o próximo. No entanto, **decidiu-se manter a UW em ações sul-coreanas.**

Do lado **de Taiwan**, o *momentum* econômico é negativo, mostrando o PMI de manufatura mais deteriorado da Ásia emergente. Além disso, essa economia também tem viés de exportação e está concentrada na produção de semicondutores, uma indústria com perspectivas abaladas. Embora o índice de Taiwan negocie com uma relação P/U fwd. mais de 2 desv. padrão sob sua média histórica, quando ajustado para o risco ele deixa de parecer barato e passa a negociar em torno de sua média. A perspectiva de ganhos é corrigida para baixo e tem visto uma saída significativa de seu ETF mais representativo nos últimos doze meses. Com o acima, decide-se **levar a uma ligeira UW a posição neutra que foi trazida em ações taiwanesas.**

Do lado do Sudeste Asiático, o mercado acionário **da Indonésia** continua com um *outperformance superior* até agora este ano em relação aos outros países, que foi mantido durante a primeira semana de setembro, juntamente com um aumento no preço do carvão. Seu PMI manufatureiro continuou em território positivo e acelerando, enquanto a autoridade monetária começou em agosto com ajuste monetário para conter as leves pressões inflacionárias

enfrentadas pela economia. Do lado **tailandês**, o *momentum* permanece positivo, com um PMI de manufatura subindo em agosto. O mercado tailandês rendeu USD 5,0% em agosto, e continua com valorizações negociando em torno de 1 desv.padrão abaixo de sua média de 5 anos, mesmo ajustando-se para o risco. Com tudo isso, decide-se **aumentar ligeiramente a sobre-exposição na Indonésia e manter o neutro na Tailândia**.

EMEA: Se mantém neutro

Em agosto, os mercados da EMEA apresentaram declínios quase generalizados, em linha com a retração do preço do petróleo de ~10%. As *commodities* energéticas continuam a enfrentar forças opostas; por um lado, a deterioração das perspectivas econômicas globais deve ter um efeito negativo sobre seus preços, enquanto a crise energética que se intensificou no período mais recente lhe dá apoio estrutural diante da menor oferta disponível para a Zona do Euro à medida que o inverno se aproxima. Por outro lado, as valorizações mais atraentes estão concentradas na Europa Emergente, cujas perspectivas econômicas continuaram a se deteriorar. Isso nos leva a **manter a exposição neutra ao EMEA**.

As exportações da **economia sul-africana** estão concentradas em metais preciosos e seu maior parceiro comercial é a China. Embora a atividade permaneça resiliente e as valorizações pareçam atraentes, as perspectivas não são positivas e os ganhos esperados para este ano e no próximo continuam a corrigir para baixo. Com o exposto acima, decide-se **manter a exposição neutra em ações sul-africanas**.

A inflação na **economia turca** permanece descontrolada e ultrapassou 80% em doze meses durante agosto. Mesmo com essas pressões, a autoridade monetária decidiu cortar a taxa de referência em 100 bps na reunião de agosto para 13%. O PMI de manufatura de agosto apresentou queda e permanece em território contracionário e valorizações (P/U *fwd.*) eles estão localizados em torno de um desv. padrão abaixo da média, mesmo ajustado para o risco. No entanto, a perspectiva econômica negativa nos leva a manter a **subexposição nas ações turcas**.

A UW é mantida nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria). A atividade continua a ser abalada, particularmente na Polônia, em linha com perspectivas mais deterioradoras para o resto do continente. As valorizações são fortemente descontadas de sua história, mas a saída de fundos e ETFs continua.

Em relação à economia **saudita**, em agosto o mercado continuou apresentando ganhos e avançou em torno de USD 2,1%. A economia continua resiliente, mostrando um PMI de manufatura de 57,7 pts. em agosto, maior do que em julho e no terreno de ampla expansão econômica. Do lado dos preços, a inflação em julho ficou em 2,7% em doze meses, mesmo sem apresentar pressões inflacionárias. No entanto, decidiu-se **manter a sobre-exposição à Arábia Saudita**.

