

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	Julho	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	1.6%	5.2%	5.7%	8.2%	0.2%	4.1%	3.7%	5.1%	10.4%
Referência	1.7%	5.4%	5.9%	8.4%	-0.8%	3.3%	3.0%	3.9%	10.2%
Desempenho inferior/superior	-12	-22	-14	-17	99	80	72	128	
Ações	1.2%	6.2%	9.8%	11.3%	1.2%	6.8%	5.0%	4.0%	15.2%
Benchmark	1.2%	6.4%	10.1%	11.4%	1.4%	6.8%	4.9%	3.5%	15.1%
Renda Fixa	2.1%	4.4%	1.8%	5.3%	-2.7%	0.0%	1.2%	4.2%	6.5%
Benchmark	2.2%	4.4%	1.8%	5.3%	-3.1%	-0.4%	0.8%	3.6%	6.5%
Caixa	0.5%	1.4%	3.1%	5.5%	3.2%	2.2%	1.5%	1.6%	0.6%
Ouro	4.1%	5.2%	16.7%	23.1%	9.9%	11.2%	6.6%	10.0%	14.4%

Resultados em 31 de julho de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

August slipped away in a moment of time 1

Alocação de ativos 3

Resultados globais do TAACo Julho de 2024 17

Desempenho histórico 18

August slipped away in a moment of time¹

O cenário econômico e financeiro reflete - até o momento – um *soft landing*. Nos Estados Unidos, espera-se que o Federal Reserve Bank comece a cortar as taxas em setembro. Esse viés é o resultado da moderação da inflação e de alguns sinais de enfraquecimento no mercado de trabalho, incluindo serviços (excluindo o componente imobiliário). Assim, a economia dos EUA é vista como mostrando sinais de uma desaceleração moderada, mas estável. Agosto é geralmente um mês de menor atividade e volumes de mercado, embora este ano possa seguir o ambiente de julho, quando os dados macroeconômicos e corporativos geraram fortes movimentos nos preços dos ativos.

Também no aspecto político, a indicação de Joe Biden como candidato e a "ascensão" de Kamala Harris (a ser confirmada na Convenção Democrata neste mês) geraram uma atmosfera animada e as pesquisas mostraram uma forte recuperação no apoio ao partido Democrata. Como resultado, o "*Trump trade*" (impulsionar o mercado por meio de desregulamentação, redução de impostos e aumento de gastos) e o cenário de uma *Republican sweep* (triumfo potencial dos republicanos na presidência e no Congresso) perdem validade e a probabilidade de ocorrência.

Entretanto, o triunfo de um ou outro candidato não mudaria radicalmente o cenário econômico de médio e longo prazo, apesar da volatilidade que poderia ser observada no curto prazo. Isso é evidenciado pelas posições mais moderadas de suas visões e ideologias básicas.

Na frente geopolítica, embora a situação seja tensa e dramática em várias frentes, como Ucrânia-Rússia e Oriente Médio, os mercados continuam abstraídos desse fator e concentrados em (i)

Os dados refletem uma *soft landing*. O Fed começará a cortar as taxas de juros na reunião de setembro

A política começa a ocupar o centro do palco nos EUA, embora o resultado não afete significativamente as perspectivas econômicas.

Os mercados são abstraídos da geopolítica

¹ August slipped away in a moment of time. Citação da música August, da artista Taylor Swift, 2020.

taxas de juros, (ii) sustentabilidade do crescimento dinâmico das vendas das empresas que representam a revolução digital (*magnificent 7*) e (iii) política dos EUA.

O Banco do Japão surpreendeu, adotando uma postura *hawkish* (viés de alta nas taxas de juros) para evitar uma maior depreciação do iene devido a pressões políticas e pressões inflacionárias. Enquanto isso, na China, apesar da recente reunião do Plenum e do Politburo, nenhuma medida política concreta foi anunciada para estimular a atividade, gerando incerteza sobre a direção futura do crescimento econômico do país.

A economia global continuaria a crescer, embora as divergências em termos de aceleração ou desaceleração para o próximo ano (2025) sejam marcantes. De acordo com o *World Economic Outlook* (WEO) do Fundo Monetário Internacional (FMI) publicado no mês passado, os Estados Unidos desacelerariam de 2,6% de crescimento econômico em 2024 para 1,9% em 2025 e os países emergentes da Ásia de 5,4% para 5,1%. Em contrapartida, a zona do euro aceleraria para 1,5% de crescimento do PIB no próximo ano, de 0,9% este ano, e a América Latina alcançaria 2,7%, de 1,9% em 2024.

Uma rotação de ações *de crescimento* (incluindo ações de tecnologia) para ações *de valor* começou a ocorrer no mercado norte-americano. É uma tendência incipiente que favorece a rotação para o último tipo de ações; entretanto, é prudente fazer isso primeiro, gradualmente.

Além da alta sensibilidade aos dados e notícias e dos efeitos violentos que eles estão gerando nos mercados financeiros, o Fed está buscando taxas de juros mais baixas em um futuro próximo nos EUA. Nesse contexto, a renda fixa se beneficiaria com isso, além dos rendimentos que ainda estão em níveis elevados. No entanto, a volatilidade permaneceria no mercado de títulos. Por outro lado, as ações registraram aumentos significativos em mais de um ano, além de exibirem *valuations* elevados; um cenário de *um soft landing* afetaria seus resultados. Assim, em agosto, a posição em ações foi rebaixada de neutra para *underweight*, a posição em renda fixa foi elevada de *underweight* para neutra e foi mantida uma alocação em caixa.

Foco nas taxas de juros e no desempenho corporativo

As projeções atualizadas de crescimento global do FMI apontam para diversas trajetórias de crescimento até 2025, embora com graus *divergentes* de dinamismo.

Rotação do *crescimento* para o *valor*: sustentabilidade incipiente e incerta

Ações: de neutro a *UW*
Renda fixa: de *UW* a neutro
Caixa: *OW*

ALOCAÇÃO DE ATIVOS | AGOSTO DE 2024

TAACo Global	Bench.	Julho	Agosto	OW / UW		Câmbio	
Ações	50%	50%	45%	UW	-5%	-5.0%	-
Renda Fixa	50%	45%	50%	N		5.0%	+
Caixa		5%	5%	OW	5%		
Ouro				N			
Total Carteira							
Europa, exceto Reino Unido	14.0%	14.0%	14.0%	N			A Europa permanece neutra
Europa Small Cap ex Reino Un	1.0%	1.0%	1.0%	N			Upgrades para <i>valor OW</i> e downgrades para <i>crescimento neutro</i> . Small cap permanece neutro
REINO UNIDO	3.0%	3.0%	3.0%	N			
US Large Cap Growth	17.0%	18.0%	17.0%	N		-1.0%	-
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	16.5%	OW	1.5%	1.5%	+
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N			
Japão	5.0%	5.0%	4.0%	UW	-1.0%	-1.0%	-
Mercados desenvolvidos	59.0%	60.0%	59.5%	OW	0.5%	-0.5%	-
América Latina	5.0%	4.0%	4.0%	UW	-1.0%		UW LatAm
LatAm Small Cap	1.0%			UW	-1.0%		China neutralizada e OW Asia
China	10.0%	11.0%	10.0%	N		-1.0%	-
EM Ásia ex China	20.0%	20.0%	21.5%	OW	1.5%	1.5%	+
EM Ásia Small Cap	5.0%	5.0%	5.0%	N			Em ex China atualizado para OW Asia Em ex China
Mercados emergentes	41.0%	40.0%	40.5%	UW	-0.5%	0.5%	+
Total de ações	100.0%	100.0%	100.0%				
Treasuries 2Y	5.9%	7.3%	6.9%	OW	1.0%	-0.4%	-
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	13.4%	OW	1.0%	-0.6%	-
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	7.2%	N			
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N			
Global Corporate IG	27.5%	22.6%	27.5%	N		4.9%	+
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	2.5%	UW	-1.8%	-0.7%	-
Dívida Desenvolvidos	60.1%	57.1%	60.3%	OW	0.2%	3.2%	+
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N			
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	5.1%	OW	1.8%	1.0%	+
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	3.8%	UW	-1.0%	-2.2%	-
EM Local Markets	21.0%	22.0%	20.0%	UW	-1.0%	-2.0%	-
Dívida Emergentes	39.9%	42.9%	39.7%	UW	-0.2%	-3.2%	-
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%				

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX REINO UNIDO: permanece neutro em relação a Large Caps e Small Caps

A economia do velho continente está iniciando um processo de recuperação limitada. No segundo trimestre do ano, o PIB surpreendeu positivamente ao crescer 0,6% em relação ao ano anterior, acima dos 0,5% registrados nos três primeiros meses. Espera-se que o terceiro e o quarto trimestres cresçam 0,8% e 1,2% em relação ao ano anterior, respectivamente. Assim, espera-se que o PIB da zona do euro cresça 0,7% este ano e 1,4% no próximo ano. Em nível nacional, países periféricos como Espanha, França e Itália lideram o caminho, crescendo 2,9%, 1,1% e 1% ao ano no segundo trimestre cada; nos dois primeiros, impulsionados principalmente pelo consumo (privado e governamental) e, no último, pelo investimento. A decepção é a Alemanha, com uma contração do PIB de 0,1% a.a., com quedas no investimento e nas exportações líquidas, além de um consumo fraco.

