

Setembro de 2024

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	Agosto	3m	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	2.0%	5.0%	7.8%	13.5%	0.4%	4.8%	3.8%	5.2%	10.4%
Referência	2.1%	5.1%	8.1%	13.7%	-0.5%	4.0%	3.1%	3.9%	10.2%
Desempenho inferior/superior	-8	-16	-24	-23	94	78	69	127	
Ações	2.2%	5.6%	12.2%	18.8%	1.3%	8.1%	5.1%	4.1%	15.2%
Benchmark	2.2%	5.5%	12.5%	18.8%	1.3%	8.0%	4.9%	3.6%	15.1%
Renda Fixa	1.9%	4.7%	3.7%	8.7%	-2.2%	0.2%	1.3%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.9%	4.7%	3.8%	8.8%	-2.5%	-0.2%	0.9%	3.6%	6.5%
Caixa	0.5%	1.4%	3.6%	5.5%	3.4%	2.3%	1.6%	1.6%	0.7%
Ouro	3.6%	7.0%	20.9%	29.4%	11.5%	10.5%	6.9%	10.1%	14.1%

Resultados em 31 de agosto de 2024

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## ÍNDICE

A insuportável hipersensibilidade dos mercados .....1

Alocação de ativos .....3

Resultados globais da TAACo Agosto de 2024..... 18

Desempenho histórico.....19

## A insuportável hipersensibilidade dos mercados

Os mercados financeiros mostram retornos positivos tanto para ações quanto para renda fixa até o momento neste ano, após uma volatilidade muito alta e movimentos violentos nos preços dos ativos em agosto passado, na maioria dos casos. Os preços dos ativos financeiros estão mostrando uma sensibilidade muito alta aos dados e publicações que produzem movimentos fortes que refletem reações exageradas e, na maioria das vezes, também são corrigidos com rapidez incomum.

Este ano, setembro marca (i) o fim das férias de verão no hemisfério norte, (ii) Indícios de que o Fed começará a cortar as taxas de juros na reunião do Federal Open Committe (FOMC) em 18 de setembro e (iii) o aumento da intensidade da campanha para as eleições presidenciais e parlamentares dos EUA em 5 de novembro.

A economia dos EUA está desacelerando de forma consistente até o momento com um *soft landing*: menos dinamismo no mercado de trabalho e no setor de serviços, e a inflação continua cedendo gradualmente. Isso elevou as expectativas para o número de cortes *na taxa de juros* - atualmente em 5,5% - até o final do ano para mais de quatro cortes de 25 bps (mais de 1 ponto percentual), o que atualmente parece excessivo. Dados fracos sobre emprego e serviços geraram mudanças acentuadas no sentimento do mercado, embora o crescimento ainda esteja no horizonte, só que menos dinâmico.

O aperto monetário está atingindo um de seus objetivos, pois a inflação já está em 3% ao ano e caminhando para a meta de 2% ao ano por volta do final de 2025. Com a desaceleração da economia nesse contexto, aumenta o risco de um erro de política que prejudique significativamente o mercado de trabalho, cuja estabilidade é o segundo objetivo do Fed.

Em relação à campanha eleitoral nos Estados Unidos, a disputa entre os candidatos Harris e Trump ainda está muito acirrada de acordo com as pesquisas, o que nos leva a prever que o resultado será por uma margem baixa, e o mesmo provavelmente acontecerá no caso da Câmara dos Deputados e do Senado. Mais uma vez, serão os chamados “*swing states*”, que não são claramente democratas ou republicanos e historicamente registraram resultados a favor de um partido ou de outro em diferentes eleições, que determinarão o resultado final.

No caso da segunda maior economia do mundo, a China, não se espera que ela contribua de forma tão dinâmica para a economia global como no passado. Internamente, a economia não

Sensibilidade altíssima dos preços dos ativos aos dados e publicações

Setembro marca eventos de impacto no mercado

A desaceleração dos EUA até o momento indica um *soft landing*.

A inflação converge, mas a desaceleração econômica aumenta o risco de erro de política

O resultado da eleição presidencial dos EUA será definido por uma *margem estreita*.

conseguiu decolar e as medidas de estímulo econômico do governo claramente não foram suficientes. Por outro lado, no período da campanha eleitoral dos EUA, a guerra comercial pode ser exacerbada, além das restrições enfrentadas pelos aliados dos EUA.

Embora sazonalmente setembro tenda a ser o mês historicamente mais fraco para as ações dos EUA (S&P 500), os movimentos fortes e rápidos observados nos preços dos ativos no mês passado apontam para alguns sinais de *estresse* nos mercados. Além disso, os valuations em geral das ações dos EUA parecem altos. Mas também vale a pena mencionar que os lucros corporativos do segundo trimestre cresceram de forma saudável e surpreenderam positivamente.

Nesse sentido, surpresas mais positivas começaram a ser observadas em outros setores que não o de tecnologia e telecomunicações, que vêm liderando e concentrando os aumentos dos preços das ações há mais de um ano. Nesse sentido, no que diz respeito ao desempenho do mercado de ações, no último mês e meio houve uma rotação na liderança dos aumentos dos preços das ações fora desses setores.