Renda Fixa

US Treasuries: neutro em títulos nominais e diminui exposição em TIPS, caindo para neutro

O Fed continua com sua política monetária contracionária e reafirma seu compromisso de manter o aumento da taxa até que a inflação reduza, neste contexto, e considerando as próximas reuniões de política monetária, as taxas de juros de curto e longo prazo aumentaram consideravelmente nos últimos meses. Por causa disso, a curva de rendimento dos Treasuries de 2 e 10 anos permanece inversa e, por sua vez, a diferença aumenta como resultado de maiores aumentos relativos em trechos curtos. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação nos títulos do Tesouro, continuam 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 taxa, enquanto a sobre-exposição ao TIPS é levada a neutro, vendo uma diminuição do risco inflacionário.

US Mortgages: se aumenta a exposição, passando de neutra para overweight

Apesar dos recentes aumentos das taxas de juros e de seu efeito no aumento dos preços do financiamento, o setor financeiro mostra que a força das empresas e finanças familiares são saudáveis. Por sua vez, o mercado de trabalho continua resiliente, com a criação de empregos em níveis estáveis e uma taxa de desemprego relativamente baixa. Nesse sentido, decide-se aumentar a exposição em *US Mortgages* indo de neutro para *OW*.

US Investment Grade: overweight é mantido

Na atual situação macroeconômica, a maior qualidade de crédito e um *yield* real de 2,3% fazem com que o *Investment Grade* norte-americano continue sendo uma opção atraente em termos de risco/retorno, oferecendo maior desempenho em um cenário recessivo, devido a isso é decidido manter o *OW* no *US IG*.

US High Yield: overweight é mantido

Apesar do aumento nas probabilidades de recessão nos EUA e a expansão dos *spreads* em um cenário recessivo, o *High Yield* dos EUA apresenta um *yield* real de 5,85% atraente em comparação com outras subclasses de ativos e com uma qualidade de crédito maior do que outras alternativas de *High Yield*. Com base no mencionado acima, e dada a boa combinação de risco/retorno, o *OW* é mantido em *US HY*.

Europe Broad: o underweight é mantido

No caso da Europa, um cenário macroeconômico complexo permanece, além da exposição à guerra na Ucrânia, às crescentes pressões inflacionárias e à desaceleração econômica, acrescenta-se a crise energética pela qual a região está passando. Isso, juntamente com um *yield* pouco atraente em comparação com outras subclasses de ativos, nos leva a manter a subexposição em *Europe Broad*.

Europe High Yield: neutro é mantido

Semelhante ao caso anterior, mas apesar do *underweight* geral que eles têm na Europa. A melhor combinação de risco/retorno do *High Yield* versus *Investment Grade* nos leva a manter a posição neutra na Europa *HY* em um contexto macroeconômico desafiador.

Japan Broad: underweight

O índice oferece um *yield* real inferior a zero (-0.66%), uma longa duração de mais de 9 anos e um ambiente macroeconômico desfavorável. Dado isso, a subexposição é mantida em *Japan Broad*.

Dívida do Mercado Emergente: Se mantém overweight em títulos corporativos

A dívida emergente permanece entre as alternativas mais atraentes em renda fixa, pois oferece um *yield* maior em relação ao mundo desenvolvido e tem taxas de *default* esperadas em linha com suas médias históricas. Por outro lado, embora a dívida soberana de *high yield* apresente um *yield* superior a 12%, sua menor qualidade de crédito em comparação com outras alternativas a torna menos atraente em termos de risco/retorno. Dado o exposto, a dívida corporativa emergente é favorecida sobre a dívida soberana tanto no *high yield* quanto no *Investment grade*, principalmente na *LatAm*, onde as empresas exibem boa saúde corporativa e os retornos foram mais resilientes às quedas do mês passado. Do lado dos *local markets*, a força do dólar no último mês dificulta a posição devido a uma valorização significativa das moedas emergentes. Em linha com o acima, este mês decidiu-se manter o *OW* tanto na dívida corporativa de *High Yield* quanto no *Investment grade*, mantendo-se neutro nos *local markets* e na dívida soberana.

Exposição da moeda – Setembro de 2022

Moedas	Bench.	Agosto	Setembro	OW/UW	Câmbio	
USD	41,8%	49,7%	51,3%	OW	9,5%	1,7%
EUR	17,5%	12,1%	12,3%	UW	-5,2%	0,2%
GBP	1,5%	1,5%	1,3%	UW	-0,1%	-0,1%
JPY	6,4%	2,6%	2,7%	UW	-3,7%	0,1%
GEMs	33,0%	34,2%	32,4%	UW	-0,5%	-1,8%
	100,0%	100,0%	100,0%			