Entretanto, com dados de frequência mais alta, a surpresa econômica aprofunda a queda para o território negativo. Os PMIs de expectativas tanto para o setor industrial (45,8 pontos) quanto para o de serviços (51,9 pontos) decepcionaram novamente (limite de 50 pontos para expansão/contração do setor nos próximos 12 meses). Por outro lado, a confiança do investidor (Sentix) cai pelo segundo mês consecutivo e fica em -14 pontos, enquanto a confiança do consumidor permanece em território pessimista.

Com relação à incerteza política que a região vem enfrentando nos últimos meses, ela diminuiu após os resultados inesperados do segundo turno das eleições para a Assembleia Nacional da França. De um mercado que temia uma maioria de extrema direita para um resultado em que, no segundo turno, a extrema esquerda teve a maioria, embora não absoluta. Assim, a assembleia foi finalmente dividida em três (coalizão de esquerda, centrista e de direita), com Macron buscando chegar a um pacto com a extrema esquerda para poder governar após o término das Olimpíadas de Paris, mas com pouco poder para fazer avançar os projetos. Pelo menos do ponto de vista dos investidores, o resultado da eleição elimina os cenários mais extremos. As ações francesas subiram USD 1,6% em julho, superando o desempenho do resto da Europa.

Do ponto de vista monetário, a inflação de julho na zona do euro acelerou na margem (2,6% *no total* e 2,9% no núcleo, este último inalterado em relação a junho). O Banco Central Europeu (BCE) manteve as taxas de juros inalteradas em sua reunião de julho, a fim de avaliar como o processo desinflacionário está progredindo e retomar os cortes em setembro. Para este ano, o mercado espera 3 cortes adicionais em relação aos 2 de um mês atrás, de acordo com um cenário no qual a economia global se desacelera mais rapidamente e seriam necessários mais cortes para estimulá-la. Como referência, nos últimos 30 dias, a curva da taxa de juros soberana alemã aprofundou o *bull steepening*, ou seja, quedas mais acentuadas na parte curta da curva. Assim, a partir de 5 de agosto, a taxa do Bund alemão de 2 anos caiu 55 bps. para quase 2,20% e a taxa de 10 anos 35 bps. para 2,15%.

As ações da zona do euro representam ~11% das ações globais. Em nível de país, a França ocupa a primeira posição, seguida pela Alemanha. Os setores mais relevantes são o financeiro, o industrial, o de consumo discricionário e o de tecnologia. O setor financeiro, por outro lado, se beneficiaria de uma inclinação da curva da taxa de juros com o desenrolar do ciclo monetário expansionista. O setor de consumo discricionário e o de tecnologia são mais sensíveis às taxas de juros, sendo que ambos os setores se beneficiam com o início do ciclo de taxas de juros baixas. Até o momento, 76% das empresas do Eurostoxx 600 registraram crescimento praticamente nulo dos lucros, assim como das vendas. Entretanto, os lucros surpreendem 6% para cima, com setores como o de serviços públicos, materiais e financeiro com as maiores surpresas positivas. Para este ano, estima-se que o crescimento dos lucros seja de 7,6%, o que foi corrigido para baixo no último mês, e está abaixo de seus pares desenvolvidos. Em consonância com isso, foram observadas saídas líquidas persistentes no último mês e no acumulado do ano (fluxos para fundos e ETFs, EPFR).

Em julho, as ações europeias ficaram atrás das ações globais (USD +0,4% Stoxx 50 vs 1,5% ACWI). Os *valuations* continuam atraentes e as ações long/short ficaram atrás de seus pares desenvolvidos. 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. Em relação a seus pares, as ações são negociadas com um desconto de 24% em relação à média de cinco anos, superior ao desconto histórico de 15%.

Apesar da fraqueza dos fluxos e da recente deterioração das perspectivas, a economia parece ter chegado ao fundo do poço e a região se beneficiaria dos cortes nas taxas. Assim, dadas os *valuations* atraentes, a defasagem das ações, o alto

rendimento dos dividendos (~3,4%) e a maior exposição ao valor, **decidimos manter uma posição neutra nas ações europeias.**

REINO UNIDO: Permanece neutro

O *momentum* continua positivo. A perspectiva é de que o país cresça 0,8% este ano, impulsionado pelo aumento dos gastos do governo (corrigido para cima no último mês) e 1,3% em 2025, apoiado pela maior demanda interna. Além disso, ao contrário de seus pares desenvolvidos, a perspectiva está melhorando. Os PMIs de manufatura e de serviços melhoraram em julho para 52,1 e 52,5 pontos, respectivamente, enquanto a confiança do consumidor manteve uma tendência acentuada de alta, apesar de estar em território pessimista. Uma mudança de governo para o Partido Trabalhista poderia mudar o rumo do país, com foco na melhoria da sustentabilidade fiscal e maior proximidade com a União Europeia, o principal parceiro comercial do país.

Por sua vez, o mercado de trabalho continua apertado. A taxa de desemprego permaneceu em 4,4% no trimestre encerrado em maio, com a criação de 19.000 novos empregos após quatro meses de destruição. Enquanto isso, os salários são uma preocupação para a autoridade monetária, aumentando 5,7% a.a., impulsionando principalmente o preço dos serviços. Entretanto, o processo desinflacionário continua e, até o final do ano, estima-se que a inflação feche em torno de 2,4%, principalmente devido à queda no componente de energia. Em junho, a inflação permaneceu em 2,0% em relação ao ano anterior na medida *principal* (3,5% no núcleo), dando espaço para o Banco da Inglaterra começar a cortar as taxas. Na reunião de 31 de julho, em uma votação dividida (5 votos a favor do corte e 4 a favor da manutenção), o comitê decidiu reduzir a taxa de juros em 25 bps, para 5%. O mercado internaliza mais dois cortes nas taxas para este ano, aumentando o número de cortes para 2024 de 2 para 3 no último mês. A partir de 5 de agosto, a curva de taxas se inclina com as maiores quedas na extremidade curta da curva no último mês: a taxa de 2 anos está em 3,60% e a taxa de 10 anos em 3,85%.

No nível das ações, o FTSE100 subiu US\$ 4,1% em julho, superando seus pares desenvolvidos. Apesar disso, os valuations ainda são atraentes, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares dos EUA. Em termos corporativos, a Facset estima que os lucros do MSCI UK crescerão apenas 1,6% este ano, o que foi corrigido para baixo no último mês e está abaixo de seus pares desenvolvidos.

Embora tenha havido saídas constantes até agora neste ano, os dados recentes apontam para uma economia com uma perspectiva de melhora na margem e um novo governo que provavelmente trará mudanças. Além disso, dadas as *valuations* atraentes e o ciclo de corte da taxa de juros já iniciado, **decidimos permanecer neutros em relação às ações do Reino Unido.**

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth* são neutralizadas em relação ao overweight, enquanto as *Value* e as *small caps* permanecem neutras

Joe Biden desistiu da corrida presidencial em meio ao questionamento generalizado de sua candidatura e às pesquisas que mostravam que era impossível vencer Trump. Em vez disso, Kamala Harris assume o cargo de candidata democrata e renova o apoio popular ao partido, avançando rapidamente nas pesquisas e impulsionando a campanha de arrecadação de fundos (mesmo de acordo com o Predictit, Harris tem 51% de chance de vencer contra 49% de Trump). A escolha de Tim Walz, governador de Minnesota, como candidato a vice-presidente pode ser um impulso adicional para a campanha. Walz, um professor de 60 anos, é caracterizado como um democrata moderado que poderia atingir uma gama maior de eleitores do que Kamala. Assim, com uma eleição mais apertada e uma *varredura republicana* (maioria republicana no

Congresso) parecendo menos provável, os aumentos das taxas motivados por temores de um déficit fiscal maior serão moderados.

Do ponto de vista econômico, a surpresa de alta no crescimento do PIB do segundo trimestre (2,8% trimestralmente em relação ao trimestre anterior, anualizado, de 1,4% nos primeiros três meses) foi ofuscada por um enfraquecimento mais acentuado no mercado de trabalho. Em julho, foram criados 114.000 novos empregos (abaixo dos 175.000 esperados), corrigindo a queda em relação aos dois meses anteriores, enquanto a taxa de desemprego subiu inesperadamente para 4,3%. Em consonância com isso, os salários desaceleraram, aumentando 3,6% em relação ao ano anterior (3,8% em junho). Isso lança dúvidas sobre o cenário de um *soft landing* da economia dos EUA e o mercado está apostando em cortes mais agressivos nas taxas de juros, e fala-se até mesmo em um erro de política e que os cortes teriam demorado mais do que o necessário. Assim, em sua reunião no final de julho, o Fed abriu caminho para que o corte das taxas começasse em setembro.