As implicações disso para a alocação de ativos são que a renda fixa (50%) é preferida em relação às ações (45%) em um portfólio global equilibrado de múltiplos ativos, com uma parte em caixa (5%).

Em ações, damos preferência a ações *de valor* dos EUA e da Ásia ex-China, entre outras posições menos pronunciadas na Europa, Reino Unido e América Latina. Em títulos, damos preferência a alocações no meio (*belly*) da *yield curve* e em renda fixa emergente.

Não se espera que a China aumente o dinamismo da economia global.

A volatilidade no início de agosto refletiu o *estresse* nos mercados

Rotação para ações fora do setor de tecnologia e telecomunicações

Caixa neutra de RF, *UW RV* e *OW*

*OW Valor dos EUA* e Ásia EM ex China

## ALOCAÇÃO DE ATIVOS: SETEMBRO DE 2024

TAACo Global	Bench.	Agosto	Setembro	OW / UW	Diferença		
Ações	50%	45%	45%	UW	-5%		
Renda Fixa	50%	50%	50%	N			
Caixa		5%	5%	OW	5%		
Ouro				N			
<b>Total Carteira</b>							
Europa, ex Reino Unido	14.0%	14.0%	14.0%	N			
Europe Small Cap ex Reino Un	1.0%	1.0%	1.0%	N			
REINO UNIDO	3.0%	3.0%	3.0%	N			
US Large Caps Growth	17.0%	17.0%	17.0%	N			
US Large Caps Value	15.0%	16.5%	16.5%	OW	1.5%		
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N			
Japão	5.0%	4.0%	4.0%	UW	-1.0%		
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>59.0%</b>	<b>59.5%</b>	<b>59.5%</b>	<b>OW</b>	<b>0.5%</b>		
América Latina	5.0%	4.0%	5.0%	N		1.0%	+
LatAm Small Caps	1.0%			UW	-1.0%		
China	10.0%	10.0%	10.0%	N			
EM Ásia ex China	20.0%	21.5%	21.5%	OW	1.5%		
EM Ásia Small Cap	5.0%	5.0%	4.0%	UW	-1.0%	-1.0%	-
<b>Mercados emergentes</b>	<b>41.0%</b>	<b>40.5%</b>	<b>40.5%</b>	<b>UW</b>	<b>-0.5%</b>		
<b>Total de ações</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>				
Treasuries 2Y	5.9%	6.9%	5.9%	N		-1.0%	-
Treasuries 10Y	12.4%	13.4%	13.4%	OW	1.0%		
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	7.2%	N			
TIPS dos EUA	2.8%	2.8%		UW	-2.8%	-2.8%	-
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	27.5%	N			
Global Corporate HY	4.3%	2.5%	4.3%	N		1.8%	+
<b>Divida desenvolvidos</b>	<b>60.1%</b>	<b>60.3%</b>	<b>58.3%</b>	<b>UW</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-</b>
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N			
EM Corporate IG	3.3%	5.1%	4.7%	OW	1.4%	-0.4%	-
EM Corporate HY	4.8%	3.8%	6.2%	OW	1.4%	2.4%	+
EM Local Markets	21.0%	20.0%	20.0%	UW	-1.0%		
<b>Divida Emergentes</b>	<b>39.9%</b>	<b>39.7%</b>	<b>41.7%</b>	<b>OW</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>+</b>
<b>Total Renda Fixa</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>				

Ações UW, títulos neutros e caixa OW

A Europa permanece neutra

EUA: OW value e neutral growth e small cap

LatAm neutro da UW

Neutro China, OW Asia EM ex. China

UW Ásia e América Latina Small Cap

Em renda fixa: duration da UW (incluindo caixa)

Títulos do tesouro OW 10 anos

Neutro Global Corporate IG e HY

RF emergentes: OW CEMBI IG e HY, EMBI neutro e mercados locais UW

## RENDA VARIÁVEL

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

A economia continua estagnada. O PIB no segundo trimestre foi corrigido para baixo, de 0,3% para 0,2% na comparação trimestral, devido ao fraco consumo e investimento. Em nível de país, há contrastes entre os países periféricos, com um viés mais voltado para o consumo e o turismo, que tiveram melhor desempenho econômico, como a Espanha, e, por outro lado, a Alemanha, com um viés de manufatura. Devido à sua alta dependência comercial da China, a Alemanha não conseguiu se recuperar economicamente. As perspectivas são fracas, o PMI do setor manufatureiro cai para 42,1 pontos, enquanto o PMI de serviços permanece acima de 50 pontos (limite de 50 pontos de expansão/contração de um setor nos próximos 12 meses), mas perdendo dinamismo.

Com dados de frequência mais alta, a surpresa econômica continua negativa, apesar da recuperação no final de agosto. No nível das expectativas, o PMI industrial (45,8 pontos em agosto) está em território de contração há um ano e meio, enquanto o PMI de serviços (52,9 pontos) melhora na margem com o otimismo dos Jogos Olímpicos na França. Por outro lado, a confiança do investidor (Sentix) cai pelo terceiro mês consecutivo e fica em -15 pontos, enquanto a confiança do consumidor permanece em território pessimista.

