

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	Set	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	-3.1%	-3.2%	2.9%	10.9%	0.8%	2.1%	3.1%	4.7%	10.1%
Benchmark	-3.1%	-3.2%	3.2%	11.5%	-1.0%	1.3%	2.3%	3.4%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	4	-1	-28	-65	183	81	80	133	
Ações	-3.6%	-3.3%	6.2%	16.7%	3.2%	2.8%	4.0%	3.3%	14.8%
Benchmark	-3.7%	-3.3%	6.4%	17.6%	3.0%	2.7%	3.9%	2.8%	14.7%
Renda Fixa	-2.6%	-3.0%	0.0%	5.1%	-4.5%	-0.1%	0.8%	3.9%	6.2%
Benchmark	-2.6%	-3.0%	0.0%	5.5%	-5.2%	-0.6%	0.4%	3.3%	6.2%
Caixa	0.5%	1.3%	3.7%	4.6%	1.7%	1.7%	1.1%	1.4%	0.5%
Ouro	-3.7%	-2.2%	3.1%	11.9%	-0.3%	9.5%	3.5%	9.1%	14.2%

*Anualizado ** Desde abril 2001

Resultados em 30 de setembro de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

Taxas de juros, para onde elas vão?

As taxas de juros estão em seus níveis mais altos em mais de quinze anos (2007), antes da grande crise financeira de 2008-2009, após a qual caíram e permaneceram em mínimos históricos até hoje. Durante esse período, o fenômeno da inflação praticamente desapareceu do cenário global, mas hoje ele está de volta e as taxas de juros estão sob pressão de alta. Jerome Powell, presidente do Fed, está determinado a vencer a inflação e não mostra nenhum sinal de trégua que possa causar o ressurgimento da inflação.

A última vez que o Fed dos EUA esteve em uma situação semelhante (um aumento na taxa dos títulos do Tesouro de 10 anos de 0,51% em 2020 para 4,8% atualmente) foi no final da década de 1970; há mais de quatro décadas e em um mundo muito diferente, o que torna as projeções e perspectivas um enorme desafio.

Isso fez com que o valor das ações em relação aos títulos (prêmio de risco) atingisse seu nível mais baixo desde o início dos anos 2000.

Até o momento, o aperto monetário não produziu danos proporcionais à magnitude dos aumentos das taxas de juros na economia dos EUA. Os efeitos da política monetária são defasados, mas, desta vez, a resiliência da atividade tem sido notável: especialmente nos indicadores de emprego, consumo e setor de serviços. E mesmo olhando para o resto do mundo, embora os indicadores do PMI do setor industrial (indicador de expansão ou contração para os próximos 6-12 meses) tenham se deteriorado em níveis contracionistas (abaixo de 50 pontos) desde o início deste ano, os do setor de serviços permaneceram confortavelmente expansionistas até julho. Em agosto, houve deterioração apenas na Europa, mas, em setembro, o movimento geral nas economias desenvolvidas foi no sentido de a atividade de serviços passar de expansionista para neutra.

Os sinais de fraqueza que poderiam fazer com que as taxas de juros começassem a cair ainda são incipientes. Os sinais do setor de serviços são agravados por uma queda acentuada na demanda por empréstimos industriais e comerciais, além de padrões de crédito muito rígidos

ÍNDICE

Taxas de juros, para onde elas vão?..... 1

Alocação de ativos 3

Resultados globais do TAACo Setembro de 2023 17

Desempenho histórico 18

Taxas de juros atingem o nível mais alto desde 2007

O cenário de ajuste da inflação só é comparável ao do final da década de 1970. O Fed está determinado a não desistir

Efeitos do ajuste limitados até o momento

para o setor corporativo. Enquanto isso, no mercado imobiliário, a acessibilidade das moradias está em seu nível mais baixo desde a crise de 2008 e as taxas hipotecárias estão em seu nível mais alto desde os níveis pré-crise.

Por outro lado, para o restante do ano, os Estados Unidos estão entrando em um período de possíveis greves, a retomada dos pagamentos de empréstimos universitários e a discussão do orçamento que, se não houver acordo, pode levar a uma paralisação do governo.

Do lado chinês, a crise imobiliária, a desconfiança dos investidores e consumidores estrangeiros em nível local, a dificuldade de recuperação econômica - apesar dos estímulos - continuam a ser um obstáculo para a segunda maior economia do mundo, com consequências globais, incluindo o impacto sobre a demanda e os preços das commodities.

Os fatores que podem continuar a pressionar as taxas de juros para cima prevalecem, embora seja de se esperar que a economia dos EUA continue a apresentar sinais graduais de deterioração da atividade. Justamente a gradualidade do ajuste nesse ciclo fez com que o cenário de taxas de juros mais altas se materializasse por mais tempo, reduzindo, assim, a probabilidade de um *soft landing* da economia e aumentando a probabilidade de uma recessão.

É muito difícil esfriar a economia e vencer a inflação sem gerar "dor". É difícil prever onde e quando isso se manifestará desta vez, pois vemos no mercado um predomínio do aspecto técnico sobre o fundamental, o que torna a alocação de ativos complexa. Um reflexo disso é que as casas de pesquisa independentes mostram uma falta de convicção ou mudanças rápidas em sua postura e alocação de ativos.

A transição para o final do ciclo de queda/recessão está se mostrando complexa, as correlações positivas entre as classes de ativos estão retornando, em um ambiente de inflação ainda alta. O mercado está ansioso e inquieto. Isso se deve à falta de clareza quanto ao momento em que o ajuste "atingirá" a economia e será incorporado aos níveis de atividade, dando espaço para taxas de juros mais baixas.

Por sua vez, os lucros das empresas continuarão sob pressão, já que a economia precisa render e há também o impacto negativo do custo mais alto de financiamento devido às taxas de juros mais altas. Apesar das quedas nos mercados acionários no mês passado, elas não foram de uma magnitude que espelhe o que aconteceu com os títulos e as taxas de juros, portanto, ainda não houve um ponto de entrada óbvio.

As altas taxas de juros fazem com que o caixa e a renda fixa sejam um destino lógico para a alocação de ativos, de modo que, neste mês, uma posição de caixa é assumida às custas de ações e títulos, que são subponderados no balanço.

Em ações, as ações de mercados emergentes são as preferidas, onde os *valuations* são mais atraentes, a inflação está diminuindo mais rapidamente e o ciclo de flexibilização monetária já está em andamento.

Há certos sinais de deterioração, mas também de resistência.

Um último trimestre "barulhento"

Não existe um ajuste "indolor"... resta saber quando e quanto.

O mercado reflete a inquietação e o medo: correlações positivas entre as classes de ativos

Estamos em um cenário em que o caixa parece atraente em relação às ações e aos títulos.

No setor de ações, os mercados emergentes são os favoritos.

ALOCÇÃO DE ATIVOS: OUTUBRO DE 2023

TAACo Global	Bench.	Setembro	Outubro	OW / UW	Câmbio		
Ações	50%	50%	45%	UW	-5%	-5.0%	-
Renda Fixa	50%	50%	45%	UW	-5%	-5.0%	-
Caixa			10%	OW	10.0%	10.0%	+
Ouro				N			
Portfólio Atual							
Europe ex UK	13.5%	11.0%	11.0%	UW	-2.5%		
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%		
UK	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%		
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	15.8%	N			
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	14.0%	N			
US Small Caps	3.6%	3.6%	3.6%	N			
Japan	4.9%	6.5%	6.5%	OW	1.6%		
Mercados desenvolvidos	56.0%	52.8%	52.8%	UW	-3.2%		
LatAm	4.1%	6.1%	6.1%	OW	2.0%		
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.7%	OW	1.0%		
China	12.7%	12.7%	12.7%	N			
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	16.6%	OW	1.0%		
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N			
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	6.1%	UW	-0.8%		
Mercados emergentes	44.0%	47.2%	47.2%	OW	3.2%		
Total de Ações	100.0%	100.0%	100.0%				
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	5.5%	UW	-0.5%	-0.5%	-
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	11.5%	N			
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	7.1%	OW	0.5%	0.5%	+
US Tips	2.8%	1.5%	1.5%	UW	-1.3%		
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	27.5%	OW	1.0%		
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	3.3%	UW	-1.0%		
Dívida em Desenvolvidos	57.7%	56.4%	56.4%	UW	-1.3%		
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	5.0%	N			
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	4.0%	UW	-1.5%		
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	4.6%	OW	1.0%		
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	5.9%	OW	0.9%		
EM Local Markets	23.2%	24.1%	24.1%	OW	0.9%		
Dívida em Emergentes	42.3%	43.6%	43.6%	OW	1.3%		
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%				

OW em caixa, 45% em ações e títulos

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

Em renda fixa, os títulos do tesouro OW 30Y e UW 5 anos são usados. Mercados emergentes da OW

RENDA VARIÁVEL

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

O *momentum* econômico melhora, mas continua negativo. Embora os dados sejam menos ruins e o índice de surpresa econômica apresente uma tendência de alta, ele permanece em território negativo. Os indicadores de confiança diminuem (Sentix econômico, industrial, de serviços, do investidor e do consumidor). Os principais PMIs do setor industrial e de serviços estão em território contracionista (abaixo de 50 pontos, o limite de expansão/contração do setor para os próximos seis a doze meses). O consumo continua deprimido (as vendas no varejo se contraíram nos últimos 10 meses em relação ao ano anterior), assim como a produção industrial.