O mercado, por sua vez, reagiu agressivamente ao cenário de uma nova desaceleração da economia e internalizou até 5 cortes nas taxas (de 25 bps) até o final do ano, começando em setembro com 50 bps. A curva dos títulos do Tesouro se inclinou a ponto de, às vezes, apagar a inversão da curva na parcela de 2 a 10 anos. Nos últimos 30 dias, houve um *aumento da inclinação* (quedas mais acentuadas na parte mais curta da curva). Em 5 de agosto, a taxa de 10 anos estava em 4,75% (queda de 50 bps) e a taxa de 2 anos em 3,87% (queda de 75 bps).

Os temores de um novo esfriamento da economia frearam a alta das ações no início de agosto. Em julho, as ações do S&P500 subiram 1,1%, mas o Nasdaq 100 caiu 1,6%, refletindo a rotação - e a realização de lucros - do setor de tecnologia para setores mais retardatários e de valor mais baixo, como as *pequenas empresas* e o estilo de *valor*.

No lado corporativo, 75% das empresas do S&P500 relataram um crescimento médio de 11% nos lucros e surpresas positivas em todos os 11 setores. Apesar dos resultados positivos, as *orientações* das grandes empresas de tecnologia decepcionaram, contribuindo para a correção do mercado de ações. Até 2024, espera-se que os lucros cresçam em torno de 11%, um número que foi corrigido na margem para baixo no último mês e superou o desempenho de seus pares desenvolvidos.

Com a correção das ações, os *valuations* interrompem a tendência de alta, com o índice P/U *fwd.* do S&P500 ainda acima das médias históricas. O índice P/U *fwd.* das ações *de crescimento* volta a ser negociado em linha com a média de 5 anos e o das ações *de valor* permanece acima da média. Em *small cap*, a relação P/U *fwd.* fica mais cara, mas o desconto e a defasagem são mantidos, embora com alta volatilidade na classe de ativos, que é altamente sensível às variações da taxa de juros, mas também à saúde da economia doméstica.

Devido à alta sensibilidade às divulgações de dados econômicos, ao esfriamento da economia, às taxas de juros altamente voláteis, à chegada do verão no hemisfério norte - que se caracteriza por menores volumes de negociação - e aos relatórios corporativos que não conseguiram sustentar o mercado, decidimos manter **a cautela em relação às ações dos EUA, rebaixando para neutro o crescimento e favorecendo o valor** para capturar a rotação de ativos. **As ações de pequena capitalização permanecem neutras**, pois sua relação risco/retorno não é atraente devido à alta volatilidade.

JAPÃO: Passa de neutro para *underweight*

Em sua reunião de julho, o Banco do Japão aumentou surpreendentemente sua taxa de juros de 0,1% para 0,25%, diante da contínua fraqueza do iene, que deixou o Banco preocupado com as pressões inflacionárias e o aumento dos salários que se espalharam por vários setores da economia. Junto com a medida, também foi anunciado um plano para reduzir a

compra de títulos e, assim, reduzir a liquidez injetada no mercado. Até o momento, o mercado não internaliza novos aumentos neste ano.

No final de junho, o iene havia se desvalorizado quase 15%, chegando a ¥162 por dólar em 3 de julho, mas a moeda começou a se valorizar significativamente em resposta às expectativas de redução do diferencial da taxa de juros com os EUA. Durante o mês de julho, a valorização foi de 7,2% e, em 5 de agosto, já havia se valorizado em mais 4%, atuando como um porto seguro em um cenário de *liquidação* de ativos de risco.

Juntamente com a valorização da moeda, a recuperação das ações japonesas, que são altamente dependentes do setor de exportação e se beneficiam de uma moeda depreciada, é interrompida bruscamente. O Nikkei 225 cai 1,2% em julho, mas a valorização da moeda aumenta o retorno em dólares (+5,5%). Em agosto, no entanto, a correção foi maior: na segunda-feira, 5 de agosto, o Nikkei caiu 12,4%, a maior perda desde o *crash* de 1987, também afetada pela reversão das posições *de carry trade* - posições nas quais o iene foi emprestado a taxas de juros até mesmo negativas e investido em países com taxas mais altas.

Em termos de *valuations*, o índice P/U *fwd*. foi corrigido para baixo e negociado com desconto em termos absolutos e em relação a seus pares desenvolvidos. Enquanto isso, com metade das empresas do Nikkei 225 tendo apresentado relatórios, os lucros estão crescendo em média 2%, com surpresas positivas. Em 2024, os lucros cresceriam em torno de 10%, uma estimativa que foi corrigida para cima no último mês e é maior do que a de seus pares.

Apesar da atratividade dos *valuations* e das reformas estruturais em andamento, há uma deterioração na *dinâmica* econômica, levando a correções para baixo nas estimativas de crescimento econômico, juntamente com o excesso de volatilidade em um mercado que entrou em um *bear market* - uma queda de mais de 20% desde o último pico -. Nesse cenário, optamos por uma **postura mais cautelosa, reduzindo nossa exposição às ações japonesas de neutra para *underweight*.**

UW EMERGING SHARES: China neutra, UW LatAm e OW Asia EM ex China

Julho foi um mês marginalmente negativo para os mercados emergentes; apesar de ter começado o mês com um bom desempenho, ele se inverteu na segunda metade, caindo em linha com os mercados globais. O dólar enfraqueceu acentuadamente no início do mês, impulsionando as ações dos mercados emergentes. **Diante de um cenário de arrefecimento econômico nos EUA, mas de aumento das chances de cortes nas taxas do Fed, optamos por reduzir o UW nos mercados emergentes**, assumindo uma posição *de UW* na América Latina, devido à alta volatilidade política e às projeções de crescimento revisadas para baixo. No caso da China, decidimos encerrar a posição *OW* devido aos anúncios do governo que decepcionaram o mercado, ao mesmo tempo em que optamos por um *overweight* em EM da Ásia ex China.

AMÉRICA LATINA: UW Large e Small Cap

Os mercados latino-americanos continuam cautelosos, embora tenham conseguido registrar um desempenho positivo em julho. Isso se deve ao fato de que, no início do mês, eles superaram o desempenho do resto do mundo, com o mercado consolidando suas expectativas de cortes nas taxas de juros pelo Fed, um dólar enfraquecido e uma classe política regional que mostrava sinais de maior pragmatismo. Essa tendência de alta se reverteu drasticamente, com a divulgação de dados de inflação mais rígidos na região, atividade que, em alguns casos, decepcionou, e mais altos e baixos políticos que caracterizam a América Latina. Além disso, os bancos centrais adotaram tons mais cautelosos, pausando seus

rebaixamentos em alguns casos, para esperar e ver o próximo movimento do Fed, o que impede que o mercado acionário recupere o ímpeto. Assim, **a UW é mantida em ações de grande e pequena capitalização na região.**

No **Brasil**, a economia tem se mantido resiliente e, apesar da correção para baixo da projeção de crescimento deste ano feita pelo FMI (para 2,1%), os dados de alta frequência continuam a surpreender. Nesse contexto, os PMIs de julho, tanto do setor industrial quanto de serviços, estão acelerando em território expansionista. A inflação permanece ligeiramente acima de 4% ao ano e, na leitura quinzenal de julho, as maiores pressões vieram dos transportes, enquanto os alimentos contribuíram negativamente. Nesse contexto, o Banco Central continuou a manter a taxa de referência e, na reunião de julho, essa decisão foi novamente unânime. O mercado brasileiro alcançou um desempenho positivo em julho de USD 1,3%, impulsionado no início do mês por declarações mais pragmáticas do governo, favorecendo a responsabilidade fiscal. Entretanto, o real continuou a se desvalorizar em 1,3% no mês e acumulou uma perda de valor de mais de 15% até agora neste ano. Com relação aos *valuations*, elas continuam a ser negociadas abaixo das médias históricas (*P/U fwd.* e *trailing*) e as projeções de lucros foram corrigidas para cima para este ano e para o próximo ano nos últimos 1 e 3 meses, e espera-se que cresçam mais de 8% em cada um desses períodos. Com relação aos fluxos de investimento, as saídas de ETFs como um todo continuaram no último mês, representando ~2,5% do AUM. Do ponto de vista político, as eleições de outubro estão se aproximando e os preferidos em exercício estão obtendo melhores números nas pesquisas. É provável que isso interrompa o progresso de outros projetos de lei, como a aprovação da implementação do IVA pelo Senado. Para cumprir as metas fiscais deste ano, o governo anunciou um congelamento de gastos fiscais de 15 bilhões de reais. Com vistas ao orçamento do próximo ano, que será apresentado em 31 de agosto, estima-se que 26 bilhões de reais devam ser congelados para atingir um equilíbrio primário igual a 0% do PIB. Tudo indica que novas medidas estão sendo preparadas para aumentar as receitas fiscais e atingir as metas, o que pode adicionar incerteza ao cenário atual. Assim, **mantemos nossa posição neutra em ações brasileiras**, que, apesar de sua resiliência macro e *valuations* atraentes, o ambiente político é incerto e não são observados fluxos de entrada de investimentos, uma vez que, com o atual nível de taxas (a Selic deve permanecer em 10,5% pelo resto do ano), o investimento em ações perde atratividade em uma perspectiva de risco-retorno.