Em relação à incerteza política, Emmanuel Macron, na França, nomeou o conservador Michel Barnier como primeiro-ministro. Barnier terá primeiro o desafio de garantir uma maioria parlamentar buscando um pacto com outros partidos e, em seguida, fechar o orçamento de 2025, buscando reduzir o déficit fiscal para se alinhar aos padrões da UE. Por outro lado, em linha com o avanço dos partidos de direita nas eleições para o Parlamento Europeu, na Alemanha, a Alternativa para a Alemanha (AfD), de extrema direita, venceu pela primeira vez desde a Segunda Guerra Mundial no estado da Turíngia e ficou em segundo lugar na Saxônia. Os resultados das eleições estaduais são um grande revés para o governo social-democrata de Olaf Scholz, apenas um ano antes das próximas eleições federais, o que pode levar a uma maior incerteza política nos próximos meses.

Do ponto de vista monetário, a inflação de agosto na zona do euro caiu para 2,2% a.a (núcleo de 2,8%). 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 entre 2 e 3 cortes adicionais. Como referência, nos últimos 30 dias, a curva da taxa de juros soberana alemã aprofundou seu *bull steepening*, ou seja, quedas mais acentuadas na parte curta da curva. Assim, em 9 de setembro, a taxa do Bund alemão de 2 anos caiu 20 bps. para quase 2,10% e a taxa de 10 anos caiu 5 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, com ambos os setores se beneficiando do início do ciclo de taxas de juros baixas. Estima-se que o crescimento dos lucros seja de 7,6% este ano e de 10,3% no próximo ano (estimativas da Factset), ambos inalterados em relação ao mês passado e abaixo de seus pares desenvolvidos. Em consonância com isso, foram observadas saídas líquidas persistentes de fluxos de investimento no último mês e até agora neste ano (fluxos para fundos e ETFs, EPFR).

Durante o volátil mês de agosto, as ações europeias superaram o desempenho das ações globais (USD 4% Stoxx 50 vs. 2,4% ACWI), mas a defasagem de curto e longo prazo dos pares desenvolvidos permanece. O viés mais defensivo e de estilo de *valor* das ações europeias em relação às ações dos EUA, que sofreram uma correção significativa desencadeada pelo setor de tecnologia, contribuiu positivamente.

Os valuations são atraentes e o índice Price/Earnings nos últimos doze meses (*P/E fwd.*) é negociado abaixo da média de cinco anos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares. Em relação aos 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 atingido o bottom e a região se beneficiaria dos cortes nas taxas. Assim, dadas os valuations atraentes, a defasagem das ações, o alto *dividend yield* (~3,4%) e a maior exposição ao *valor*, **decidimos manter uma posição neutra nas ações europeias.**

## REINO UNIDO: Permanece neutro

Após 12 anos de governos conservadores, um Brexit, uma pandemia e uma forte desaceleração econômica, o povo britânico optou por uma mudança liderada por Keir Starmer, do Partido Trabalhista, como primeiro-ministro.

A economia não conseguiu recuperar sua tendência de crescimento pré-pandemia. Entretanto, as expectativas estão começando a melhorar. O crescimento do PIB está projetado em 1,1% este ano, impulsionado pelo aumento dos gastos do governo (consenso da Bloomberg, corrigido para cima no último mês) e 1,3% em 2025, apoiado pela maior demanda interna. O PMI do setor manufatureiro atingiu seu valor mais alto em dois anos (52,5 pts. em agosto), enquanto o PMI de serviços está acima de 50 pts. há 10 meses.

Em contraste com os EUA e a zona do euro, *o impulso econômico é positivo*. O consumo está se recuperando e a confiança do consumidor, apesar de ser negativa, está em uma tendência de alta, atingindo seu melhor nível em quase três anos. O mercado de trabalho continua apertado (taxa de desemprego de 4,1% no trimestre móvel encerrado em julho), mas os salários desaceleraram para um aumento de 4,0% a.a., em comparação com 4,6% no mês anterior.

Por sua vez, o arrefecimento dos salários, juntamente com o dos preços - principalmente da energia -, permitiu que a inflação convergisse para a meta. Em julho, a inflação ficou em 2,2% em relação ao ano anterior (3,3% para a medida principal), com o que o Banco da Inglaterra começou a cortar as taxas de juros em sua reunião no final de julho. O mercado internaliza mais dois cortes nas taxas este ano, sem movimentos significativos na curva da taxa de juros.

Em relação à taxa de câmbio, espera-se que o Banco da Inglaterra corte as taxas de forma menos agressiva do que o Fed, permitindo que a libra esterlina permaneça relativamente valorizada em relação ao dólar.

As ações do Reino Unido representam ~3,4% das ações globais (MSCI ACWI) e, em agosto, o FTSE100 subiu US\$ 2,3%, em linha com seus pares desenvolvidos; no entanto, as ações do Reino Unido tiveram um desempenho inferior tanto no médio quanto no longo prazo.