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma certa exposição das 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 – Agosto 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%	-2,4%	-1,2%	-1,1%	0,0	8,0
Renda Fixa	50%	50%	0%	-2,3%	-1,2%	-1,0%	0,0	20,1
Caixa	0%	0%	0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0	0,0
Ouro	0%	0%	0%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0	0,0
Cobertura						0,0%	0,0	0,0
Portfólio					-2,36%	-2,08%	0,0	28,1
Outperformance / Underperformance (bps)								28,1
Europe ex UK	13,1%	10,5%	-2,6%	-6,5%	-0,85%	-0,68%	10,6	
Europe Small Cap ex UK	1,4%	0,0%	-1,4%	-7,3%	-0,10%	0,00%	6,9	
UK	2,9%	2,9%	0,0%	-6,5%	-0,19%	-0,19%	0,0	
US Large Cap Growth	14,3%	16,3%	2,0%	-5,4%	-0,77%	-0,88%	-6,0	
US Large Cap Value	15,7%	17,2%	1,5%	-3,1%	-0,49%	-0,54%	-1,1	
US Small Caps	4,1%	5,1%	1,0%	-2,7%	-0,11%	-0,14%	-0,3	
Japan	4,8%	1,8%	-3,0%	-2,6%	-0,12%	-0,05%	0,5	
Desenvolvidos	56,3%	53,8%	-2,5%	-4,7%	-2,63%	-2,46%	10,7	
LatAm	4,1%	7,3%	3,2%	0,0%	0,00%	0,00%	7,5	
LatAm Small Cap	0,7%	0,7%	0,0%	5,3%	0,04%	0,04%	0,0	
China	11,8%	13,1%	1,3%	0,2%	0,03%	0,03%	3,4	
EM Asia ex China	16,5%	14,5%	-2,0%	0,5%	0,08%	0,07%	-5,7	
EM Asia Small Cap	4,0%	4,0%	0,0%	1,9%	0,08%	0,08%	0,0	
EM Europe and Middle East	6,6%	6,6%	0,0%	0,2%	0,01%	0,01%	0,0	
Emergentes	43,7%	46,2%	2,5%	0,5%	0,23%	0,22%	5,2	
Equities					-2,40%	-2,24%	15,9	
US Govt Agencies	11,3%	11,3%	0,0%	-2,5%	-0,28%	-0,28%	0,0	
US TIPS	1,4%	3,0%	1,6%	-2,7%	-0,04%	-0,08%	-0,5	
US Mortgages	7,9%	7,9%	0,0%	-3,4%	-0,27%	-0,27%	0,0	
US Corps	7,1%	10,0%	2,9%	-2,9%	-0,21%	-0,29%	-1,8	
US High Yield	1,7%	2,3%	0,6%	-2,3%	-0,04%	-0,05%	0,0	
Europe Broad	19,7%	13,0%	-6,7%	-4,9%	-0,96%	-0,63%	17,1	
Europe High Yield	0,7%	0,7%	0,0%	-1,5%	-0,01%	-0,01%	0,0	
Japan Broad	7,9%	3,4%	-4,5%	-4,3%	-0,34%	-0,15%	9,1	
Dívida Desenvolvidos	57,7%	51,6%	-6,1%	-3,7%	-2,15%	-1,77%	23,9	
EM Sovereign IG	4,1%	4,1%	0,0%	-1,9%	-0,08%	-0,08%	0,0	
EM Sovereign HY	6,0%	6,0%	0,0%	-0,1%	-0,01%	-0,01%	0,0	
EM Corporate IG	3,6%	6,5%	2,9%	-0,5%	-0,02%	-0,03%	5,3	
EM Corporate HY	6,4%	9,6%	3,2%	1,1%	0,07%	0,11%	11,0	
EM Local Markets	22,2%	22,2%	0,0%	-0,7%	-0,15%	-0,15%	0,0	
Dívida Emergente	42,3%	48,4%	6,1%	-0,4%	-0,18%	-0,16%	16,3	
Fixed Income					-2,33%	-1,92%	40,2	

*Anualizado ** Desde 2001
Dados 31 de agosto de 2022.

Em agosto, a carteira TAACo Global teve uma perda de 2,1%, 28 bps. sobre o desempenho do *benchmark*. No nível de *attribution análise* (i) o posicionamento neutro não gerou valor, (ii) a seleção de instrumentos gerou ganhos principalmente na renda fixa, devido ao curto posicionamento em títulos europeus de *high yield* e longo em empresas emergentes do mesmo tipo. Em renda variável, a maior contribuição veio da posição curta nas ações europeias, seguida pela sobre-exposição às ações latino-americanas.

Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho							Desde início**	Volatilidade 5 anos*
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	-2,1%	-5,0%	-14,0%	-15,5%	1,6%	1,8%	3,6%	6,4%	9,6%
Benchmark	-2,4%	-4,8%	-16,1%	-17,4%	0,5%	0,9%	2,8%	4,6%	9,1%
Out/Under perf. (bps)	28	-18	203	190	111	90	87	185	
Ações	-2,2%	-6,8%	-18,7%	-20,0%	4,4%	2,5%	5,1%	4,3%	14,2%
Benchmark	-2,4%	-6,3%	-19,2%	-20,2%	4,1%	2,4%	4,9%	3,6%	14,1%
Europe ex UK	-6,5%	-11,8%	-26,7%	-27,0%	0,1%	-0,9%	3,2%	2,4%	18,2%
Europe Small Cap ex UK	-7,3%	-16,0%	-31,2%	-33,4%	2,5%	-0,5%	7,0%	8,9%	21,8%
UK	-6,5%	-11,7%	-13,5%	-11,3%	-1,1%	-2,6%	-1,0%	-0,3%	17,8%
US Large Cap Growth	-5,4%	-1,7%	-24,9%	-22,0%	14,6%	14,5%	14,2%	--	20,6%
US Large Cap Value	-3,1%	-6,3%	-10,9%	-6,1%	5,7%	5,0%	7,4%	4,9%	16,4%
US Small Caps	-2,7%	-2,3%	-16,1%	-15,9%	8,5%	7,1%	9,7%	10,7%	22,0%
Japan	-2,6%	-5,3%	-18,8%	-20,6%	0,3%	0,0%	4,2%	1,4%	14,3%
Desenvolvidos	-4,2%	-5,5%	-17,8%	-15,1%	8,8%	7,9%	9,5%	8,0%	16,9%
LatAm	0,0%	-13,7%	-0,2%	-15,4%	-6,5%	-5,8%	-5,0%	5,3%	30,4%
LatAm Small Cap	5,3%	-11,5%	-2,7%	-18,6%	-6,0%	-5,2%	-6,2%	8,0%	32,9%
China	0,2%	-3,3%	-19,5%	-28,2%	-2,2%	-2,3%	4,7%	10,8%	20,0%
EM Asia ex China	0,5%	-7,3%	-16,9%	-17,5%	10,6%	5,3%	6,3%	--	18,5%
EM Asia Small Cap	1,9%	-6,7%	-20,1%	-18,8%	10,5%	2,5%	4,2%	9,3%	19,3%
EM Europe and Middle East	0,2%	-5,7%	-32,6%	-33,6%	-7,8%	-6,0%	-5,7%	1,7%	20,9%
Emergentes	0,4%	-6,5%	-17,5%	-21,8%	2,7%	0,6%	2,9%	10,7%	16,9%
Renda fixa	-1,9%	-3,1%	-12,6%	-14,3%	-2,9%	-0,5%	0,8%	5,6%	5,5%
Benchmark	-2,3%	-3,3%	-12,9%	-14,7%	-3,5%	-1,0%	0,4%	4,7%	5,4%
US Govt Agencies	-2,5%	-1,8%	-10,0%	-10,8%	-2,2%	0,3%	0,8%	4,6%	4,6%
US TIPS	-2,7%	-1,6%	-7,5%	-6,0%	2,7%	3,2%	1,7%	6,3%	4,8%
US Mortgages	-3,4%	-1,9%	-9,1%	-9,7%	-2,0%	0,1%	1,1%	4,7%	3,7%
US Corps	-2,9%	-2,6%	-14,2%	-14,9%	-2,1%	1,0%	2,3%	6,3%	7,1%
US High Yield	-2,3%	-3,5%	-11,2%	-10,6%	1,0%	2,6%	4,5%	9,1%	8,8%
Europe Broad	-4,9%	-3,3%	-13,0%	-14,4%	-5,1%	-1,3%	1,5%	4,6%	5,0%
Europe High Yield	-1,5%	-3,5%	-11,3%	-11,4%	-1,2%	0,7%	4,3%	8,4%	9,0%
Japan Broad	-4,3%	-7,9%	-19,2%	-23,1%	-10,3%	-4,7%	-4,7%	0,5%	7,7%
Dívida Desenvolvidos [1]	-3,4%	-2,9%	-12,0%	-12,9%	-1,0%				
EM Sovereign IG	-1,9%	-1,8%	-17,1%	-17,6%	-3,9%	0,2%	1,8%	8,0%	8,2%
EM Sovereign HY	-0,1%	-6,4%	-17,4%	-20,6%	-5,0%	-3,2%	1,3%	9,3%	13,7%
EM Corporate IG	-0,5%	-1,6%	-13,3%	-14,1%	-2,1%	0,9%	2,3%	--	5,4%
EM Corporate HY	1,1%	-3,6%	-16,1%	-19,8%	-2,6%	0,1%	3,5%	--	9,5%
EM Local Markets	-0,7%	-3,2%	-9,5%	-12,1%	-2,0%	-1,2%	-0,7%	--	10,7%
Dívida Emergentes [1]	-0,3%	-3,3%	-13,3%	-15,8%	-3,1%				
Caixa	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	1,1%	0,6%	1,7%	0,3%
Outro	-2,1%	-6,7%	-5,0%	-5,5%	3,9%	5,5%	0,4%	12,4%	13,1%