Em sua mais recente atualização das perspectivas econômicas, o Fundo Monetário Internacional (FMI) corrigiu para baixo o crescimento esperado para este e o próximo ano, para 0,7% e 1,2%, respectivamente. A Alemanha se destaca por sua contração neste ano (-0,5%) e pelo corte em suas estimativas de crescimento para este e o próximo ano. O país foi afetado por seu vínculo comercial com a China, que não conseguiu gerar tração em sua reabertura pós-pandemia.

No nível agregado, a inflação permanece em uma trajetória de convergência e surpreendeu em setembro ao cair mais do que o esperado para 4,3% a/a (5,2% em agosto); a medida do núcleo - que exclui componentes voláteis como alimentos e combustíveis - também caiu mais do que o esperado e registrou 4,5% a/a. Em linha com a inflação em queda e o arrefecimento da economia, o Banco Central Europeu (BCE) teria feito seu último aumento da taxa de juros deste ciclo na reunião de setembro. Assim, o sistema de taxas de juros permanecerá estável até meados do próximo ano, quando se espera que comecem os cortes nas taxas.

A decisão do Fed em sua reunião de setembro, que foi interpretada como “*Higher for longer*”, levou a um aumento generalizado das taxas globais. Embora se diga que os aumentos das taxas na Europa tenham terminado, a curva de taxas no mês passado sofreu uma *inclinação para baixo* - aumentos mais pronunciados na extremidade longa da curva - em linha com o movimento da curva de rendimentos do Tesouro dos EUA. Para referência, em 11 de outubro, a taxa do Bund alemão de 2 anos caiu na margem no último mês para 2,99% e a taxa de 10 anos subiu cerca de 15 pontos-base (bps) para 2,76%.

Nesse clima de perspectivas deterioradas e taxas mais altas, setembro ampliou as perdas. O Stoxx 50 caiu 5,2% (em dólares), pior do que as ações dos EUA e do Japão. O setor corporativo continua fraco, com expectativa de crescimento dos lucros de 2,6% em 2023, um número que foi corrigido ligeiramente para baixo no último mês. Em 2024, eles cresceriam 7,7%, o que se compara negativamente com seus pares desenvolvidos. A defasagem nos últimos meses continua a diminuir os *valuations*. A relação Preço/Utilidade de doze meses (P/U *fwd.*) é negociada abaixo da média de cinco anos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares desenvolvidos. O último está mais de dois desvios-padrão abaixo da média.

A deterioração da perspectiva econômica, a alta dependência comercial da China - que não consegue gerar tração -, o fraco *impulso* corporativo, as constantes saídas de capital (pela 30ª semana consecutiva, saídas de capital de fundos e ETFs) **nos levam a manter a posição *underweight*** para financiar posições em que vemos mais potencial de alta.

REINO UNIDO: O *underweight* é mantido

Apesar da atratividade dos *valuations*, do alto *rendimento de dividendos* (~4,3%) e de podermos já ter chegado ao fim do aperto monetário, mantém-se uma posição vendida em ações do Reino Unido devido à falta de convicção em uma recuperação sustentada do país, à perda de dinamismo econômico, ao fortalecimento da libra esterlina - que reduz as receitas do setor de exportação - e às saídas persistentes para fundos e ETFs.

O índice de surpresa econômica permanece marginalmente positivo. Os PMIs do setor industrial e de serviços caíram em setembro para 44,3 e 49,3 pontos, respectivamente. Embora a taxa de desemprego tenha aumentado e a destruição de empregos tenha se acelerado em setembro, o mercado de trabalho continua apertado (taxa de desemprego de 4,3% em julho, semelhante à pré-pandemia), enquanto o consumo não conseguiu reverter a tendência de queda devido à alta inflação, que pressiona o poder de compra das famílias (as vendas no varejo completam 17 meses consecutivos de contração em termos anuais). De acordo com a deterioração econômica, o FMI reduziu sua projeção de crescimento para o próximo ano de 1% para 0,6%, metade do crescimento estimado para a zona do euro.

A inflação de agosto surpreendentemente desacelerou mais do que o esperado (6,7% a/a na medida *principal* e 6,2% no núcleo), dando um fôlego ao Banco da Inglaterra, que manteve a taxa de referência em 5,25% em sua última reunião,

apesar das expectativas de um aumento de 25 bps. Assim, o mercado acredita que teríamos chegado ao fim do aperto monetário, com o mercado dividido sobre um novo aumento, dependendo da evolução dos dados. Além disso, não há previsão de aperto até o final de 2024; para garantir a convergência para a meta de inflação, a política monetária permaneceria apertada por um período prolongado. Em contraste com o restante dos países desenvolvidos, a curva de rendimento recuou de níveis elevados com uma *inclinação de touro* (quedas mais acentuadas na extremidade curta da curva). Assim, a taxa de 2 anos caiu 30 bps, para 4,53%, e a taxa de 10 anos caiu cerca de 15 bps, para 4,33%.

Por outro lado, a *dinâmica* está melhorando na margem. Os lucros sofreriam uma contração de cerca de 6% em 2023 e cresceriam 5% no próximo ano - números que foram corrigidos para cima no último mês. Apesar disso, o crescimento dos lucros em ambos os anos se compara negativamente aos seus pares europeus. O índice de ações é caracterizado pela geração de lucros internacionais, e não domésticos, e, portanto, está amplamente exposto a um mundo em desaceleração.

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

A *dinâmica* econômica permanece positiva, a economia é resiliente e a inflação está diminuindo lentamente. Esse cenário levou o Fed, em sua reunião de setembro, a manter a taxa de referência em 5,5% e aumentar sua perspectiva de crescimento para este e o próximo ano para 2,1% e 1,5%, respectivamente (a mesma estimativa atualizada pelo FMI).

O mercado de trabalho continua apertado, com a taxa de desemprego em 3,8% e a criação de empregos bem acima das expectativas, com a adição de 336 mil empregos não agrícolas em comparação com os 170 mil esperados. Os salários aumentaram 4,2% em relação ao ano anterior, um pouco abaixo do mês anterior, mas com o risco de os sindicatos manterem as pressões salariais por meio da extensão das greves, que até agora afetaram o setor automobilístico e de saúde. O consumo permaneceu resiliente, com as vendas no varejo e os gastos pessoais superando as expectativas. No entanto, foram observados aumentos nas dívidas incobráveis de bancos e cartões de crédito, e a retomada dos pagamentos de empréstimos universitários, adiados durante a pandemia, pode afetar o consumo nos próximos meses. Em linha, tanto os PMIs quanto os ISMs de serviços e manufatura permanecem em torno de 50 pontos, sem uma tendência clara quanto à evolução de ambos os setores nos próximos meses.

A inflação acelerou em agosto para 3,7% em doze meses, de 3,2%, com o núcleo da medida diminuindo de 4,7% para 4,3% em relação ao ano anterior. Assim, o Fed decidiu, em setembro, manter a taxa de referência em linha com as estimativas, o que, segundo o mercado, seria o último aumento do ciclo contracionista. Além disso, as expectativas de flexibilização monetária continuam a se moderar e agora esperam 3 cortes em 2024, começando entre maio e junho (de 5 cortes começando em março, há dois meses). Assim, em linha com o mercado, esperamos que as taxas permaneçam em níveis elevados por um período prolongado, o que nos leva a diminuir a duração, dando mais exposição ao caixa.

Nesse cenário de taxas mais altas, em setembro a curva da taxa de juros ampliou a *inclinação para baixo*, com aumentos maiores na extremidade longa da curva e a taxa de 10 anos atingindo 4,88% no início de outubro, um nível não visto desde 2007. Entretanto, a curva permaneceu volátil, já que as taxas foram pressionadas para baixo nos últimos dias por comentários dovish de membros do Fed, bem como pela busca por portos seguros desencadeada pelo conflito entre Israel e o Hamas. Atualmente (11 de outubro), a taxa de 10 anos está em 4,57%, quase 30 bps mais alta do que há um mês, enquanto a taxa de 2 anos permaneceu inalterada em 4,99%.

Com a confirmação de Jerome Powell de taxas mais altas prolongadas, setembro registrou perdas generalizadas tanto em ações quanto em títulos. Setembro aprofundou as perdas de agosto, levando as ações dos EUA a cair pelo segundo mês consecutivo (S&P500 -4,9%).

Com relação ao setor corporativo, as estimativas de lucros para 2023 e 2024 são mantidas em torno de 2,3% e 12,2%, respectivamente. Os lucros teriam atingido seu ponto mais baixo no segundo trimestre, quando se contraíram em quase 6% a/a, cresceriam quase 5% no terceiro trimestre e continuariam a se acelerar no próximo ano.