No **México**, os mercados apresentaram volatilidade em julho, revertendo algumas das quedas de junho no início do mês e fechando com quedas de US\$ 0,7%. Entretanto, parece que o mercado não está incorporando o risco político que se avizinha, com vários eventos que podem atingir significativamente as ações mexicanas. Isso inclui a posse do novo congresso (1º de setembro) e do governo (1º de outubro), bem como a eventual aprovação da reforma judicial, a apresentação do orçamento em novembro e as eleições nos EUA no mesmo mês. Além disso, as projeções de crescimento foram revisadas para baixo, a *dinâmica* econômica enfraquece marginalmente e as expectativas de inflação são revisadas para cima. Mesmo assim, o mercado espera que o banco central corte sua taxa de referência em 25 pontos-base, para 10,75%, na reunião de agosto. Isso, apesar de a inflação *geral* na primeira metade de julho ter se acelerado pelo terceiro mês consecutivo para 5,6% a/a, enquanto o núcleo da inflação permaneceu estável em 4,0%. Em relação à avaliação, após as correções, tanto o índice *P/U inicial* quanto o índice *P/U final* estão sendo negociados quase 1 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos, embora continuem a ser observadas saídas líquidas de fundos e ETFs. Apesar das revisões nas projeções de crescimento econômico, o mercado está projetando um crescimento dos lucros de 22% este ano e 15% no próximo ano, que foram revisados para cima nos últimos 1 e 3 meses. Em nível político, o presidente eleito sugeriu mais pragmatismo, tanto na escolha do gabinete quanto nos anúncios de apoio à responsabilidade fiscal. Entretanto, o ambiente político está começando a se tornar mais incerto, já que as reformas constitucionais introduzidas por AMLO em fevereiro já começaram a ser discutidas. Assim, **as ações mexicanas permanecem underweight**, mesmo com *valuations* atraentes e correções para cima nas projeções de lucros, dado um cenário macro mais desafiador e eventos políticos que podem atingir o mercado.

O mercado **chileno** conseguiu registrar um ganho marginal em julho (USD 0,3%), apoiado pelo peso chileno, que permaneceu quase inalterado durante o mês. Em nível macro, o mês foi marcado por notícias desanimadoras. Primeiro, a atividade mensal de junho registrou um crescimento de apenas 0,1% em relação ao ano anterior, abaixo das expectativas do mercado. Além disso, diante de uma inflação surpreendente no mesmo mês, e com a intenção de "esperar para ver" o que o Fed fará em setembro, o Banco Central decidiu, pela primeira vez em um ano, pausar seu ciclo de corte de taxas, diante de um mercado cujas expectativas estavam divididas entre pausar e continuar com cortes de 25 bps. No entanto, daqui para frente, o preço do cobre poderia reverter as quedas observadas nos últimos meses, uma vez que suas perspectivas permanecem positivas, e a autoridade monetária retomaria seus cortes nas taxas, apoiando o mercado de ações. Os *valuations* do mercado chileno continuam a ser descontadas e os relatórios corporativos até o momento mostram tanto o crescimento dos lucros quanto das vendas, além de surpresas positivas em ambas as áreas. À medida que os resultados são divulgados, as empresas estão fornecendo *orientações* mais positivas do que o mercado internalizou, o que deve dar um impulso adicional às ações. No lado político, a agenda está concentrada nas eleições regionais de outubro, que, se ocorrer o resultado esperado (a oposição, ou seja, a centro-direita, ganhando mais terreno), isso também deverá impulsionar o mercado antes das eleições. Por outro lado, a aprovação e/ou o progresso de reformas radicais no Congresso no curto prazo estão descartados, e a incerteza política e econômica permanece relativamente baixa. Assim, em um mercado com *valuations* atraentes, cuja recuperação macroeconômica continuará, embora em ritmo mais lento, e com eventos políticos favoráveis ao mercado, decide-se **manter o OW em ações chilenas**.

Na **Colômbia**, os dados de atividade ficaram ligeiramente acima das expectativas, mas com queda na produção industrial e nas vendas no varejo. Em relação à inflação, o núcleo da inflação continuou a desacelerar em junho e ficou em 7,6% ao ano, enquanto a inflação total permaneceu em 7,2%. Dado o atraso do banco central colombiano em relação ao restante da região, em julho eles decidiram continuar com o corte de 50 pontos-base na taxa, para 10,75%, em uma decisão dividida, com dois membros do conselho optando por um corte de 75 pontos-base. A continuação desse ciclo permitirá que o setor secundário faça uma contribuição positiva e significativa para o PIB. Os *valuations* das ações permanecem com desconto, sendo negociadas quase um desvio padrão abaixo da média de cinco anos, tanto em *P/U para frente* quanto *para trás*. Embora as projeções de lucros estejam melhorando na margem, elas apontam para uma contração de ~3,6% para este ano e não há recuperação nos fluxos de investimento, já que as saídas foram limitadas nos últimos meses. Na frente política, a desaprovação presidencial está aumentando marginalmente e, de acordo com a última pesquisa da Invamer, ficou em 62%. Mais recentemente, o projeto de lei orçamentária foi apresentado, o que implica um crescimento real nos gastos de ~8%, e COP 12 trilhões dos COP 523 trilhões serão financiados por uma lei de financiamento, cujos detalhes ainda não são conhecidos. Nesse contexto, espera-se que o orçamento do próximo ano tenha de ser ajustado - assim como o de 2024 - para atingir a meta fiscal. Assim, apesar de uma perspectiva macroeconômica melhor e de um banco central que continua a cortar as taxas, as projeções de lucros para este ano são negativas e o ambiente político continua turbulento, levando à **decisão de manter uma posição neutra nas ações colombianas**.

No **Peru**, a atividade econômica surpreendeu em junho e cresceu 5,0% em doze meses, e o mercado espera que a economia peruana cresça entre 2,5% e 3,0% este ano. A inflação *básica* permanece em níveis saudáveis e, em julho, registrou 2,1% em relação ao ano anterior. Entretanto, o núcleo da inflação ainda está acima do limite superior da faixa de tolerância do banco central, o que o levou a manter a taxa de referência nas duas últimas reuniões. Em termos de *valuations*, tanto o índice *P/U inicial* quanto o *P/U final* estão sendo negociados perto de suas médias de 5 anos, mas as projeções de lucros para este ano apontam para um crescimento de ~40% e foram revisadas para cima. Do lado dos fluxos, foram observados fluxos de entrada de ~7,8% para os ETFs como um todo nos últimos três meses. Do lado político, uma nova queixa constitucional foi feita contra o Presidente Boluarte, pelas mortes nos protestos. Além disso, seu discurso sobre os feriados bancários foi visto como moderado pelo mercado. Assim, com melhores perspectivas macroeconômicas

e de lucros, mas com *valuations* justas e um Banco Central que pode continuar com a pausa nos cortes das taxas de juros, decidiu-se **manter a posição neutra nas ações peruanas**.

Na **Argentina**, a inflação permaneceu contida e o BCRA estima que a taxa básica (subjacente) ficará em 3,2% ao mês em julho. Isso atesta que os cortes de gastos do governo têm sido eficazes na redução das pressões inflacionárias. No lado da atividade, a recuperação ainda está pendente. Embora em maio o índice mensal de atividade econômica tenha se expandido em 2,3% em relação ao ano anterior, a dispersão entre os setores é significativa. O setor agrícola foi o principal impacto positivo, seguido pelo setor de mineração, enquanto setores como o de manufatura, comércio e construção continuam em queda livre. As boas notícias fiscais continuaram, e o governo conseguiu registrar um superávit financeiro em junho, mas isso teria sido revertido desde julho. Ao mesmo tempo, o banco central anunciou uma estrutura monetária com uma série de medidas que fariam progressos na saída da paridade cambial. Entretanto, o governo não foi claro ao especificar quando a saída ocorrerá. Além disso, algumas dessas medidas foram consideradas contraproducentes pelo mercado, pois significam que a autoridade monetária venderá dólares, que vem acumulando para reconstruir suas reservas internacionais. De qualquer forma, isso ajudou a estabilizar e interromper a depreciação que o peso *azul* argentino estava sofrendo e a reduzir a diferença em relação à taxa de câmbio oficial. Por outro lado, a confiança no governo caiu 3,7% em julho, normalizando os altos níveis exibidos por Javier Milei após assumir o cargo. Ainda assim, esse declínio é compreensível e, se formos ajustar o número de medidas tomadas pelo governo, ele ainda desfruta de níveis saudáveis de confiança. Os *valuations* do mercado argentino continuam atraentes, e os fluxos de entrada continuam a fluir para o pool de ETFs. Apesar disso, a recuperação econômica ainda é incerta e o governo não fez declarações explícitas em relação à liberação da paridade cambial, um fator necessário para que os brotos verdes da atividade sejam generalizados e transversais. Assim, **a posição *underweight* em ações argentinas é mantida**.