* 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	15.0x	14.9x	2,0%	2.8x	2.2x	13%	6%	17%	1,2
US	17.0x	16.0x	2,0%	4.0x	2.9x	18%	8%	28%	0,9
Europe	11.3x	13.0x	4,0%	1.7x	1.7x	13%	3%	12%	0,9
Japan	12.3x	14.7x	3,0%	1.3x	1.3x	-6%	4%	9%	-2,1
EM	10.9x	11.5x	3,0%	1.6x	1.8x	-5%	6%	12%	-2,2
EM Asia	11.6x	12.2x	3,0%	1.6x	1.8x	-4%	8%	12%	-2,9
CEEMEA	10.8x	9.3x	4,0%	1.8x	1.5x	-34%	6%	25%	-0,3
LatAm	7.2x	11.9x	9,0%	1.6x	1.9x	21%	-7%	22%	0,3
China	10.6x	11.6x	3,0%	1.4x	1.9x	-1%	15%	11%	-10,6
S. Korea	8.3x	9.8x	3,0%	1.0x	1.2x	-8%	1%	12%	-1,0
Taiwan	10.7x	14.4x	4,0%	2.0x	1.9x	-1%	-4%	21%	-10,7
India	21.3x	17.0x	2,0%	3.7x	3.2x	4%	19%	14%	5,3
Indonesia	14.6x	14.1x	4,0%	2.6x	3.3x	18%	5%	17%	0,8
Malaysia	13.8x	14.9x	4,0%	1.5x	1.9x	1%	13%	11%	13,8
Thailand	17.8x	13.4x	3,0%	2.2x	2.1x	-1%	8%	10%	-17,8
Philippines	15.4x	16.3x	2,0%	1.8x	2.5x	16%	21%	9%	1,0
S. Africa	7.9x	12.2x	6,0%	1.6x	2.3x	7%	12%	19%	1,1
Turkey	4.6x	8.1x	6,0%	1.4x	1.4x	55%	-10%	22%	0,1
Poland	6.5x	11.6x	5,0%	0.8x	1.4x	-10%	-11%	13%	-0,7
Czech R.	9.0x	12.4x	8,0%	1.9x	1.7x	116%	12%	19%	0,1
Saudi	16.5x	14.4x	3,0%	2.7x	2.1x	24%	6%	32%	0,7
UAE	13.1x	11.5x	4,0%	1.9x	1.4x	-9%	10%	13%	-1,5
Brazil	6.2x	10.8x	12,0%	1.6x	1.8x	15%	-9%	28%	0,4
Mexico	11.4x	15.0x	4,0%	1.7x	2.6x	16%	7%	19%	0,7
Chile	9.2x	15.2x	8,0%	1.6x	1.9x	98%	-19%	16%	0,1
Colombia	5.7x	13.2x	12,0%	1.1x	1.6x	38%	4%	31%	0,2
Peru	8.9x	12.6x	5,0%	1.5x	2.9x	33%	6%	20%	0,3

Fonte: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Dados em 31 de agosto 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 efetuar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem informar-se sobre as condições da transação, bem como os direitos, riscos e responsabilidades implícitos nela, para os quais as empresas do Compass Group e/ou pessoas relacionadas ("Compass Group"), não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, derivada 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.