Com as perdas dos últimos meses, os *valuations* diminuíram. As ações do S&P500 são negociadas a uma relação P/U *futura* de cerca de 20x, em linha com a média de 5 anos, enquanto as ações *de crescimento* também são negociadas em níveis justos e as ações *de valor* são mais moderadas (um desvio padrão abaixo da média de 5 anos). Enquanto isso, as ações *de pequena capitalização* são mais atraentes, sendo negociadas abaixo da média e com defasagem, mas com alta volatilidade implícita.

Por sua vez, a política voltou a ser uma questão relevante. Em setembro, a aprovação do orçamento do ano fiscal de 2024 foi discutida no Congresso sem muito progresso, levando o governo à beira de uma paralisação. Finalmente, em 30 de setembro, chegou-se a um acordo provisório para estender a discussão até 17 de novembro, evitando a *paralisação*, mas o acordo custou o cargo do presidente republicano da Câmara dos Deputados, Kevin McCarthy. Na busca por um novo presidente, tornou-se cada vez mais provável que um republicano mais radical seja escolhido para dificultar um acordo em novembro, aumentando a probabilidade de uma *paralisação*.

A vulnerabilidade às condições financeiras apertadas, a alta volatilidade das taxas de juros e os fatores que afetariam o crescimento no último trimestre (greves, pressão sobre o consumo, provável *paralisação*), mas contrabalançados por *valuations* mais aliviados, sinais incipientes de melhoria nas estimativas de lucros e entradas (principalmente para as *grandes empresas*), nos levam a permanecer **cautelosos em relação às ações dos EUA em todos os seus estilos, com uma posição neutra.**

JAPÃO: Continua o Overweight às ações japonesas

Em setembro, as ações japonesas foram acompanhadas pela queda das ações globais; no entanto, a tese de investimento permanece. A economia está ganhando força, o *impulso* econômico é positivo e o país se destaca do resto do mundo desenvolvido com uma perspectiva de melhora. O FMI aumentou a perspectiva de crescimento para este ano de 1,4% para 2%. Apesar de os principais indicadores do PMI para o setor industrial e de serviços terem se deteriorado em setembro, o consumo, a produção industrial e as exportações conseguiram superar as expectativas no último mês.

Com relação à política monetária, a reunião de política monetária de setembro foi realizada sem nenhum novo desenvolvimento. O sistema de taxas de juros permaneceu inalterado e a política de Controle da Curva de Rendimento (YCC) também. A curva de taxas acompanhou os aumentos globais, com a taxa soberana de 10 anos atingindo 0,82%, um nível não visto em uma década. Como resultado, o Banco do Japão anunciou um aumento em seu programa de compra de títulos para conter o aumento das taxas de juros.

A inflação desacelerou para 3,2% a.a. em agosto (pelo 17º mês acima da meta) e o núcleo da medida permaneceu em 4,3%, o que seria o *pico* deste ciclo. Espera-se que a inflação convirja para a meta de 2% em meados do próximo ano e o mercado espera o fim da política expansionista no início do próximo ano para garantir a convergência da inflação.

Apesar do aumento da taxa de juros, o amplo diferencial de taxas em relação aos EUA continuou a pressionar a depreciação do iene (2,6% em setembro), tornando-o uma das moedas mais depreciadas entre os países desenvolvidos até agora neste ano (~12%). A perda de valor da moeda impulsionou a competitividade do setor de exportação (as exportações representaram ~17% do PIB em 2022). De acordo com o Morgan Stanley, 47% das receitas das empresas

japonesas listadas são geradas fora do país, em comparação com 29% nos EUA e 26% nos mercados emergentes. Notavelmente, 18% das receitas são geradas nos EUA, onde a economia foi surpreendida positivamente por sua resiliência.

Após uma recuperação no início do ano, as ações japonesas perderam *força* nos últimos três meses e os *valuations* estão diminuindo na margem. Tanto o índice P/U *fwd.* em termos absolutos quanto em relação aos pares desenvolvidos estão sendo negociados ligeiramente abaixo de suas médias de 5 anos. Enquanto isso, os lucros cresceriam 7,9% este ano, um número que foi corrigido para cima no último mês, e está entre os mais altos dos países desenvolvidos; em 2024, cresceriam 8%, um pouco abaixo de seus pares desenvolvidos. Com o retorno do otimismo no país, foram observadas entradas líquidas em fundos e ETFs tanto no último mês quanto até agora neste ano.

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

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

Setembro foi um mês negativo para os mercados globais, com o aumento das taxas arrastando para baixo os retornos de ações e títulos. Os países emergentes não foram exceção, mas conseguiram apresentar quedas mais limitadas do que seus pares desenvolvidos, diferentemente de períodos anteriores. Assim, embora os dados macroeconômicos da China não tenham mais decepcionado como um todo, a crise imobiliária continuou a se agravar. A Ásia emergente ex-China registrou quedas limitadas nos mercados, apoiadas por um desempenho positivo na Índia. Na América Latina, vários países apresentaram um desempenho defensivo, em um mês marcado pela contínua depreciação da moeda. Por fim, na EMEA, as pressões inflacionárias persistiram em alguns países, em um contexto de preços mais altos do petróleo, mas foram parcialmente revertidas até agora em outubro.

Além do cenário difícil para os mercados de setembro, há o conflito no Oriente Médio entre Israel e o Hamas. O Hamas realizou vários ataques contra civis em solo israelense, incluindo sequestros e assassinatos, aos quais Israel respondeu com ataques concentrados na Faixa de Gaza. O mundo ocidental tem apoiado abertamente Israel e a possível escalada do conflito teve um impacto nos mercados, embora limitado. Embora nenhum dos dois protagonistas do impasse seja um grande exportador de petróleo, seus vizinhos do Oriente Médio produzem cerca de um terço do suprimento mundial, o que levou o petróleo bruto a subir mais de 4,0% no primeiro dia útil após os ataques. Embora ainda seja muito cedo para avaliar o curso da luta, sem dúvida ela terá um impacto sobre os mercados, as moedas e, principalmente, os preços *das commodities*, aos quais os países emergentes são particularmente sensíveis.

AMÉRICA LATINA: Overweight permanece o mesmo

A região ficou na defensiva em setembro, em um contexto de valorização global do dólar e aumento das taxas de juros. No México e no Brasil, a atividade tem sido surpreendente e as projeções de crescimento estão sendo corrigidas para cima. No Peru e na Colômbia, por sua vez, o cenário político tem sido tenso, com protestos isolados. No Chile, a discussão sobre a constituição continua, enquanto na Argentina o foco tem sido os debates presidenciais. Enquanto isso, os bancos centrais do Chile e do Brasil continuaram com seus cortes nas taxas de referência, acompanhados pelo Peru. Ao mesmo tempo, os preços mais altos do petróleo afetaram os termos de troca dos países importadores líquidos de petróleo, mas foram parcialmente revertidos até o momento neste mês. Os *valuations* da região continuam atraentes, em termos absolutos e em relação aos seus pares de mercados emergentes. Nesse contexto, decidimos **manter nosso overweight à América Latina**.

No **Brasil**, a discussão legislativa continuou na arena política com relação a medidas para aumentar a receita tributária, enquanto o mercado descarta a possibilidade de o governo atingir a meta de equilíbrio primário de 0% do PIB até 2024. A discussão está progredindo e uma eventual surpresa de alta no crescimento projetado para o próximo ano resultaria em receitas mais altas que levariam o governo para a extremidade inferior da faixa da meta fiscal, mas abaixo do equilíbrio. O Banco Mundial revisou para cima sua perspectiva de crescimento para este ano, assim como o FMI, que, em sua atualização de outubro, projeta que o Brasil crescerá 3,1% este ano e 1,5% no próximo, elevando ambas as estimativas. Isso, em um contexto em que a atividade continuou a crescer em julho e a taxa de desemprego em agosto continuou a cair, ficando em 7,8%, refletindo um mercado de trabalho apertado, com a criação de empregos formais superando as expectativas do mercado e atingindo 220.000 novos empregos. A inflação em setembro acelerou para 5,2% ao ano, fora do intervalo da meta e pressionada pelos preços mais altos dos transportes. No entanto, o banco central já começou a cortar a taxa Selic, mas a expectativa para o nível do final do ano foi ajustada para cima, para cerca de 10%, considerando os fatores que, no curto prazo, poderiam influenciar a inflação para cima. Enquanto isso, o PMI industrial entrou em território contracionista em setembro, principalmente devido às vendas e à produção, mas a perspectiva econômica é positiva. Ao mesmo tempo, os *valuations* permanecem com desconto, sendo negociadas abaixo das médias históricas (P/U e Preço/Valor Contábil, P/BV). Por outro lado, as projeções de lucros para o próximo ano sofreram uma forte correção para cima no último mês e os fluxos de entrada para o principal ETF do país continuaram no último mês. Nesse contexto, a **OW em ações brasileiras** é mantida.