CHINA: Foi decidido neutralizar a OW

Duas reuniões de política de alto nível há muito aguardadas foram realizadas em julho, mas as conclusões de ambas decepcionaram o mercado, fazendo com que o índice MSCI caísse US\$ 2,2%.

A Terceira Plenária, que ocorre a cada cinco anos e determina as diretrizes para os próximos cinco anos, foi concluída sem mudanças nas prioridades e mantendo a "*prosperidade comum*" como uma das ideias centrais. Em resumo, ficou estabelecido que o principal objetivo da política de médio prazo é o crescimento econômico de qualidade, centrado na inovação e em novas forças produtivas. Em segundo lugar, não houve grandes mudanças em relação à reforma agrária rural, concentrando-se no desenvolvimento urbano-rural integrado, no bem-estar social e na necessidade de um novo modelo de desenvolvimento imobiliário. Por fim, no que diz respeito à reforma fiscal, a política se concentraria em melhorar as finanças dos governos central e local, redefinindo a estrutura de receita de cada um deles e acelerando um sistema de regulamentação e monitoramento.

Uma semana depois, a breve reunião do Politburo (geralmente realizada durante todo o dia, desta vez foi apenas meio dia) terminou com uma mudança para aumentar o consumo no segundo semestre do ano. Embora isso possa ser visto como a direção correta da política, o mercado quase não reagiu à falta de anúncios concretos. Do lado mais negativo, foi anunciado que, a partir de 18 de agosto, os fluxos diários de transações de ações globais não seriam mais publicados, medidas que aumentam a desconfiança e o escrutínio, revertendo a mudança para o pragmatismo da autoridade que havia sido internalizada desde a reunião do politburo de abril.

No aspecto geopolítico, Biden continua com a inclusão de tarifas e anunciou a imposição de uma tarifa de 25% sobre o aço e 10% sobre o alumínio para produtos importados do México, mas não produzidos localmente, visando os produtos

chineses. Enquanto isso, a primeira-ministra italiana, Giorgia Meloni, visitou a China em julho, sua primeira visita desde que assumiu o cargo, e prometeu apoiar Pequim nas negociações com a União Europeia sobre as tarifas de carros elétricos, de modo que a Itália e a Alemanha pudessem ser uma fonte para aliviar as tarifas provisórias que entraram em vigor no mês passado. Por fim, os ministros das relações exteriores da China e da Ucrânia se reuniram pela primeira vez desde o início da guerra com a Rússia para discutir negociações de paz, dando a Pequim a chance de assumir o papel de mediador da guerra.

Por outro lado, o bom *momento* econômico parece estar desaparecendo. O indicador Caixin PMI do setor industrial caiu para 49,8 pontos em julho, após oito meses consecutivos em território expansionista. Por outro lado, o indicador de serviços continua em território expansionista (52,1 pontos). Do lado dos preços, espera-se que a inflação aumente 0,3% a.a. em julho e, dadas essas pressões inflacionárias nulas, o Banco Central surpreendeu ao cortar um conjunto de taxas em julho. As taxas de empréstimo de 1 ano e 5 anos foram cortadas em 10 bps para 3,35% e 3,85%, respectivamente, a taxa de médio prazo de 1 ano foi cortada em 20 bps para 2,30% e a taxa de *recompra reversa* de 7 dias foi reduzida de 1,80% para 1,70% como uma medida para impulsionar a economia, que durante o segundo trimestre cresceu 4,7% a/a, o menor desde o quarto trimestre de 2022.

Em relação às a, as ações chinesas estão sendo negociadas com um desconto em relação ao índice P/U *fwd*. Ao mesmo tempo, a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para cima neste ano, para 14%. Assim, a temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre está apenas começando (~3% das empresas já apresentaram relatórios). Em agosto, algumas das principais empresas, como Tencent, Alibaba e BYD, apresentarão seus relatórios. Com relação aos fluxos, foram observados fluxos de entrada para ETFs e fundos nas últimas nove semanas consecutivas; no entanto, foram observadas saídas do ETF líder em 10% dos ativos sob gestão (AUM) no último mês. Considerando a deterioração dos dados econômicos e as fracas conclusões de importantes reuniões de políticas, **decidiu-se neutralizar as ações chinesas**.

EMERGENTES DA ÁSIA EX CHINA: OW é trazido do ponto neutro

Desde agosto, os mercados acionários de ME da Ásia ex-China voltaram a ser overweights, com preferência por mercados como a Coreia do Sul e a Índia. Quanto à Índia, apesar dos valuations historicamente caros, o desacoplamento desse mercado do mercado global, sua solidez macroeconômica e estabilidade política permitem que o mercado de ações permaneça à margem diante de um possível cenário de *risco reduzido*. A Coreia do Sul é o mercado emergente mais próximo de um país desenvolvido, o *impulso* econômico está melhorando e as *valuations* parecem atraentes.

A economia **indiana** mantém seu *ímpeto*, e os PMIs de manufatura e de serviços estão em território amplamente expansionista, atingindo 58,3 e 61,1 pontos, respectivamente, em julho. Com relação à inflação, os números de julho ainda não são conhecidos (5,1% a/a em junho), mas o aumento das chuvas levaria a um aumento no plantio de alimentos e ajudaria a aliviar as pressões inflacionárias. Com relação à política monetária, o banco central se reúne em 8 de agosto e o mercado espera que a taxa de referência permaneça em 6,5%. Por outro lado, foi divulgado o orçamento para o ano fiscal de 2024-2025, que foi considerado relativamente equilibrado por manter a meta de consolidação fiscal e reduzir o déficit para 4,9% do PIB (de 5,1% no orçamento provisório), além de incluir medidas de apoio importantes, alocando recursos para a agricultura e setores para impulsionar o consumo. Também foi anunciada a flexibilização dos impostos sobre a renda, beneficiando principalmente a classe média, e o aumento da alíquota do imposto sobre ganhos de capital de 15% para 20%. Enquanto isso, o mercado acionário indiano teve um desempenho superior em julho, com retorno de US\$ 3,9% e uma depreciação marginal da rúpia indiana de 0,4% em relação ao dólar. Com relação aos *valuations*, as ações foram negociadas acima de sua média de 5 anos (P/U *fwd*). Apesar disso, foram observados fluxos de entrada em ETFs e fundos. Com relação aos relatórios corporativos, ~70% das empresas apresentaram relatórios, com surpresas limitadas

(~2%) e espera-se que o crescimento dos lucros atinja 17% e 16% para este e o próximo ano, respectivamente. Juntamente com o sólido *impulso* econômico, político e corporativo e os constantes fluxos líquidos de entrada de investimentos, **foi tomada a decisão de aumentar o *overweight* em ações indianas.**

As ações **sul-coreanas** caíram marginalmente US\$ 0,7% em julho, pressionadas pela queda do setor tecnológico global. Embora a Samsung, a principal empresa do índice MSCI, tenha divulgado resultados do segundo trimestre acima das expectativas. O lucro operacional cresceu 1,5% e a receita 23% em relação ao ano anterior, devido à demanda impulsionada pela inteligência artificial. A empresa projeta que a demanda por seus servidores de IA permanecerá forte, com tendência de alta nos preços. Continuando com os relatórios corporativos, até o momento, metade das empresas relatou surpresas positivas e crescimento tanto nas vendas quanto nos lucros, com as projeções de crescimento dos lucros para este e o próximo ano chegando a 104%, impulsionadas pela Samsung e 29%, respectivamente, ambas corrigidas para cima. Do ponto de vista da avaliação, as ações sul-coreanas parecem atraentes e são negociadas com um desconto em relação ao P/U *futuro*, enquanto se observam entradas líquidas de 15% nos ETFs do país como um todo. Por outro lado, o *impulso* macroeconômico positivo continua. O PMI industrial permanece em território expansionista em julho (51,4 pontos). Ao mesmo tempo, as exportações de julho cresceram 14% em relação ao ano anterior, impulsionadas pelos semicondutores, onde as exportações de semicondutores cresceram 50% em doze meses. As importações cresceram 10,5% a/a no mesmo mês, após três meses consecutivos de contração, enquanto a confiança do consumidor atingiu 103 pontos, o nível mais alto desde abril de 2022. Do lado dos preços, a inflação continuou a convergir para a meta (2%) em julho e registrou 2,6% a/a, no entanto, a autoridade monetária decidiu manter a taxa de referência em 3,5%, comunicando a necessidade de estabilizar a inflação no médio prazo, continuar monitorando a dívida das famílias e os preços da habitação. No contexto do *momento* macroeconômico positivo, dos *valuations* atraentes e dos fluxos de entrada, **foi decidido manter o *overweight* em ações sul-coreanas.**