O desempenho inferior pode ser explicado pela composição do índice de ações MSCI UK (bastante semelhante ao do FTSE100). Desde a pandemia, os retornos têm sido fortemente impulsionados pelo setor de tecnologia, que está sub-representado no índice do Reino Unido - apenas 1%. Os principais setores são o financeiro (~19%), o de bens de consumo básicos (17%) e o de saúde (14%), sendo que os dois últimos são caracteristicamente mais defensivos diante do ciclo econômico. Vale a pena observar que, no início da crise financeira de 2008, o principal setor era o de energia, que perdeu participação (atualmente 12% do índice). Mesmo assim, as ações do Reino Unido são caracterizadas por seu viés *de valor* - empresas com oportunidades limitadas de crescimento, valuations com desconto, alta geração e pagamento de dividendos - e pela baixa exposição que oferecem à economia doméstica (o Morgan Stanley estima que apenas 29% das receitas das empresas são geradas localmente).

Em comparação com seus pares desenvolvidos, as ações do Reino Unido oferecem um *dividend yield* atraente (~4%) e valuations confortáveis. O índice P/E *fwd.* é negociado a 12,1x, abaixo da média de 5 anos, e com um desconto de 10% em relação aos pares europeus. Esse desconto aumenta para quase 50% quando comparado aos pares dos EUA.

No lado corporativo, a Facset estima que os lucros do MSCI UK cresceriam 0% este ano, o que foi corrigido para baixo no último mês e está abaixo de seus pares desenvolvidos. Até 2025, os lucros se recuperariam e cresceriam 8,7%, mas ainda

abaixo de seus pares desenvolvidos. Apesar da fraca *dinâmica* dos lucros, foram observadas entradas líquidas nos principais ETFs do Reino Unido, tanto no último mês quanto no acumulado do ano.

As ações do Reino Unido (MSCI UK / FTSE100) têm uma tendência defensiva que serviria de proteção em um portfólio global contra o risco de uma desaceleração global maior do que a esperada. Por outro lado, uma opção mais diversificada, como o FTSE250, poderia ser escolhida se a pessoa desejar ter mais exposição à economia doméstica, que está apresentando uma perspectiva de melhora.

Dados recentes apontam para uma perspectiva econômica melhor na margem e um novo governo que traria mudanças. Além disso, dadas as valuations atraentes e um ciclo de corte de taxas de juros que já começou, **a decisão é permanecer neutro em relação às ações do Reino Unido** enquanto esperamos que os fluxos gerem mais tração.

### **ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth* e *Small Caps* permanecem neutras, enquanto as *Value* estão overweight.**

Kamala Harris dá esperança ao Partido Democrata e reduz a probabilidade de uma *varredura* republicana (cenário em que os republicanos ganham a presidência e as duas casas do Congresso). Entretanto, o resultado eleitoral seria apertado e a campanha nos *swing states* (estados que não são caracteristicamente de um partido ou de outro) será decisiva. No momento, a média das pesquisas dá uma ligeira vantagem a Trump (51,5% de apoio de acordo com o RealClear Politics) contra 47% para Harris, mas ainda há quase dois meses de campanha e um debate presidencial em 10 de setembro.

Do ponto de vista econômico, a surpresa continua negativa, apesar de alguns pontos positivos. O PIB do segundo trimestre não apenas surpreendeu, mas também foi corrigido para cima, para 3% trimestralmente anualizado (de 1,4% nos primeiros três meses). Apesar disso, o mercado de trabalho se enfraquece e concentra a atenção do Fed à medida que a inflação diminui e se aproxima da meta. Em agosto, foram criados 142.000 novos empregos (abaixo dos 165.000 esperados) e os números dos últimos dois meses foram corrigidos para baixo, lançando dúvidas sobre o cenário de um *soft landing* para a economia dos EUA. Em consonância com isso, o presidente do Fed abriu caminho para começar a cortar as taxas em setembro e o mercado está apostando em cortes cada vez mais agressivos nas taxas de juros, internalizando até 5 cortes nas taxas (de 25 bps cada) até o final do ano, começando em setembro com 25 ou 50 bps, dependendo da evolução dos dados econômicos. Ao fazer isso, a curva do Tesouro se inclinou a ponto de apagar a inversão da curva no final de 2 a 10 anos devido a quedas mais acentuadas na parte curta da curva (*bull steepening*). Em 9 de setembro, a taxa de 10 anos estava em 3,71% (queda de 23 bps no último mês) e a taxa de 2 anos em 3,69% (queda de 37 bps).

Com os temores de um novo esfriamento da economia e acentuado pela reversão das posições *de carry trade* em ienes, a recuperação do mercado de ações está perdendo força principalmente no setor de tecnologia. Em agosto, as ações do S&P500 subiram 2,3% depois de registrar um *pico de* volatilidade não visto desde o início da pandemia (VIX a 65 pontos em 5 de agosto), e o Nasdaq 100 ficou para trás, subindo 1,1%. A mudança reflete a rotação - e a realização de lucros - do setor de tecnologia para setores com mais retardatários e valuations mais frouxos, como as ações *de* estilo de *valor*.