A atividade econômica do **México** permanece resiliente e o índice de atividade econômica expandiu-se 3,2% a.a. em julho. Os principais indicadores industriais e não industriais do IMEF continuaram a se expandir em setembro, com o último acelerando para 53,3 pontos percentuais. Enquanto isso, a inflação de setembro continua caindo para 4,5% a.a., enquanto o núcleo da inflação está mais estável, pressionado pelo setor de serviços. Isso levou o mercado a adiar as expectativas do início do ciclo de cortes das taxas de referência do Banco do México para fevereiro do próximo ano, mantendo estável o diferencial de taxas em relação ao Fed. Assim, em sua reunião de setembro, o Fed decidiu manter a taxa de referência em 11,25%, em linha com as expectativas do mercado. Os números do mercado de trabalho de agosto continuaram a mostrar resiliência, já que a taxa de desemprego de agosto caiu para 3,0% e mais de 132.000 empregos formais foram criados em setembro. Ainda assim, o FMI revisou para cima suas projeções de crescimento para este ano e para o próximo ano em 0,6 ponto percentual (pp.) cada, para 3,2% e 2,1%, respectivamente. No que diz respeito às políticas, o governo propôs um projeto de orçamento que se afasta um pouco da disciplina fiscal demonstrada até agora pelo Presidente AMLO, pois prevê uma queda de 1,8% nas receitas no próximo ano e um aumento de 4,3% nas despesas, levando a dívida a níveis de 48,8% do PIB. Embora globalmente ainda seja um estoque apertado, o mercado expressou algumas preocupações sobre a sustentabilidade de longo prazo. Por sua vez, já está internalizado que Claudia Sheinbaum, a candidata do partido governista, será a próxima presidente do México; entretanto, entre novembro e dezembro, as propostas de campanha de cada participante serão conhecidas. Com relação às variáveis de mercado, os *valuations* permanecem descontados, com o P/U *fwd.* e o P/VL sendo negociados quase 1 desvio padrão abaixo de suas médias históricas. Por outro lado, projeta-se que os lucros cresçam quase 20% este ano e 4,0% no próximo ano, em linha com o melhor crescimento econômico projetado. Quanto aos fluxos de investimento, foram observadas saídas líquidas de ~9% do ETF mais representativo no último mês, em linha com o menor apetite de risco do mercado. Assim, a perspectiva econômica do México continua positiva, os *valuations* são atraentes e o suporte estrutural do *nearshoring* permitirá que a desaceleração seja menos pronunciada do que no resto do mundo, o que nos leva a **manter nosso às overweight ações mexicanas**.

A atividade do **Chile** decepcionou em agosto e o IMACEC contraiu 0,9% em relação ao ano anterior, pressionado pelo setor não minerador, que apresentou quedas mais acentuadas. A deterioração econômica continua, mas já atingiu seu

ponto mais baixo, e no quarto trimestre devemos ver novamente dados positivos de atividade. As expectativas de crescimento econômico permanecem em território negativo e o FMI projeta que o PIB do Chile terá uma contração de 0,5% este ano e um crescimento de 1,6% no próximo ano. Mesmo com esses dados escassos de atividade, novas fontes de pressões inflacionárias surgiram na margem, como a depreciação do peso chileno, acompanhada de uma valorização global do dólar, um preço mais baixo do cobre, o acúmulo de reservas do Banco Central e um preço mais alto do petróleo, do qual o Chile é um importador líquido. No entanto, o presidente do Banco Central declarou que o aumento do dólar só teria um impacto de curto prazo sobre a inflação. Nesse contexto, o mercado continua confiante de que a inflação convergirá e fechará 2023 em 4,2% a/a, uma projeção que foi ajustada ligeiramente para cima, depois que os dados de setembro surpreenderam positivamente e desaceleraram para 5,1% em doze meses (não voláteis 6,6% a/a). Assim, as expectativas são de que o Banco Central continue com o ritmo de cortes da taxa de política monetária (TPM) e a reduza em 75 bps. em cada uma das duas reuniões restantes do ano e encerre 2023 em 8,0%. Na frente política, o trabalho do conselho constituinte culminou e a proposta para a nova constituição retornou à comissão de especialistas, que inicialmente tinha 5 dias para apresentar emendas, para as quais solicitaram uma extensão de 14 horas, dada a dificuldade de chegar a acordos. Eles terão então um dia para votar as emendas. Depois disso, o Conselho inteiro terá que aprovar as emendas por um voto mínimo de 3/5. Se alguma emenda não conseguir essa aprovação ou for rejeitada por 2/3 do plenário, ela irá para um comitê conjunto, o que poderá ser evitado se os partidos de direita conseguirem 3/5. A proposta final deverá ser apresentada em 7 de novembro e, em 17 de dezembro, será realizado um plebiscito obrigatório, no qual os cidadãos deverão votar "a favor" ou "contra" o novo texto. Embora as pesquisas nos meses anteriores tenham dado uma vitória clara à opção "contra", nos últimos meses a opção "a favor" ganhou mais força. Com relação às variáveis de mercado, os *valuations* permanecem atraentes, sendo negociadas em torno de 1 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos, tanto de P/U *para frente* quanto de P/VL. As projeções de lucros foram ligeiramente corrigidas para baixo, mas espera-se que os relatórios corporativos dos próximos trimestres apresentem números mais positivos. Nesse contexto, os preços das ações chilenas incorporam um cenário bastante negativo, no qual qualquer surpresa econômica ou política seria um risco potencial de alta. Assim, em um ambiente global complexo, no qual o mercado prevê mais cortes no TPM, convergência da inflação, dissipação de parte da incerteza política e *valuations* atraentes, **o overweight em ações chilenas é mantido.**

Na **Colômbia**, a inflação continuou a se moderar, mas em ritmo mais lento, caindo para 11,0% a/a em setembro (10,9% o recorde subjacente), ao que o banco central respondeu mantendo a taxa de referência em 13,25% em sua última reunião e em linha com as expectativas do mercado. Nesse contexto, as expectativas para o início do ciclo de cortes foram adiadas para dezembro, em um contexto de inflação persistente devido aos preços dos alimentos que ainda não caíram abaixo de dois dígitos, com o agravante da consolidação do fenômeno El Niño durante a última parte do ano. A *dinâmica* econômica continua a se deteriorar e o PMI industrial de setembro permaneceu em território contracionista (47,8 pontos), embora acima do recorde anterior. O peso colombiano se valorizou ligeiramente em setembro, impulsionado por menos ruído político e pela expectativa de derrota do partido governista por um voto de punição durante as próximas eleições regionais em 29 de outubro. Nesse sentido, observa-se que o presidente Gustavo Petro continua a perder capital político enquanto os partidos tradicionais se fortalecem. Assim, o presidente convocou passeatas em 27 de setembro para continuar pressionando pelo avanço de seu programa de reforma social. Entretanto, as marchas ficaram bem abaixo das projeções do governo. Com relação ao progresso das principais reformas: trabalhista, saúde e pensões, apenas a reforma da saúde, uma das mais polêmicas, avançou, com a Câmara dos Deputados aprovando o primeiro bloco de artigos (55 de 143) no segundo debate. De qualquer forma, a reforma continua a ser amplamente criticada por vários ministérios e a ser considerada inconstitucional, aumentando o risco de ser "derrubada" pelo Tribunal Constitucional ou pelo Senado. As reformas trabalhista e previdenciária ainda estão aguardando aprovação para o primeiro e segundo debates na Câmara dos Deputados, respectivamente. Com relação às variáveis de mercado, a Colômbia continua a ser negociada com um

desconto histórico, com mais de 1 desvio-padrão abaixo de suas médias de 5 anos (tanto P/U *fwd.* quanto P/VL). Por sua vez, os lucros continuam a ser revisados para baixo para este e o próximo ano, apontando agora para uma contração até 2024, em linha com o baixo crescimento esperado para o país. Em resumo, em um contexto de menor risco político, *valuations* atraentes, mas maior incerteza e menor atividade, **a posição neutra em ações colombianas é mantida.**

No **Peru**, a atividade econômica em julho decepcionou o mercado e contraiu 1,3% em relação ao ano anterior. Essa menor atividade apoiou uma desaceleração acentuada da inflação, que ficou em 5,0% em setembro em doze meses, permitindo que o banco central continuasse com seu ciclo de cortes. Assim, nas reuniões de setembro e outubro, o banco central cortou a taxa de referência em 25 bps. em cada ocasião, levando-a para 7,25%, e espera-se que mantenha esse ritmo de cortes nas duas reuniões restantes do ano. O fenômeno El Niño tem sido particularmente prejudicial para a economia peruana e, em especial, para o setor pesqueiro, levando o FMI a rebaixar suas projeções de crescimento para este e o próximo ano para 1,1% e 2,7%, respectivamente. No aspecto político, o cenário básico é que tanto a Presidente Dina Boluarte quanto o atual Congresso continuarão no cargo até 2026. Ao mesmo tempo, apesar da desaprovação presidencial em torno de 80%, a situação política permanece estável. Mais recentemente, o governo anunciou um acordo sobre o conteúdo do projeto de reforma da previdência, que será submetido ao Congresso. Os principais pilares incluem uma pensão mínima de 600 soles (~USD 158). Com relação aos *valuations*, tanto o P/U *inicial* quanto o P/VL estão ~0,5 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos. Com relação às projeções de lucros, no último mês elas foram corrigidas para baixo, tanto para este ano quanto para o próximo. Assim, em um contexto de estabilidade política, *valuations* abaixo das médias históricas e projeções de lucros e crescimento que estão sendo corrigidas para baixo, **a posição neutra nas ações peruanas é mantida.**