As ações **taiwanesas** caíram US\$ 5,1% em julho e, nos poucos dias de agosto, sofreram o pior dia do mercado acionário desde 1967, com a principal empresa do índice MSCI, a Taiwan Semiconductor, caindo 8,2% MTD, que pesa mais de 50% do índice. Do ponto de vista econômico, o PIB cresceu 5,1% a.a. no segundo trimestre, melhor do que o esperado, embora a desaceleração do consumo das famílias e o crescimento mais fraco das exportações tenham sido notáveis. Além disso, o PMI do setor industrial continua a se expandir, atingindo 52,9 pontos em julho. Em relação à inflação, a inflação acelerou novamente para 2,5% a.a. em julho, enquanto o banco central não tem nenhuma reunião de política monetária agendada até setembro. Do lado geopolítico, os comentários de Trump aumentaram a pressão ao dizer que Taiwan deveria pagar pela defesa dos EUA, alegando que o país não lhes dá nada e tirou a indústria de chips dos EUA. Além da tensa relação entre Taiwan e China, em julho o ministro da defesa anunciou o aumento das patrulhas na zona cinzenta. No que diz respeito ao mercado de ações, aos *valuations* parecem caros, com saídas do principal ETF do país de 1% do AUM no último mês. Ao mesmo tempo, a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para cima para este ano. Assim, a combinação de fatores positivos, como a melhora do *momentum* macroeconômico e a correção para cima da projeção de crescimento dos lucros, mas de fatores negativos, como *valuations* ajustados, fluxos decrescentes e tensões geopolíticas, leva à decisão de **manter uma posição neutra nas ações de Taiwan.**

A Indonésia cresceu 5,1% a.a. no segundo trimestre, devido ao consumo resiliente. Embora o PMI tenha continuado a perder força e tenha caído em julho para 49,3 pontos. A inflação continuou a desacelerar, atingindo 2,1% a.a. em julho, abaixo da meta do banco central (3%). No entanto, a autoridade monetária decidiu manter a taxa de referência em 6,25%, principalmente para estabilizar a moeda, que continua a subir em relação ao dólar. As ações da Indonésia avançaram US\$ 3,8% em julho, com os *valuations* parecendo atraentes, embora as projeções de crescimento dos lucros tenham sido corrigidas para baixo neste e no próximo ano, enquanto as saídas líquidas do principal ETF do país

foram de 1% do AUM no último mês. Nesse cenário de incerteza política e saídas, mas com dados macroeconômicos ainda resilientes, **a postura neutra em relação à Indonésia é mantida**. Por outro lado, a economia da **Tailândia** está mostrando sinais de melhora. O PMI do setor industrial está em território expansionista pelo terceiro mês consecutivo (52,8 pontos em julho). Com relação à inflação, o número de julho ainda não é conhecido, mas espera-se que seja de 0,7% em relação ao ano anterior. Durante o mês de julho não houve reunião de política monetária e, na decisão do final de agosto, espera-se que o Banco Central mantenha a taxa de referência em 2,5%. Do lado político, o judiciário anunciou as datas dos veredictos de dois importantes julgamentos em andamento: (i) a dissolução do partido de oposição em 7 de agosto e (ii) a do primeiro-ministro em 14 de agosto. Do lado das ações, as ações subiram US\$ 4,3% em julho, apesar das projeções de crescimento dos lucros corrigidas para baixo neste e no próximo ano, bem como dos fluxos estáveis no último mês, tanto nos ETFs do país como um todo quanto no ETF principal, embora os *valuations* das ações sejam atraentes (*P/U fwd.*). Assim, a combinação da incerteza doméstica e da projeção de crescimento dos lucros para baixo **faz com que se decida manter o *underweight* nas ações tailandesas**.

EMEA

O posicionamento neutro em ações regionais **é mantido** no caso de um portfólio emergente, em relação à Ásia emergente e à América Latina.

A África do Sul continua a ter um bom *impulso* após o anúncio do novo governo. As ações retornaram USD 5,1%, embora o rand tenha se desvalorizado marginalmente (0,9%) em julho. No entanto, alguns economistas já advertiram que o país tem espaço limitado para adotar políticas fiscais e monetárias que atendam às necessidades dos eleitores, desafiando o otimismo em torno do novo governo. Do ponto de vista macroeconômico, o cenário continua com uma economia em deterioração, um PMI industrial em território contracionista (49,3 pontos em julho), inflação persistente (5,1% a/a em junho) e uma postura ainda restritiva do Banco Central, com uma taxa de referência inalterada (8,5%). Os *valuations* parecem atraentes (*P/U em diante*) e os influxos de 5% AUM para o principal ETF do país no último mês. No contexto de uma política doméstica com boa *dinâmica*, mas com risco latente de deterioração devido a divergências ideológicas, uma economia deprimida e *valuations* atraentes com fluxos de entrada, decidimos **manter as ações sul-africanas neutras**.

O presidente **turco** Recep Erdogan ameaçou Israel de intervir em favor dos palestinos, aumentando as tensões. O ministro das Relações Exteriores de Israel se referiu a ele como um "ditador sionista" e que os cidadãos turcos são reféns de sua ditadura. Por outro lado, a Moody's elevou sua classificação de crédito (de B3 para B1) pela primeira vez em mais de uma década, com base em melhorias na governança e no retorno às políticas ortodoxas. Do ponto de vista econômico, a economia continua deprimida e o PMI do setor industrial permanece em território contracionista (47,2 pontos em julho), enquanto a inflação recuou em julho para 61,8% ao ano (71,6% em junho) e o Banco Central manteve a taxa de referência em 50% pela quarta reunião consecutiva. No lado do mercado acionário, as ações turcas caíram USD 1,2% em julho. Por outro lado, as projeções de lucros foram corrigidas para baixo e o crescimento de 9% foi projetado para este ano, enquanto as saídas de fluxos de investimento de 9% do AUM do principal ETF do país no último mês e com *valuations* ajustados na relação *P/U fwd.* Devido à fraqueza macroeconômica e aos *valuations* mais apertados, mas com um mercado de ações usado como porto seguro contra a inflação alta, **as ações turcas permanecem neutras**.

Por fim, a tensão continua na **Arábia Saudita**, mas agora em uma frente diferente. Segundo informações, as tensões entre o reino e os houthis aumentaram e ataques diretos entre os dois não estão descartados em um momento em que o país está mantendo negociações de paz com os EUA e Israel sobre a guerra entre Israel e Hamas. Por outro lado, foi anunciado que os megaprojetos de diversificação econômica do país receberiam menos financiamento do que o planejado devido à deterioração das receitas do petróleo. Na frente econômica, o indicador PMI do setor industrial permanece em território

amplamente expansionista (54,4 pontos em julho). Com relação ao petróleo, a reunião da OPEP em agosto não anunciou nenhuma mudança na política de produção, de modo que o cronograma de redução gradual dos cortes de produção desde outubro continua. Embora a Líbia tenha interrompido completamente a produção, o que impulsionou os preços. Por fim, o mercado de ações saudita retornou US\$ 2,9% em julho, com *valuations* atraentes, embora tenham sido observadas saídas do principal ETF do país no último mês, juntamente com as projeções de crescimento dos lucros que estão sendo corrigidas para baixo neste ano. No contexto de uma economia dependente do petróleo, com os preços *das commodities* permanecendo voláteis devido às tensões no Oriente Médio e à interrupção da produção de petróleo em outros países, **decidimos manter uma posição neutra na Arábia Saudita.**

RENDA FIXA

TREASURIES DOS EUA: Mantém-se o OW para os títulos do tesouro de 2 anos e 10 anos, e neutro para os títulos do tesouro de 30 anos e TIPS.