No lado corporativo, a temporada de relatórios corporativos do segundo trimestre terminou com um crescimento de lucros de 11%, o melhor trimestre desde o final de 2021. Os resultados foram um tanto favoráveis, mas as expectativas têm sido altas, principalmente para o setor de tecnologia, onde está se tornando cada vez mais difícil superar as estimativas e também manter as expectativas *de orientação*. Até 2024, espera-se que os lucros cresçam cerca de 11% e perto de 16% no próximo ano, superando seus pares desenvolvidos. No próximo ano, os lucros serão novamente liderados

pelo setor de tecnologia, mas o crescimento dos lucros em setores mais atrasados, como os cíclicos (energia, materiais e industriais), ficará logo atrás.

Apesar da alta volatilidade, as ações dos EUA continuaram a subir e os valuations permanecem altas. O índice P/E *fwd.* do S&P500 ainda é negociado acima das médias históricas, mas o índice P/E *fwd.* das ações *de crescimento* é negociado em linha com a média de 5 anos e o das ações *de valor* permanece acima da média. Em *small cap*, o índice P/E *fwd.* fica mais caro, mas o desconto e a defasagem são mantidos, embora com alta volatilidade na classe de ativos, que é altamente sensível a mudanças na taxa de juros, mas também à saúde da economia doméstica.

Devido à alta sensibilidade à divulgação de dados econômicos, uma economia que mostra sinais de arrefecimento e taxas de juros com alta volatilidade, entre outros, decidimos permanecer **cautelosos em relação às ações dos EUA, com neutralidade em crescimento e favorecendo o valor** para capturar a rotação para ativos mais atrasados. A **neutralidade em *small cap*** foi mantida, pois sua relação risco-retorno não é atraente devido à alta volatilidade.

### **JAPÃO: Continua 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. O mercado não internaliza novos aumentos até, pelo menos, janeiro do próximo ano.

Até o início de julho, o iene havia se depreciado em cerca de 15%, mas, dada a expectativa de redução do diferencial de taxas com os EUA, a moeda começou a se valorizar significativamente (9,4% nos últimos 3 meses). Além disso, a reversão das posições *de carry trade* - posições que tomam empréstimos em ienes a taxas de juros até mesmo negativas e investem em países com taxas mais altas - provocou um aumento significativo na volatilidade. Na segunda-feira, 5 de agosto, o Nikkei caiu 12,4%, a maior perda desde o *crash* de 1987, mas o índice se recuperou e encerrou agosto com um ganho de US\$ 1,8%.

Em termos de valuations, o índice P/E *fwd.* é corrigido para baixo e é negociado com desconto em termos absolutos e em relação aos pares desenvolvidos. Em 2024, os lucros cresceriam em torno de 10%, o que é mais alto do que os de seus pares desenvolvidos, enquanto em 2025 cresceriam 8,9%.

Apesar da atratividade das valuations, da solidez do setor corporativo, das reformas estruturais em andamento e do círculo virtuoso que vem com a chegada da inflação, há uma deterioração no *impulso* econômico que leva a correções para baixo nas estimativas de crescimento econômico, juntamente com a volatilidade excessiva do mercado. Nesse cenário, optamos por uma **postura cautelosa, mantendo nossa exposição às ações japonesas em *underweight*.**

### **UW EMERGING STOCKS: China e América Latina neutras, UW Small Caps e OW Asia EM ex China**

Por fim, agosto encerrou com um *desempenho superior* das ações de países desenvolvidos em relação aos mercados emergentes. Historicamente, setembro é um mês de correção para os mercados globais e, dado o beta mais alto de alguns mercados emergentes, eles podem sofrer mais do que as economias avançadas. Assim, decidiu-se manter a subexposição aos mercados emergentes, mas alterando as ponderações; o *UW* em ações latino-americanas foi neutralizado, dada a *dinâmica* do mercado brasileiro, e isso foi financiado com um *underweight* em ações asiáticas de *small-caps*, que poderiam sofrer mais no caso de um cenário mais recessivo para a economia dos EUA.

## **AMÉRICA LATINA: neutralização do underweight das *Large Caps* em relação à *UW* e manutenção do underweight das *Small Caps*.**

Em setembro, optamos por encerrar a subexposição às ações maiores da América Latina, principalmente devido ao inegável *impulso* das ações brasileiras. Essas tendem a se beneficiar da fraqueza do dólar, e esse tem sido o caso nos últimos dois meses. Entretanto, o ruído político no México está afetando significativamente o mercado, de modo que a perspectiva mais negativa nesse mercado compensa o otimismo no Brasil. Enquanto isso, o Banco Central do Brasil continuou a adotar um tom mais *hawkish* e alguns analistas ajustaram suas projeções esperando que ele comece a aumentar a taxa de referência, o que historicamente impacta negativamente as ações menores. Nesse sentido, **o *UW* é mantido nas ações de *Small Caps* da região, enquanto a posição de *Large Caps* é neutralizada.**