A divulgação de dados **da Argentina** continuou a mostrar quedas e, em julho, a atividade contraiu 1,3% em relação ao ano anterior, embora melhor do que o declínio de 3,8% estimado pelo mercado. Assim, a economia se contraiu pelo quarto mês consecutivo, o que levou o FMI a cortar as projeções de crescimento para este ano, projetando uma queda no PIB de 2,5%, enquanto no próximo ano o crescimento seria de 2,8%. A deterioração econômica continuará pelo resto do ano, acentuada por uma taxa de câmbio que está se depreciando em ritmo acelerado e o dólar azul ultrapassou ARS 1.000 por dólar nos primeiros dias de outubro. Isso também pressionou a inflação, que em agosto acelerou para 124,4% a/a, crescendo a uma taxa de 12,4% em relação a julho. As projeções apontam para níveis de inflação de ~180% em doze meses no final do ano e, embora o Banco Central não tenha se reunido em setembro, a taxa de referência (Leliq) está em 118%, ainda sugerindo taxas reais negativas, ao contrário de seus pares emergentes. Com relação às eleições presidenciais, foram realizados dois debates antes da eleição do primeiro turno, a ser realizada em 22 de outubro. Embora não tenha havido vencedores claros nessas instâncias, as últimas pesquisas continuam a favorecer mais o candidato libertário Javier Milei, com alguns até mesmo prevendo-o como vencedor no primeiro turno. Isso significa que o cenário macroeconômico continua incerto e será mais instável no restante do mês e durante novembro, mês em que será realizado um segundo turno, se necessário. Nesse cenário, optou-se por **manter o *underweight* em ações argentinas.**

CHINA: Manutenção da posição neutra

A perspectiva do setor imobiliário continuou a se deteriorar em setembro, com notícias de grandes incorporadoras à beira da inadimplência. Entre elas está a Evergrande, que enfrentará um processo judicial em Hong Kong no final de outubro referente a um pedido de liquidação. A Country Garden disse que espera ficar inadimplente e não poderá pagar suas obrigações *no exterior*, incluindo títulos denominados em dólares. Por fim, entre outros, a China SCE, outra grande incorporadora, solicitou uma pausa na negociação de seus títulos denominados em dólares, pois está enfrentando uma grande crise de liquidez. Nesse contexto, a Moody's anunciou que está revisando as classificações de crédito de dois grandes participantes do mercado. Do ponto de vista político, e com a intenção de atrair fluxos de investimento

estrangeiro em meio a uma crise de confiança, o governo está considerando flexibilizar a restrição à participação de investidores estrangeiros em mais de 30% da capitalização de mercado de empresas *onshore*. Ao mesmo tempo, o presidente Xi Jinping se reuniu com uma delegação de congressistas norte-americanos, tentando aliviar as tensões com vistas a uma possível reunião entre os líderes dos dois países. Mais recentemente, e considerando os números econômicos discutidos no parágrafo a seguir, o governo chinês sugeriu um novo estímulo econômico que lhe permitiria ir além da meta de déficit fiscal de 3% do PIB este ano, emitindo uma dívida adicional de cerca de US\$ 137 bilhões para gastos com infraestrutura. Isso, embora tenha como objetivo atingir a meta de crescimento de 5,0% para este ano, está a apenas alguns meses de distância e deteriora ainda mais a posição fiscal, considerando o alto nível de endividamento da China.

O impulso econômico melhorou, com a produção industrial e as vendas no varejo de agosto crescendo 4,5% e 4,6% em relação ao ano anterior, respectivamente, ambos acima das expectativas. No entanto, os principais indicadores PMI de manufatura e serviços (Caixin) de setembro ficaram em 50,6 e 50,2 pontos, respectivamente, ambos em torno do território neutro e abaixo das expectativas do mercado, destacando a acentuada desaceleração no setor de serviços. Quanto à inflação, em agosto ela registrou 0,1% a/a e em setembro espera-se que aumente 0,2% em doze meses, enquanto o núcleo da inflação ficou em 0,8%. Os registros de inflação permanecem próximos de zero, e o banco central manteve as taxas básicas de empréstimo de 1 ano e 5 anos na reunião de setembro, em 3,45% e 4,20%, respectivamente, após ter cortado a taxa de 1 ano em agosto. Entretanto, reduziu o índice de reservas obrigatórias em setembro em 25 pontos-base pela segunda vez neste ano, buscando aumentar a capacidade de empréstimo dos bancos e facilitar o estímulo fiscal, especialmente a emissão de títulos locais. Com tudo isso, as projeções de crescimento da China foram corrigidas para baixo e o FMI espera que a economia se expanda 5,0% em 2023 e 4,2% em 2024, ambas as projeções reduzidas de 5,2% e 4,5%, respectivamente. No relatório, a organização internacional destaca a decepção com os números econômicos, o risco latente de um aprofundamento da crise no setor imobiliário e as preocupações com a estabilidade financeira. Ela menciona a importância de restaurar a confiança e mudar seu modelo de crescimento econômico, que atualmente se baseia em um setor imobiliário que está se expandindo graças ao crédito.

Apesar da deterioração da perspectiva de crescimento, deve-se reconhecer como os *valuations* parecem atraentes, com o índice P/U *fwd. sendo* negociado 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos, enquanto a métrica P/VL está com um desconto mais acentuado. Com relação às projeções de lucros, espera-se que os lucros cresçam em dois dígitos tanto neste ano quanto no próximo, sendo que os de 2024 foram corrigidos para cima no último mês. Com relação aos fluxos de investimento, o principal ETF do país mostra saídas líquidas no último mês e os investidores estrangeiros continuaram a vender ações *onshore* em setembro. Assim, decidimos **manter uma posição neutra nas ações chinesas**, considerando os números econômicos decepcionantes, o aprofundamento da crise imobiliária, mas um governo que parece estar prestes a anunciar novas medidas de estímulo que poderiam restaurar a confiança e impactar positivamente o mercado.

EMERGING ASIA EX CHINA: *Overweight* permanece

Na Ásia emergente, há países que se destacam por sua resiliência macroeconômica, onde, ao contrário do resto do mundo, o impulso está se fortalecendo. Enquanto isso, a política está mostrando sinais de estabilização na região e os bancos centrais pararam de apertar a política monetária. As moedas têm sido mais estáveis do que em outras regiões, ajudadas em alguns casos por intervenções políticas. Assim, em um contexto de alta incerteza global, foi tomada a decisão de fazer um *overweight* a mercados que se mostraram mais defensivos e economicamente mais resistentes.

Decidiu-se manter as ações indianas como *overweight*. Na última reunião do G20, a Índia conseguiu consolidar uma importante posição geopolítica entre os membros em várias questões, destacando a importância e os benefícios do *friendshoring*, que consiste em transferir os centros de produção dos EUA e de seus aliados da China para outros países.

Por outro lado, as tensões geopolíticas com o Canadá surgiram durante o mês devido à morte de um ativista sikh em solo canadense, e o primeiro-ministro canadense Justin Trudeau pediu uma investigação sobre o possível envolvimento do governo indiano. Entretanto, essa disputa não afetou o mercado até o momento, e sua importância deve estar diminuindo. Enquanto isso, o *impulso* econômico continua, com os PMIs de manufatura e de serviços em território amplamente expansionista, atingindo 57,5 e 61,0 pontos, respectivamente. Além disso, o FMI projeta um crescimento do PIB de 6,3% para este e o próximo ano. Na frente de preços, a inflação de agosto caiu para 6,8% em uma base de 12 meses, pressionada pelo efeito das fracas monções que afetaram os preços dos alimentos e a produção agrícola. Na reunião de política de agosto, o banco central manteve sua taxa de política inalterada em 6,50% e espera-se que os cortes comecem no primeiro trimestre do próximo ano. No lado das ações, os *valuations* tendem a ser negociados acima das médias históricas, estando marginalmente acima da média de 5 anos (*P/U adiantado*). As ações indianas são negociadas com um prêmio em relação aos mercados emergentes devido a seus sólidos fundamentos corporativos e econômicos. Esse prêmio está abaixo da média histórica, parecendo atraente. Com relação às projeções de lucros, a Índia se destaca entre seus pares emergentes, com crescimento de dois dígitos nos lucros tanto para este ano quanto para o próximo.