Em julho, após a última reunião do Federal Reserve Bank, o mercado estava convencido de que o ciclo de corte das taxas começaria em setembro, após o discurso *dovish* de Powell, no qual ele enfatizou não apenas o mandato inflacionário, mas também a saúde do mercado de trabalho. No início de agosto, apesar das palavras do presidente do Fed, o mercado foi surpreendido pelos dados de emprego, em que o mercado de trabalho mostrou um resfriamento maior do que o esperado, disparando o alarme nos mercados, que entraram em modo *de redução de risco* em vista dos maiores riscos de recessão. Assim, falou-se de um *"erro de política"* por parte do Fed por não ter cortado antes, questionando se será possível alcançar o cenário de *um soft landing* que antes parecia ser o consenso do mercado. Com relação à inflação, os números de junho surpreenderam ao desacelerar mais do que o esperado, de modo que a medida *principal* atingiu 3% em doze meses e a medida *principal* atingiu 3,3%. Assim, na semana passada, vimos um ajuste significativo nas expectativas de cortes este ano, de 2 cortes esperados para 4-5 cortes até a reunião de dezembro, devido aos crescentes temores de recessão. Em linha com o ajuste das expectativas, as taxas reagiram com quedas acentuadas ao longo da curva e a taxa de 10 anos caiu de 4,40% no final de junho para 3,79% em 5 de agosto, enquanto a taxa de 2 anos caiu de 4,76% para 3,92%. Com isso, a curva reverte a inversão, chegando a se normalizar por alguns instantes - algo que não acontecia desde 2022. *Os spreads* se ampliaram diante da percepção de maior risco no cenário econômico, impulsionando os retornos dos ativos de maior qualidade de crédito. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimentos dos títulos do Tesouro - aumentou significativamente na semana passada e atingiu 121 pontos, um nível relativamente alto e em linha com os grandes movimentos que vimos nas taxas nas últimas semanas. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, se ajustam para baixo, atingindo 1,54% e 2,11%, respectivamente, em linha com a surpresa inflacionária para baixo no registro de junho e com as expectativas ancoradas na meta. Assim, vemos atualmente alguma reação exagerada do mercado aos dados de emprego, nosso cenário base continua sendo de um *soft landing* e esperamos alguma moderação nas expectativas de corte de taxas atualmente internalizadas. Dado o exposto, **mantemos uma visão neutra sobre a *duration*, com uma tendência de posicionamento na parte inferior da curva. A OW em títulos do Tesouro de 2 e 10 anos é mantida, dada nossa expectativa de um esfriamento gradual da economia e do início do ciclo de cortes em setembro, enquanto a neutralidade em títulos do Tesouro de 30 anos é mantida, pois observamos maior volatilidade na extremidade longa da curva. Por fim, mantemos nossa neutralidade em relação aos TIPS, esperando moderação nas pressões inflacionárias, mas com riscos ainda presentes no curto prazo.**

INVESTMENT GRADE GLOBAL: UW neutralizado

Com relação à dívida desenvolvida, no início de agosto, o Banco da Inglaterra segue os passos do Banco Central Europeu e inicia o ciclo de cortes reduzindo sua taxa de referência em 25 bps. Assim, com a maioria dos bancos centrais desenvolvidos cortando as taxas, todas as atenções estão voltadas para o Federal Reserve Bank e, embora o corte de setembro esteja bastante internalizado, o mercado está começando a questionar se o Fed está cometendo um "erro de política".

Na frente econômica, a inflação de julho na Europa acelerou ligeiramente para 2,6% a/a, por outro lado, a surpresa econômica permanece em território negativo e a atividade econômica enfraqueceu. Por outro lado, a expectativa de cortes mais agressivos nos EUA dá mais espaço para a política monetária do BCE e espera-se que ele volte a cortar nas próximas reuniões. Por outro lado, nos EUA, a atividade econômica permanece resiliente, a inflação continua a desacelerar, mas a grande mudança em relação ao mês anterior foi no mercado de trabalho, que continua um processo de resfriamento gradual, com a criação de empregos diminuindo e a taxa de desemprego aumentando. Quanto ao *grau de investimento*, a classe de ativos *superou a* maioria dos ativos de renda fixa em julho, subindo 2,2% durante o mês, já que as taxas básicas caíram acentuadamente. No início de agosto, observamos novamente uma queda nas taxas, porém, com a economia mais fraca dos EUA, também observamos um aumento significativo dos *spreads*, prejudicando o retorno da classe de ativos. Por outro lado, após a ampliação dos *spreads* e nesse ambiente mais recessivo, a classe de ativos volta a ser atraente do ponto de vista do risco-retorno, enquanto sua duração mais próxima da *parte inferior* da curva ajuda a evitar a volatilidade das taxas longas e o risco de reinvestimento das taxas curtas. Como resultado, **o *underweight no Global Investment Grade é neutralizado.***

HIGH YIELD GLOBAL: UW mantido

Quanto ao *high yield*, durante o primeiro semestre do ano, a classe de ativos manteve seu desempenho positivo devido aos *spreads* baixos e ao forte *impulso* do mercado acionário dos EUA. Em julho, essa tendência continuou e, embora tenhamos observado que o *impulso* das ações estagnou, os *spreads* permaneceram estáveis e o retorno do *high yield* foi de 1,8% no mês. Entretanto, no início de agosto e após dados mais fracos sobre o emprego nos EUA, o mercado começou a ajustar suas expectativas econômicas, questionando o atual cenário de *soft landing*. Assim, dado o aumento dos riscos de recessão, nos últimos dias observamos uma queda acentuada nas taxas, juntamente com um aumento significativo dos *spreads* nos produtos de crédito, gerando desempenhos negativos nos primeiros dias do mês. Por outro lado, a classe de ativos mantém um nível de *rendimento* relativamente alto de 7,5%, juntamente com uma duração menor, o que explica o bom desempenho do *high yield global* no primeiro semestre do ano em um ambiente de aumento das taxas. No entanto, nesse ambiente de correção dos mercados acionários e de esfriamento do mercado de trabalho dos EUA, com esse aumento da incerteza econômica, vemos riscos mais altos no curto e médio prazo e podemos ver mais correções nos *spreads de alto rendimento*.

DÍVIDA EMERGENTE: Neutro em relação à dívida soberana e OW em relação aos títulos corporativos IG, enquanto os títulos corporativos HY e os mercados locais são movidos para UW.

Na dívida dos mercados emergentes, as taxas dos títulos do Tesouro dos EUA caíram em julho e as preocupações com as perspectivas econômicas aumentaram, ampliando os *spreads*. Por sua vez, a dívida emergente acompanhou os movimentos globais. Quanto à dívida soberana emergente, a classe de ativos teve um retorno de 1,9% em julho, mas apresentou um *desempenho inferior* ao da dívida soberana desenvolvida, onde o ajuste e o impacto das quedas das taxas foram maiores. Por outro lado, a classe de ativos ainda oferece altos níveis de *rendimento* e a duração mais longa aumentaria os retornos em um ambiente em que os bancos centrais continuam a cortar as taxas. Entretanto, no ambiente atual, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos a torna mais vulnerável às atuais correções nos *spreads* devido ao ruído político e à incerteza econômica. No lado do *alto rendimento*, ele continua sendo a classe de ativos de renda fixa

com melhor desempenho até agora neste ano, com um retorno acumulado de 8,2%, enquanto a dívida de risco de crédito emergente continua a oferecer um alto nível de *rendimento* de 8,3%. Entretanto, em termos de riscos, embora as expectativas de inadimplência para 2024 tenham sido recentemente ajustadas para baixo, no atual ambiente global de *redução de risco* que observamos no início de agosto, *os spreads* dos países emergentes estão alinhados com os movimentos globais e subindo em relação aos níveis baixos anteriores, de modo que a qualidade de crédito mais baixa prejudicaria a classe de ativos no atual cenário de correção do mercado. *O grau de investimento* continua a oferecer um retorno ajustado risco-retorno atraente, com um *rendimento* de 5,4% e uma qualidade de crédito mais alta que protege a classe de ativos contra *choques* negativos e uma desaceleração econômica global mais acentuada. Por outro lado, a duração mais longa beneficiaria a classe de ativos, uma vez que os bancos centrais emergentes continuam com os cortes nas taxas e os países mais desenvolvidos iniciam o ciclo monetário expansionista. Embora no curto prazo tenhamos visto os *spreads* se ampliarem, em linha com o contexto global, os aumentos recentes proporcionam algum alívio para os *valuations* apertados anteriores da classe de ativos. Com relação aos *mercados locais*, em julho, após a melhora nos dados inflacionários e o arrefecimento do emprego, o mercado começou a incorporar um cenário de corte mais agressivo, revertendo a alta da moeda americana nos meses anteriores e depreciando 1,7% (DXY) no mês. Com o início de agosto, essas tendências se intensificam e o mercado incorpora um ciclo de aperto ainda mais agressivo do que o previsto anteriormente. Quanto às moedas emergentes, embora o maior diferencial de taxas em relação aos EUA fosse positivo, nesse ambiente de maiores riscos o dólar continua forte em relação aos países emergentes, enquanto se deprecia em relação às moedas desenvolvidas. Diante do exposto, no curto e médio prazo, esperando alguma moderação nas expectativas de cortes nas taxas de juros dos EUA este ano, maior incerteza em relação ao cenário econômico e um aumento no ruído político devido ao período eleitoral, vemos pouco espaço para a valorização das moedas emergentes. De acordo com o exposto, **permanecemos neutros em relação aos títulos soberanos e overweights aos títulos corporativos IG, enquanto levamos os títulos corporativos HY e os mercados locais para UW.**