No **Brasil**, os dados econômicos permaneceram positivos, e a divulgação do PIB do segundo trimestre, que cresceu 3,3% a/a (acima dos 2,7% esperados pelo mercado), levou os analistas a revisarem para cima suas expectativas de crescimento para este ano. Tanto a economia quanto o mercado de trabalho se mantiveram resilientes, o que levou a inflação a se manter resistente e a lutar para entrar e permanecer firmemente dentro da faixa de tolerância do Banco Central do Brasil (BCB). A inflação de agosto ficou em linha com as expectativas, em 4,2% a.a., e a autoridade monetária está acompanhando de perto esse número. A esse respeito, Lula da Silva já propôs Gabriel Galípolo como substituto do atual presidente do BCB, e ele deve ser confirmado pelo Senado. Galípolo, apesar de sua proximidade com Lula, adotou um tom mais cauteloso e sugeriu que os aumentos das taxas estão a caminho. Assim, não apenas os preços de mercado internalizaram os aumentos das taxas, mas também as pesquisas dos economistas preveem que a Selic ficará em 11,25% no final do ano (atualmente está em 10,50%). Os valuations do mercado acionário brasileiro continuam a parecer atraentes em termos históricos e em comparação com seus pares regionais e de mercados emergentes. Com relação aos fluxos de investimento, estão começando a ser observados fluxos marginais para fundos e ETFs nas últimas semanas, o que pode ser desencadeado por esse esperado diferencial mais amplo de taxas, já que o Fed começa com o iminente corte de taxas e o BCB as eleva. As expectativas de cortes nas taxas nos EUA tornaram-se mais agressivas, o que enfraquece o dólar, o que historicamente favorece o real e o mercado acionário brasileiro. No nível dos lucros projetados, espera-se um crescimento de 4,0% este ano, mas com correção para cima, enquanto em 2025 a expansão seria mais pronunciada. Em nível político, o processamento de alguns projetos de lei importantes está relativamente lento, tendo em vista as eleições municipais no início de outubro. Entretanto, o governo já apresentou o orçamento do próximo ano, e as projeções de receita parecem ambiciosas e os cortes de gastos menores do que o esperado. Entretanto, o relatório fiscal bimestral de 20 de setembro fornecerá mais informações. No entanto, o mercado já internalizou que o governo não cumprirá a meta de equilíbrio fiscal primário nem neste ano nem no próximo. Nesse contexto, a autoridade tem clareza de que deve continuar seus esforços para cortar gastos e aprovar medidas que aumentem a receita tributária, mas que não sejam muito perturbadoras. Ao mesmo tempo, Lula desfruta de um índice de aprovação presidencial relativamente alto, em torno de 50%, o que diminui a probabilidade de o governo promover medidas populistas para aumentar a aprovação e acrescentar volatilidade ao mercado. Diante do exposto, o mercado brasileiro parece estar entrando em um círculo virtuoso, com inegável *impulso* das ações e um cenário global que está se consolidando em um cenário que historicamente favorece as ações brasileiras. **Assim, foi decidido adotar a posição neutra no Brasil para a *OW*.**

No **México**, o mercado de ações foi guiado por reviravoltas políticas, juntamente com dados econômicos que continuam a decepcionar e sugerem um arrefecimento. As ações mexicanas caíram US\$ 5,9% em agosto, quase totalmente devido à desvalorização do peso mexicano. O peso se desvalorizou sucessivamente no mês, sendo atingido por vários eventos políticos e econômicos que permearam o sentimento do mercado. Um desses dados foram as vendas no varejo, que

caíram decepcionantes 3,9% ao ano em junho. Esses dados levaram o mercado e as autoridades a revisar para baixo suas projeções de crescimento, e espera-se que a economia mexicana cresça apenas 1,5% este ano (de acordo com o Citibanamex e o Banxico). Do lado positivo, as projeções de inflação permaneceram estáveis e os dados mais recentes foram mais bem comportados, com a leitura *da manchete* de agosto retomando os declínios para 4,99% a/a, enquanto o núcleo foi marginalmente reduzido para 4,0% em doze meses. Isso, juntamente com o enfraquecimento da economia, levou o Banco do México, em sua reunião de agosto, a cortar a taxa interbancária em 25 pontos-base, para 10,75%, e com um viés *dovish*, o que implica que continuará com os cortes daqui para frente. Após a correção do mercado de ações, as ações mexicanas estão sendo negociadas com um desconto mais profundo em termos históricos, 0,7 desvios-padrão abaixo de sua média de 5 anos (*P/E inicial e final*). Em relação às projeções de lucros, as projeções de lucros para 2024 permanecem estáveis e estimam um crescimento de cerca de 20%, apesar das correções para baixo nas projeções de crescimento econômico. Para 2025, elas foram revisadas para baixo e preveem um crescimento dos lucros de ~8%. Após várias semanas de saídas do mercado de ações, foram registradas entradas marginais na última semana. Apesar do retorno dos fluxos de entrada, o cenário político parece desafiador. O novo congresso tomou posse em 1º de setembro, o que está permitindo o rápido progresso da reforma judicial, que, além de permitir a eleição popular de juízes, foi uma das razões para a pausa nas relações diplomáticas entre o México e os EUA e o Canadá, seus principais parceiros comerciais. Isso coloca em risco *o nearshoring*, um benefício que o México tem desfrutado até agora. Além disso, as importações dos EUA originárias do México diminuíram sua participação como porcentagem do total para 14,6%. Assim, a continuação do ruído político, com a posse da Presidente Claudia Sheinbaum em 1º de outubro deste ano e a subsequente eleição presidencial dos EUA no início de novembro, juntamente com um arrefecimento econômico, nos levam a **permanecer underweight em ações mexicanas**.