As ações sul-coreanas permanecem neutras. A atividade econômica na Coreia do Sul ainda não decolou, com o PMI industrial de setembro permanecendo em torno de 50 pontos, em território neutro. A inflação em setembro acelerou ligeiramente para 3,7% a.a., com o mercado de trabalho permanecendo apertado. Entretanto, em setembro, o banco central não realizou nenhuma reunião de política econômica, mantendo a taxa de referência inalterada, enquanto o mercado espera que os cortes comecem antes do final do ano. No lado dos semicondutores, as notícias são mais animadoras e as exportações de semicondutores caíram 13,6% a/a em setembro, o que se compara positivamente com o declínio dos meses anteriores (20,6% e 33,3% dois meses antes). Ao mesmo tempo, a Samsung surpreendeu com uma queda nos lucros menor do que a esperada, sinalizando que o mercado de semicondutores pode já ter chegado ao fundo do poço. Enquanto isso, a Samsung e a Hynix ficarão isentas das restrições impostas pelos EUA às exportações de semicondutores para a China por tempo indeterminado. Enquanto isso, os preços das ações estão sendo negociados acima de suas médias históricas, o que sugere que os preços das ações estão internalizando a melhoria nos lucros nos próximos períodos. Nesse contexto, a projeção de lucros para 2024 foi corrigida para cima no último mês, um período que também registrou entradas líquidas no principal ETF do país.

As ações de Taiwan permanecem neutras. As ações taiwanesas caíram US\$ 3,1% em setembro, acompanhando o desempenho negativo dos mercados globais, juntamente com a valorização do dólar. O *impulso* econômico continua a se deteriorar e o PMI industrial de agosto ficou em 44,3 pontos, o pior entre os países emergentes da Ásia. Ao contrário do resto do mundo, Taiwan não enfrenta grandes pressões inflacionárias, embora a inflação de setembro tenha sido de 2,9% ao ano, acelerando em relação a agosto, enquanto o núcleo da inflação foi de 2,5% ao ano em doze meses. Em linha com a inflação controlada, o banco central, em sua reunião de política de setembro, decidiu manter a taxa de referência inalterada, enquanto o mercado espera que ela permaneça nesses níveis pelo menos até o primeiro trimestre do próximo ano. Os pedidos de exportação de agosto caíram 15,7% em doze meses, destacando a desaceleração no declínio dos produtos eletrônicos, que incluem semicondutores, a principal exportação de Taiwan. Com isso, a economia taiwanesa já ultrapassou o ponto mais baixo do ciclo de negócios. As ações taiwanesas parecem caras, com uma relação P/U acima da média de 5 anos. Entretanto, a projeção de lucros foi corrigida para cima para este ano e para o próximo no último mês.

A Indonésia continua em overweight. A economia mostra um *impulso* positivo e o PMI industrial está em território expansionista, atingindo 52,3 em setembro. Ao mesmo tempo, os preços de duas de suas principais exportações se moveram na direção oposta, com os preços do carvão subindo em setembro, enquanto os preços do óleo de palma caíram quase 6%. Ao mesmo tempo, a inflação está dentro da faixa da meta do banco central (2,3% a/a em setembro), o que

levou o banco central a manter a taxa de referência em 5,75% e medidas para a estabilidade da rupia (a rupia se desvalorizou 1,5% em setembro). Os *valuations* parecem atraentes, estando abaixo de sua média histórica (tanto P/U quanto P/VL). Por fim, a política permanece estável e com uma abordagem pró-mercado, buscando atrair investimentos estrangeiros. No **lado tailandês, a Tailândia permanece *underweight***. O primeiro-ministro Srettha Thavisin busca incentivar o investimento estrangeiro e fará várias visitas a regiões vizinhas durante o mês de outubro para atrair investidores. Por outro lado, a deterioração econômica continua, e o PMI do setor industrial permanece em território contracionista em setembro, atingindo 47,8 pontos, uma baixa de seis meses. No lado dos preços, a inflação de setembro ficou em 0,3% em doze meses, enquanto em sua última reunião de política monetária o Banco Central manteve uma postura contracionista, aumentando surpreendentemente a taxa em 25 pontos-base para 2,50%, desvinculando-se do viés neutro da região, já que o mercado espera que os cortes nas taxas comecem ainda este ano. Enquanto isso, os *valuations* estão ligeiramente abaixo da média de cinco anos, mas as projeções de lucros para este ano continuam negativas e foram corrigidas para baixo para 2024 no último mês.

EMEA: permanece o *underweight*

A região mantém desequilíbrios macroeconômicos em alguns países, com inflação de dois dígitos, além da alta dependência de algumas *commodities* intrinsecamente ligadas à demanda chinesa e aos conflitos no Oriente Médio. Entre elas, está o petróleo, que apresentou *impulso* positivo em setembro e pode continuar nesse caminho devido ao conflito que eclodiu mais recentemente, bem como aos cortes de produção de petróleo bruto da OPEP+. Apesar disso, **decidiu-se manter a posição *UW* na EMEA.**

O FMI corrigiu para cima o crescimento **da África do Sul** para este e o próximo ano, para 0,9% e 1,8% (de 0,3% e 1,7% em julho, respectivamente), devido a uma menor intensidade de interrupções de energia no segundo trimestre de 2023. O rand sul-africano se desvalorizou 0,2% em setembro, pressionando o mercado acionário, que caiu US\$ 4,4%. O PMI industrial está próximo do território neutro, com 49,9 pontos, abaixo do nível de agosto, mas melhor do que nos meses anteriores. Quanto à inflação, ela permanece sob controle, situando-se em 4,8% em agosto em doze meses, assim como o registro do núcleo. Nesse contexto, o Banco Central, em sua última reunião, manteve a taxa de juros em 8,25%, em linha com as expectativas do mercado, e espera-se que ela permaneça no nível atual pelo menos até o fim do ano. As tensões geopolíticas no Oriente Médio podem continuar a pressionar os preços *das commodities*, impactando positivamente a economia devido à sua natureza exportadora, mas podem aumentar as pressões inflacionárias. Com relação às interrupções, a partir de 2 de outubro, a Eskom removerá 2.000 megawatts do sistema, conhecidas como interrupções de nível 2, em comparação com as interrupções de nível 6 em setembro, mostrando uma melhora sustentada, bem como uma demanda menor do que a prevista. Com relação aos *valuations*, as ações sul-africanas estão sendo negociadas em torno de suas médias de cinco anos (P/U *fwd.*), enquanto as projeções de lucros para este e o próximo ano continuam a ser corrigidas para baixo. Nesse cenário, **a posição em ações sul-africanas é neutralizada, a partir de *UW*.**

Na **Turquia**, a atividade econômica continua a mostrar sinais de fraqueza e o PMI industrial de setembro ficou em 49,6 pontos. A inflação no mês continuou a se acelerar para 61,5% a.a., atingindo seu nível mais alto até agora neste ano, enquanto o núcleo da medida também se acelerou para 68,9% em doze meses, acima das expectativas. Com isso, as projeções colocam o *pico* da inflação no segundo trimestre de 2024 em cerca de 71% a/a, e esperam que ela fique em torno de 41% em dezembro de 2024. Isso força o Banco Central a continuar com o aperto de sua política monetária, o que o levou a aumentar sua taxa de referência em 500 bps na reunião de setembro, para 30,0%. Do ponto de vista político, a postura do presidente turco Recep Tayyip Erdogan foi surpreendente, apoiando uma política monetária restritiva para reduzir a inflação, ao contrário de seus comentários anteriores que denunciavam as taxas de juros como "mães e pais de

todos os males". Ao mesmo tempo, os ataques se intensificaram no conflito armado contra o grupo militar do Partido dos Trabalhadores do Curdistão (PKK) - um grupo separatista e terrorista segundo a Turquia, os EUA e a UE. Embora o conflito esteja ocorrendo há anos, os EUA abateram um drone turco armado na primeira semana de outubro, a primeira vez que tal medida foi implementada. No lado das ações, as ações continuam a ser negociadas ligeiramente acima de suas médias de 5 anos. As projeções de lucro são negativas para este ano, enquanto que são positivas para o próximo ano, com correção para cima em ambos os períodos. Em resumo, as pressões inflacionárias estão exacerbadas, o Banco Central mantém seu viés contracionista, a economia está se deteriorando e os *valuations* parecem apertadas, por isso decidimos **manter nossa posição UW em ações turcas.**

A posição UW trazida pelas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria) aumenta. O ímpeto econômico continua a se deteriorar, com os PMIs de manufatura nos três países permanecendo em território contracionista. A inflação da Hungria permanece em dois dígitos, enquanto a inflação da Polônia está diminuindo e o banco central continua a cortar as taxas. Na Hungria, as eleições parlamentares serão realizadas em 15 de outubro, quando serão eleitos os membros do Sejm - a câmara baixa do parlamento - e do Senado. Com base nas pesquisas, espera-se que a ala direita permaneça no poder. Os *valuations* continuam atraentes, mas a deterioração do *impulso* econômico, o atraso no ciclo monetário em relação ao restante dos mercados emergentes e sua alta correlação com a Europa Ocidental - onde a perspectiva é negativa - nos levam a aumentar nosso *underweight* às ações do C3.