EXPOSIÇÃO DA MOEDA: AGOSTO DE 2024

Moedas	Desempenho							Desde o início**
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	
USD	-1.7%	-2.0%	2.7%	2.2%	4.1%	1.1%	2.5%	-0.5%
EUR	1.1%	1.5%	-1.9%	-1.6%	-3.0%	-0.5%	-2.1%	0.8%
GBP	1.7%	2.9%	1.0%	0.2%	-2.6%	1.1%	-2.7%	-0.5%
JPY	7.3%	5.2%	-6.0%	-5.1%	-9.9%	-6.2%	-3.7%	0.8%
GEMs	0.3%	0.8%	-0.7%	1.5%	0.0%	0.9%	0.3%	3.4%

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 TAACO GLOBAL | JULHO 2024

Categoria de atividade / Região	Benchmark	Compass	OW / UW	Índices de rentabilidade mensal	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Benchmark	Compass	Curso de Ativo	Seleção
Ações	50%	50%	0%	1.2%	0.6%	0.6%	0.0	-1.7
Renda Fixa	50%	45%	-5%	2.2%	1.1%	1.0%	-2.5	-1.3
Caixa	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-6.1	
Ouro	0%	0%	0%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0	
Hedge						0.0%	0.0	
Portfólio					1.68%	1.56%	-8.6	-3.1
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								-11.7
Europa, exceto Reino Unido	14.0%	14.0%	0.0%	1.5%	0.21%	0.21%	0.0	
Europa Small Cap ex Reino L	1.0%	1.0%	0.0%	3.6%	0.04%	0.04%	0.0	
REINO UNIDO	3.0%	3.0%	0.0%	4.2%	0.13%	0.13%	0.0	
US Large Cap Growth	17.0%	18.0%	1.0%	-2.2%	-0.38%	-0.40%	-3.4	
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	0.0%	4.5%	0.67%	0.67%	0.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	7.7%	0.31%	0.31%	0.0	
Japão	5.0%	5.0%	0.0%	5.8%	0.29%	0.29%	0.0	
Desenvolvidos	59.0%	60.0%	1.0%	2.1%	1.26%	1.24%	-3.4	
América Latina	5.0%	4.0%	-1.0%	1.0%	0.05%	0.04%	0.2	
LatAm Small Cap	1.0%	0.0%	-1.0%	-1.1%	-0.01%	0.00%	2.3	
China	10.0%	11.0%	1.0%	-1.3%	-0.13%	-0.15%	-2.5	
EM Ásia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	0.2%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Ásia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	-0.4%	-0.02%	-0.02%	0.0	
Emergentes	41.0%	40.0%	-1.0%	-0.2%	-0.07%	-0.08%	0.0	
Ações					1.19%	1.15%	-3.4	
Treasuries 2Y	5.9%	7.3%	1.4%	1.1%	0.07%	0.08%	-1.4	
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	1.6%	2.9%	0.36%	0.40%	1.1	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	0.0%	3.6%	0.26%	0.26%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	1.8%	0.05%	0.05%	0.0	
Global Corporate IG	27.5%	22.6%	-4.9%	2.4%	0.67%	0.55%	-1.3	
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	-1.1%	2.0%	0.08%	0.06%	0.2	
Dívida Desenvolvidos	60.1%	57.1%	-3.0%	2.5%	1.49%	1.41%	-1.3	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	1.9%	0.20%	0.20%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	0.8%	1.6%	0.05%	0.06%	-0.5	
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	1.2%	1.6%	0.08%	0.10%	-0.7	
EM Local Markets	21.0%	22.0%	1.0%	1.7%	0.35%	0.37%	-0.5	
Dívida Emergentes	39.9%	42.9%	3.0%	1.7%	0.68%	0.73%	-1.6	
Renda fixa					2.17%	2.14%	-3.0	

*Anualizado ** Desde 2001
Dados em 31 de julho de 2024

Em julho, a alocação em ações foi mantida como neutra, os títulos como *underweight* e 5% foram alocados em caixa. Em 31 de julho, o portfólio do TAACo Global teve um ganho de 1,6% contra 1,7% do *índice de referência*.

Em julho, no nível da *análise de atribuição*, (i) a **alocação de ativos** gerou perdas com a posição comprada em caixa e vendida em renda fixa em um mês em que as taxas caíram (ii) a **seleção de instrumentos** foi negativa: a posição comprada em *US Growth* (quando a alta desacelerou) e China gerou perdas. Em títulos, a posição comprada em títulos corporativos emergentes foi subtraída.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início **	
TAACo	1.6%	5.2%	5.7%	8.2%	0.2%	4.1%	3.7%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.7%	5.4%	5.9%	8.4%	-0.8%	3.3%	3.0%	3.9%	10.2%
Perf. inferior/superior (bps)	-12	-22	-14	-17	99	80	72	128	
Ações	1.2%	6.2%	9.8%	11.3%	1.2%	6.8%	5.0%	4.0%	15.2%
Benchmark	1.2%	6.4%	10.1%	11.4%	1.4%	6.8%	4.9%	3.5%	15.1%
Europa, exceto Reino Unido	1.5%	3.4%	5.0%	7.4%	0.5%	6.2%	3.2%	3.0%	19.7%
Europa Small Cap ex Reino Ur	3.6%	4.8%	2.9%	6.0%	-5.4%	5.4%	4.4%	7.0%	23.9%
REINO UNIDO	4.2%	6.0%	11.4%	13.3%	8.1%	7.0%	3.1%	4.7%	19.5%
US Large Cap Growth	-2.2%	12.4%	21.0%	28.8%	9.5%	19.3%	16.6%	--	21.6%
US Large Cap Value	4.5%	7.8%	12.6%	15.8%	7.4%	9.0%	8.2%	--	16.7%
US Small Caps	7.7%	11.2%	9.6%	12.6%	3.1%	9.5%	9.0%	9.3%	23.9%
Japão	5.8%	6.3%	11.4%	14.0%	2.5%	5.6%	4.0%	2.2%	16.0%
Desenvolvidos	1.8%	8.5%	13.7%	18.3%	6.8%	12.1%	9.5%	7.0%	18.6%
América Latina	1.0%	-8.1%	-14.8%	-9.3%	2.7%	0.2%	-0.5%	7.4%	30.8%
LatAm Small Cap	-1.1%	-11.1%	-19.4%	-19.5%	-6.8%	-5.3%	-4.0%	5.5%	33.9%
China	-1.3%	-0.9%	3.3%	-12.4%	-13.9%	-4.4%	0.5%	6.8%	26.0%
EM Ásia ex China	0.2%	9.6%	14.4%	21.0%	4.6%	11.6%	6.9%	--	20.3%
EM Ásia Small Cap	-0.4%	4.9%	8.9%	15.8%	3.5%	12.0%	5.9%	9.4%	19.7%
EM Europa e Oriente Médio	3.4%	4.2%	3.7%	2.1%	-8.8%	-4.6%	-4.3%	2.4%	20.1%
Emergentes	0.3%	4.8%	7.8%	6.3%	-3.4%	4.1%	2.6%	7.8%	18.6%
Renda Fixa	2.1%	4.4%	1.8%	5.3%	-2.7%	0.0%	1.2%	4.2%	6.5%
Benchmark	2.2%	4.4%	1.8%	5.3%	-3.1%	-0.4%	0.8%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	1.1%	2.4%	2.2%	5.0%	0.2%	1.0%	1.0%	2.2%	2.0%
Treasuries 10Y	2.9%	6.1%	0.9%	2.9%	-5.1%	-1.3%	0.8%	3.4%	8.4%
Treasuries 30Y	3.6%	8.6%	-2.5%	-2.0%	-12.8%	-5.1%	0.1%	4.1%	17.3%
US Tips	1.8%	4.3%	2.5%	4.4%	-1.6%	2.4%	2.1%	4.4%	6.3%
Global Corporate IG	2.4%	4.6%	1.5%	6.4%	-3.3%	0.4%	1.4%	4.3%	9.1%
Global Corporate HY	2.0%	4.0%	4.5%	10.8%	0.9%	3.4%	3.7%	6.8%	10.0%
Dívida Desenvolvidos [1]	2.5%	5.2%	1.1%	4.9%	-3.9%	0.0%			
EMBI	1.9%	4.3%	4.3%	9.2%	-2.1%	0.1%	2.8%	6.8%	11.5%
EM Corporate IG	1.6%	3.9%	3.7%	7.4%	-1.5%	1.1%	2.6%	--	6.5%
EM Corporate HY	1.6%	4.5%	8.6%	13.0%	-0.8%	1.8%	4.1%	--	10.8%
EM Local Markets	1.7%	2.3%	0.4%	2.2%	-1.2%	-0.1%	-0.1%	--	9.7%
Dívida Emergentes [1]	1.7%	3.3%	2.6%	5.6%	-1.5%	0.0%			
Caixa	0.5%	1.4%	3.1%	5.5%	3.2%	2.2%	1.5%	1.6%	0.6%
Ouro	4.1%	5.2%	16.7%	23.1%	9.9%	11.2%	6.6%	10.0%	14.4%

* 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.