O mercado **chileno** subiu em agosto, impulsionado por uma valorização do peso chileno de mais de 3,0% no mês. Essa melhora deveu-se principalmente à fraqueza do dólar devido ao ajuste no diferencial da taxa de juros, já que o cobre fechou o mês quase inalterado. Entretanto, no início de setembro, o Banco Central se reuniu e retomou os cortes, reduzindo a taxa de referência em 25 bps. para 5,50%, em linha com as expectativas, mas com uma declaração mais expansionista do que o mercado esperava. Assim, o peso chileno se depreciou e o mercado internalizou que a autoridade monetária continuará com os cortes consecutivos, sem pausa na reunião de outubro. Isso está de acordo com uma taxa de inflação que, em agosto, estava de acordo com as expectativas, registrando 4,7% em relação ao ano anterior. No entanto, o núcleo da inflação permanece dentro do intervalo da meta do banco central ( $3 \pm 1\%$ ), e as projeções apontam para uma convergência mais rápida para a meta do que a estimada nos meses anteriores, devido às menores pressões de demanda. A atividade mensal em julho surpreendeu, crescendo 4,2% a.a., de modo que o mercado desacelerou seus ajustes para baixo nas expectativas de crescimento para este ano. Enquanto isso, os valuations estão sendo negociadas um pouco mais apertadas do que a média de 5 anos, mas permanecem cerca de 1 desvio padrão abaixo da média de 10 anos (*P/E fwd.*). No último mês, foram observados fluxos de entrada para os ETFs como um todo de ~1,2% do AUM. A temporada de relatórios corporativos terminou com surpresas nos lucros e crescimento tanto nos lucros quanto nas vendas. Por sua vez, as empresas estão começando a sugerir que, até agora, no terceiro trimestre, as vendas estarão crescendo. Do ponto de vista político, o progresso da reforma previdenciária foi interrompido antes das eleições de outubro, e o foco continua sendo a segurança, devido a vários eventos que indicam um aumento nos crimes violentos. Em outubro, serão eleitos governadores, prefeitos, conselheiros regionais e conselheiros municipais, e espera-se que a centro-direita ganhe mais terreno, o que seria positivo para o mercado chileno. Assim, em um mercado em que os fundamentos corporativos estão melhorando, a normalização econômica está se consolidando e não há grandes ruídos políticos, decide-se **manter o OW em ações chilenas**.

Na **Colômbia**, os dados de atividade mostraram tendências divergentes. O PIB do segundo trimestre decepcionou e cresceu 2,1% a/a, o que, no entanto, significou uma aceleração na medida anual e um crescimento em todos os componentes de gastos. A inflação continuou sua tendência de queda, enquanto o número de agosto surpreendeu e registrou 6,1% a/a. Isso levou o Banco Central a anunciar que a taxa de inflação estava em uma tendência de queda. Isso levou o banco central, em sua reunião de julho, a reduzir a taxa de referência em 75 bps, para 10,75%. O mercado espera que ele continue com cortes maiores, já que projeta uma taxa de 8,50% no final do ano. A queda dos mercados nos últimos meses permitiu que ele fosse o mercado da região negociado com um desconto histórico maior, quase 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos (*P/E fwd.*). No que diz respeito aos fluxos de investimento, no último mês houve saídas líquidas do principal ETF, representando ~3% do AUM. No nível político, a desaprovação presidencial aumenta e o governo tenta aprovar sua "lei de financiamento" ou "reforma tributária 2.0", que busca financiar os COP 12 trilhões que faltam para o orçamento do próximo ano. De acordo com a Estrutura Fiscal de Médio Prazo, parte do crescimento das receitas fiscais para o próximo ano vem de fontes inesperadas, e as despesas são revisadas para cima, com o déficit projetado permanecendo em torno de 5% do PIB. Além disso, o cenário político continua ruidoso; enquanto Petro enfrenta contrapesos no Congresso que impedirão a aprovação de reformas radicais, como a reforma trabalhista, os escândalos de corrupção podem continuar. Assim, apesar de uma perspectiva macroeconômica melhor e de um banco central que continua a cortar as taxas, o ruído político e a volatilidade continuam nos mercados de ações e de câmbio, por isso **decidimos manter uma posição neutra nas ações colombianas.**