O PMI industrial da **Arábia Saudita** acelerou em setembro para 57,2 pontos, em amplo território de expansão. A inflação caiu para 2,0% a.a. em agosto, abaixo de seus pares regionais e mantendo a ausência de pressões inflacionárias. Essa economia altamente dependente do petróleo tem mantido um corte de produção de 1 milhão de barris por dia desde julho. De acordo com o que foi acordado na última reunião da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), esse corte duraria até o final de dezembro, mas está sujeito a revisão mensal, ao mesmo tempo em que a OPEP prevê um aumento contínuo na demanda de petróleo até 2045. Ao mesmo tempo, eles estão trabalhando com a China para desenvolver um sistema de inteligência artificial. Por outro lado, o governo pediu o fim imediato do conflito entre Israel e o grupo palestino Hamas, e enfatizou os perigos de uma explosão da situação como resultado da ocupação contínua e da privação dos direitos do povo palestino. Isso ocorre em meio a conversações de paz entre a Arábia Saudita e Israel, que foram congeladas, mas que os EUA procuram pressionar para que sejam retomadas. Por outro lado, os *valuations* estão sendo negociados em torno das médias históricas e as projeções de lucros no último mês foram corrigidas para baixo para este ano e o próximo. Em um contexto de resiliência econômica e baixas pressões inflacionárias, com uma perspectiva um pouco mais positiva para os preços do petróleo no curto prazo e *valuations* apertados, decidimos **manter nossa posição neutra em ações sauditas.**

RENDA FIXA

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

Em setembro, a incerteza e a volatilidade voltaram ao mercado de renda fixa e vimos uma nova *venda* de títulos do Tesouro dos EUA, levando as taxas para as máximas do ciclo atual. Embora existam vários fatores que pressionam as taxas para cima, um primeiro ajuste ocorreu após a reunião de setembro do Fed, em que as novas projeções aumentaram o crescimento esperado para este e o próximo ano, ao mesmo tempo em que diminuíram os cortes de taxas esperados para 2024, em linha com o cenário de *não aterrissagem*, levando a aumentos na ponta curta da curva. Posteriormente, o ajuste foi estendido para a ponta longa da curva devido às crescentes preocupações com a situação fiscal dos EUA, ao aumento da taxa de juros neutra, aos fortes dados econômicos e a um mercado de trabalho que permanece resistente ao aperto

monetário. Assim, a taxa do título do Tesouro de 10 anos atingiu uma alta de 4,88%, o maior nível desde 2007, enquanto a taxa de 2 anos atingiu 5,17%, gerando uma diminuição na inversão da curva como resultado do maior aumento das taxas longas. Enquanto isso, o alto nível de incerteza mantém o mercado dividido quanto à direção das taxas, com alguns participantes esperando que o título de 10 anos suba acima de 5%, enquanto outros esperam que ele retorne aos níveis de 4%. Quanto ao Fed, de acordo com as projeções de setembro do comitê para a taxa referencial, um aumento adicional de 25 bps permaneceria, atingindo um nível de 5,75%. Entretanto, com as condições mais apertadas resultantes dos aumentos das taxas, esse último aumento pode não ocorrer, de acordo com as expectativas do mercado e os comentários de alguns membros do Fed. Em relação à volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimentos dos títulos do Tesouro - subiu novamente no último mês devido aos grandes movimentos das taxas, atingindo uma alta de 141 pontos nesta semana. Enquanto isso, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, aumentaram durante o mês, em linha com as pressões inflacionárias causadas pelos preços mais altos do petróleo. Entretanto, eles se moderaram novamente e caíram para níveis de 1,9% e 2,3%, respectivamente, o que implica que as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas na meta do Fed (2%). Assim, em um contexto atual de alta incerteza quanto ao nível que as taxas podem atingir no curto e médio prazo, **é utilizada uma estratégia de *barbell*, aumentando a exposição ao caixa devido à atratividade das taxas curtas, ao mesmo tempo em que se assume uma posição vendida no título de 5 anos e fica *overweight* na parte mais longa por meio do título de 30 anos, observando um deslocamento maior nessa parte da curva. O *UW* em TIPS é mantido, observando-se que os *breakevens* já estão se ajustando às pressões do petróleo.**

GRAU DE INVESTIMENTO GLOBAL: *OW* mantido

Em setembro, finalmente vimos o Fed e o BCE começarem a tomar caminhos diferentes e as políticas monetárias começarem a se alinhar com o cenário econômico de cada região. Enquanto o Fed permanece firme em sua mensagem de *alta por mais tempo*, esperando fazer um último aumento em resposta à resiliência da economia e à possibilidade de um *soft landing*, o BCE, em sua última reunião, sinalizou uma pausa aparentemente definitiva no aperto monetário diante da forte deterioração da atividade e de uma recessão cada vez mais próxima. Entretanto, essa divergência de mensagens foi pouco relevante e as taxas globais acompanharam a *venda dos títulos do Tesouro*, gerando desempenhos negativos nos ativos de renda fixa em todo o mundo. O *Investment Grade* voltou a ser atraente do ponto de vista do risco-retorno, pois a qualidade de crédito mais alta da classe de ativos oferece maior proteção contra eventos de risco não realizados. Por outro lado, apesar da grande incerteza em relação às taxas, os altos níveis atingidos em setembro parecem ter escapado aos fundamentos macroeconômicos e é provável que haja uma correção para baixo nos próximos meses. Com base no exposto, o *OW* é mantido em *Global Investment Grade*.

ALTO RENDIMENTO GLOBAL: *UW* mantido

No lado do *alto rendimento*, a classe de ativos foi mais resiliente aos aumentos das taxas e se beneficiou continuamente da probabilidade crescente de um *"no landing"* nos EUA. Entretanto, apesar de alguns dados econômicos permanecerem fortes, com o aumento do risco geopolítico global e o ajuste do excesso de otimismo do mercado ao cenário econômico, os *spreads* de HY estão se ajustando para cima e estão novamente acima de suas médias históricas. Nesse contexto, embora a classe de ativos ofereça um nível de *rendimento* bastante atraente (9,2%), a qualidade de crédito mais baixa em face de eventos de risco, como o conflito entre Israel e o Hamas, juntamente com o risco de uma deterioração das condições econômicas além das expectativas, poderia levar a novos ajustes tanto na inadimplência quanto nos *spreads*. Diante do exposto, o *Global HY* permanece *underweight*.

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

Em setembro, a correlação positiva entre as taxas dos países emergentes e desenvolvidos continuou, com as taxas de juros globais se movendo em conjunto com as taxas dos EUA. Assim, no mês passado, observamos como a *venda de títulos do Tesouro* gerou aumentos nas taxas globais, levando a retornos negativos nos ativos de renda fixa emergentes. Entretanto, o recente ajuste das taxas foge dos fundamentos macroeconômicos e parece haver uma reação exagerada nas taxas dos mercados emergentes locais em relação aos títulos norte-americanos em sobrevenda. Assim, a dívida emergente continua atraente não apenas por causa dos altos *rendimentos* em relação ao mundo desenvolvido, mas também por causa do potencial de valorização dos preços dos títulos, tanto no curto prazo, devido à correção de sobrevenda, quanto no longo prazo, como resultado dos cortes nas taxas de juros. Com relação à dívida soberana emergente, apesar da expectativa de alguma correção nas taxas e do impulso que isso teria para a classe de ativos devido à sua duração mais longa, sua qualidade de crédito mais baixa oferece menos proteção contra eventos de risco, o que a torna menos atraente em comparação com outras alternativas. No lado da dívida corporativa emergente, a classe de ativos permaneceu resistente aos aumentos das taxas e à força do dólar, gerando um *desempenho superior* ao do mundo desenvolvido. Por outro lado, o *grau de investimento* continua a ser preferido por sua maior qualidade de crédito, especialmente na América Latina, uma região que permanece longe dos atuais conflitos geopolíticos. Por outro lado, a longa duração da classe de ativos geraria retornos de capital no curto prazo em face de correções de taxas para baixo, de modo que a classe de ativos continua atraente em termos de risco-retorno. Quanto ao *High Yield*, a classe de ativos permaneceu resistente ao aumento das taxas devido à sua duração mais curta, continuando a oferecer um *rendimento* bastante atraente em comparação com os países desenvolvidos, ao custo de um risco de crédito mais alto. Entretanto, o nível de risco parece estar contido, com grande parte do ruído do *estresse* imobiliário chinês incorporado aos *spreads* e às expectativas de *inadimplência*. Em relação aos *mercados locais*, o dólar permaneceu forte globalmente em setembro e se valorizou 2,5% durante o mês (DXY). As moedas emergentes continuaram a se desvalorizar nesse ambiente de aumento das taxas e do petróleo, de um Fed *hawkish* e de uma economia chinesa que não consegue gerar tração. No futuro, dada a valorização excessiva do dólar em setembro e observando-se uma moderação dos fatores acima, as moedas dos mercados emergentes devem ter espaço para se recuperar em relação ao dólar em outubro. De acordo com o exposto acima, **o *underweight* em títulos soberanos HY e a *neutralidade* em títulos soberanos IG são mantidas. Da mesma forma, o *overweight* em títulos corporativos e *mercados locais* é mantido.**

EXPOSIÇÃO DA MOEDA: OUTUBRO DE 2023

Moedas	Bench.	Setembro	Outubro	OW/UW	Câmbio	
USD	55.1%	54.7%	59.2%	OW	4.1%	4.5%
EUR	7.4%	5.5%	5.0%	UW	-2.5%	-0.6%
GBP	1.5%	1.0%	0.9%	UW	-0.6%	-0.1%
JPY	2.5%	3.3%	2.9%	OW	0.5%	-0.3%
GEMs	33.6%	35.7%	32.1%	UW	-1.5%	-3.6%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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

RESULTADOS GLOBAIS DO TAACO: SETEMBRO DE 2023

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Índices de desempenho mensal	Contribuição do Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	50%	0%	-3.7%	-1.8%	-1.8%	0.0	3.3
Renda Fixa	50%	50%	0%	-2.6%	-1.3%	-1.3%	0.0	0.5
Caixa	0%	0%	0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0	
Ouro	0%	0%	0%	-3.7%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portfólio					-3.14%	-3.10%	0.0	3.8
Outperformance / Underperformance (bps)								3.8
Europe ex UK	13.5%	11.0%	-2.5%	-4.9%	-0.67%	-0.54%	3.1	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	-5.9%	-0.08%	0.00%	2.8	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	-1.0%	-0.03%	-0.02%	-2.7	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	-5.7%	-0.89%	-0.89%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	-3.5%	-0.50%	-0.50%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	-5.9%	-0.21%	-0.21%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	-2.8%	-0.14%	-0.18%	1.4	
Desenvolvidos	56.0%	52.8%	-3.2%	-4.5%	-2.51%	-2.55%	4.6	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	-2.5%	-0.10%	-0.15%	2.5	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	-5.1%	-0.04%	-0.09%	-1.4	
China	12.7%	12.7%	0.0%	-2.8%	-0.35%	-0.35%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	-2.5%	-0.39%	-0.41%	1.2	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-2.0%	-0.08%	-0.08%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	-0.8%	-3.4%	-0.23%	-0.20%	-0.3	
Emergentes	44.0%	47.2%	3.2%	-2.7%	-1.18%	-1.28%	2.0	
Ações					-3.70%	-3.63%	6.6	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	-1.2%	-0.07%	-0.07%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-3.5%	-0.40%	-0.40%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-7.7%	-0.51%	-0.51%	0.0	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	-1.8%	-0.05%	-0.03%	-1.0	
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	1.0%	-2.7%	-0.71%	-0.73%	-0.1	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	-1.0%	-1.3%	-0.06%	-0.04%	-1.2	
Dívida em Desenvolvidos	57.7%	56.4%	-1.3%	-3.1%	-1.80%	-1.79%	-2.3	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	-3.4%	-0.17%	-0.17%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	-2.0%	-0.11%	-0.08%	-0.9	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	1.0%	-1.1%	-0.04%	-0.05%	1.4	
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	0.9%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	2.2	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	-2.0%	-0.46%	-0.48%	0.5	
Dívida em Emergentes	42.3%	43.6%	1.3%	-1.9%	-0.78%	-0.79%	3.3	
Renda Fixa					-2.58%	-2.57%	1.0	

*Anualizado ** Desde 2001

Dados em 30 de setembro de 2023

Em setembro, as ações e os títulos foram mantidos em posição neutra, deixando a carteira sem caixa. No final do mês, o portfólio do TAACo Global teve uma perda de 3,1%, marginalmente melhor do que o *índice de referência*.

No nível da *análise de atribuição*, (i) a alocação de ativos não gerou ganhos nem perdas; (ii) a seleção de instrumentos foi positiva na margem. A posição vendida em ações europeias e a posição comprada no Japão, na América Latina e na Ásia EM ex China geraram ganhos, enquanto a *UW* no Reino Unido e a *OW* em *Small Cap Latam* prejudicaram. Em títulos, a posição vendida em TIPS e HY Global foi prejudicial, o que foi compensado pela posição comprada em empresas emergentes (IG e HY), que foi mais defensiva em um mês em que o aumento das taxas pressionou os preços de todos os tipos de títulos.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início**	
TAACo	-3.1%	-3.2%	2.9%	10.9%	0.8%	2.1%	3.1%	4.7%	10.1%
Benchmark	-3.1%	-3.2%	3.2%	11.5%	-1.0%	1.3%	2.3%	3.4%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	4	-1	-28	-65	183	81	80	133	
Ações	-3.6%	-3.3%	6.2%	16.7%	3.2%	2.8%	4.0%	3.3%	14.8%
Benchmark	-3.7%	-3.3%	6.4%	17.6%	3.0%	2.7%	3.9%	2.8%	14.7%
Europe ex UK	-4.9%	-6.1%	6.1%	27.1%	3.6%	2.2%	2.1%	2.4%	19.6%
Europe Small Cap ex UK	-5.9%	-7.0%	-0.6%	20.7%	-0.5%	0.1%	3.8%	6.5%	23.4%
UK	-1.0%	-2.7%	3.2%	20.0%	7.7%	-1.3%	-1.5%	0.2%	18.9%
US Large Cap Growth	-5.7%	-3.3%	31.1%	30.5%	7.4%	12.6%	14.2%	--	22.0%
US Large Cap Value	-3.5%	-2.9%	-2.4%	10.5%	7.8%	3.4%	5.6%	3.5%	17.8%
US Small Caps	-5.9%	-5.3%	2.8%	10.5%	8.4%	3.3%	6.7%	7.5%	23.5%
Japan	-2.8%	-2.4%	9.1%	23.3%	0.7%	0.0%	2.4%	1.4%	15.5%
Desenvolvidos	-4.3%	-3.5%	11.1%	22.0%	8.1%	7.3%	8.3%	6.1%	19.0%
LatAm	-2.5%	-5.7%	8.1%	12.0%	8.0%	-2.2%	-3.5%	4.1%	29.9%
LatAm Small Cap	-5.1%	-8.6%	13.1%	16.2%	6.5%	0.0%	-4.2%	6.1%	33.1%
China	-2.8%	-1.9%	-7.3%	5.2%	-14.3%	-4.2%	1.7%	7.1%	26.8%
EM Asia ex China	-2.5%	-3.5%	6.8%	16.5%	6.2%	5.1%	5.7%	--	19.5%
EM Asia Small Cap	-2.0%	2.9%	12.3%	20.9%	7.9%	4.7%	3.6%	6.9%	19.4%
EM Europe and Middle East	-3.4%	-2.7%	-3.2%	2.2%	-3.8%	-5.9%	-5.6%	1.9%	20.7%
Emergentes	-2.6%	-2.9%	-0.1%	9.5%	-1.7%	1.3%	1.9%	7.4%	19.0%
Renda Fixa	-2.6%	-3.0%	0.0%	5.1%	-4.5%	-0.1%	0.8%	3.9%	6.2%
Benchmark	-2.6%	-3.0%	0.0%	5.5%	-5.2%	-0.6%	0.4%	3.3%	6.2%
Treasuries 5Y	-1.2%	-1.3%	-0.6%	0.5%	-4.6%	0.3%	0.5%	3.0%	4.5%
Treasuries 10Y	-3.5%	-5.1%	-3.5%	-2.9%	-8.6%	-0.5%	0.4%	3.2%	7.9%
Treasuries 30Y	-7.7%	-12.8%	-9.8%	-12.3%	-18.2%	-3.8%	0.2%	3.8%	16.5%
US Tips	-1.8%	-2.6%	-0.8%	1.2%	-2.0%	2.1%	1.7%	4.2%	6.0%
Global Corporate IG	-2.7%	-2.7%	0.7%	6.1%	-5.3%	-0.1%	1.0%	4.0%	8.5%
Global Corporate HY	-1.3%	0.0%	5.4%	12.6%	0.2%	2.0%	3.3%	6.5%	9.9%
Dívida Desenvolvida [1]	-3.2%	-4.1%	-1.3%	3.0%	-6.2%				
EM Sovereign IG	-3.4%	-4.3%	-1.1%	3.8%	-6.4%	-0.1%	2.1%	5.5%	9.3%
EM Sovereign HY	-2.0%	-0.2%	4.2%	16.0%	-0.9%	-0.4%	2.0%	7.0%	14.4%
EM Corporate IG	-1.1%	-1.3%	1.8%	4.7%	-3.7%	1.2%	2.4%	--	6.3%
EM Corporate HY	-0.1%	-0.4%	1.6%	9.9%	-2.8%	1.2%	3.5%	--	10.7%
EM Local Markets	-2.0%	-1.7%	1.6%	6.6%	-0.8%	1.1%	-0.3%	--	10.1%
Dívida Emergentes [1]	-1.8%	-1.7%	1.5%	7.7%	-2.7%				
Caixa	0.5%	1.3%	3.7%	4.6%	1.7%	1.7%	1.1%	1.4%	0.5%
Ouro	-3.7%	-2.2%	3.1%	11.9%	-0.3%	9.5%	3.5%	9.1%	14.2%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera Índices de elaboração própria

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