No **Peru**, a atividade surpreendeu em junho e expandiu 5% em relação ao ano anterior, e vários fatores levaram o mercado a revisar para cima as projeções de crescimento. Entre eles, o progresso da sétima retirada de fundos de pensão que acumula a retirada de mais de 20% do AUM do sistema. Isso proporcionará liquidez à população para aumentar o consumo. Assim, o mercado projeta um crescimento econômico marginalmente baixo de 3,0% para este ano. Do lado dos preços, a inflação continuou a cair em agosto e ficou em 2,0% a/a, enquanto o núcleo da inflação está próximo do limite superior do intervalo da meta. Isso fez com que o banco central retomasse os cortes nas taxas em agosto e reduzisse a taxa em 25 pontos-base para 5,50%, surpreendendo o mercado. Com isso, espera-se que ele continue nesse caminho daqui para frente. A retirada das AFPs, os rumores políticos sobre corrupção e a possibilidade de que, pelo segundo ano consecutivo, o governo não consiga cumprir a meta fiscal levaram o sol peruano a parar de se mover com seus fundamentos (preço do cobre). Além disso, a Presidente Boluarte anunciou outra remodelação do gabinete, uma ocorrência frequente em sua administração, o que provavelmente não melhorará seu índice de aprovação. Por outro lado, a estatal Petroperu está enfrentando problemas financeiros para continuar sua operação, e o governo anunciou que a apoiará, colocando mais pressão sobre os cofres fiscais. Após os meses mais fracos do mercado acionário, ele começou a ser negociado com valuations quase meio desvio est. abaixo de suas médias de 5 e 10 anos (*P/E fwd.* e *P/E trailing*). Ao mesmo tempo, continuaram a ser observados fluxos de saída dos ETFs como um todo de quase 20% do AUM no último mês, e as projeções de lucros para este ano foram revisadas para baixo. Assim, apesar da melhora na perspectiva macroeconômica, o ruído político continua alto e o mercado peruano carece de *impulso*, por isso decidimos **manter nossa posição neutra em ações peruanas.**

Na **Argentina**, a situação macroeconômica e política continua complexa. No nível econômico, a atividade em junho continuou a declinar, com uma diferença significativa entre os setores e a agricultura contendo as quedas no índice total. Assim, a recuperação econômica continua sendo o grande ponto de interrogação e provavelmente será necessária para que o governo mantenha seus índices de aprovação. Mesmo assim, o índice de confiança no governo retomou sua tendência de alta em agosto e subiu 6,8%, dando algum fôlego à administração de Javier Milei. O poder executivo continua a priorizar a inflação e conseguiu reduzi-la para um nível anual de 263,4% (4% mensal) em julho. Dessa forma, espera-se que, no restante do ano, ela continue a avançar em um nível entre 3% e 4% ao mês. No que diz respeito aos controles de

capital, o BCRA avançou e iniciou a venda líquida de dólares, para conter o hiato da taxa de câmbio. Ao mesmo tempo, o presidente afirmou que a saída do teto da taxa de câmbio já havia sido definida. Do ponto de vista político, o governo vetou a lei previdenciária, o que significaria mais pressões fiscais. Além disso, mais recentemente, os deputados rejeitaram um aumento de mais de US\$ 100 milhões para a Secretaria de Inteligência. Com vistas às eleições de meio de mandato de 2025, é provável que esse governo não consiga aprovar iniciativas fortes no Congresso até que ganhe mais cadeiras. Do lado do mercado, os valuations continuam atraentes, sendo negociadas quase meio desvio padrão abaixo da média de 5 anos (*P/E fwd.*). Ao mesmo tempo, as saídas líquidas estão começando a ser observadas no último mês para os ETFs como um todo. Assim, apesar do bom desempenho do mercado, ele está sujeito a altos e baixos políticos e a situação futura não é ideal. Portanto, **a posição *underweight* em ações argentinas é mantida.**

## **CHINA: Decisão de manter a posição neutra**

Em agosto, o índice MSCI do país subiu 1,0% (em USD), no entanto, com a aproximação das eleições nos EUA, a volatilidade pode aumentar no mercado de ações, já que a China tem sido o foco da campanha de Trump e, embora Harris tenha evitado abordar a questão, ela pelo menos manteria a política protecionista de Biden, o que poderia intensificar a guerra comercial. Além disso, os EUA pressionaram seus aliados a aumentarem as restrições comerciais com a China; a União Europeia revisou o cálculo das tarifas sobre veículos elétricos (VEs), enquanto o Canadá aderiu às medidas restritivas e implementou novas tarifas sobre VEs, além de aço e alumínio. Enquanto isso, a Holanda poderia limitar ainda mais o acesso chinês aos produtos da ASML até o final do ano, afetando o acesso tecnológico e a produção da China e o eventual desenvolvimento de semicondutores mais complexos.

Com relação à política interna, foram anunciadas medidas para estimular o consumo, embora o PBOC tenha informado que não serão tomadas medidas drásticas. Primeiro, as famílias poderão refinanceir empréstimos hipotecários até janeiro de 2025, com o objetivo de aumentar a liquidez do consumidor e estimular o consumo. Além disso, espera-se que a taxa de refinanciamento para empréstimos hipotecários seja reduzida em até 80 pontos-base, embora a medida possa pressionar os bancos. Por fim, espera-se que o PBOC diminua os requisitos de reserva quando o Fed reduzir as taxas de juros. Essas medidas continuam a ser vistas como insuficientes para estimular o mercado e a confiança do consumidor, que não estão conseguindo se recuperar. Por outro lado, em um discurso, Xi reiterou a promoção do "bem comum" e a aspiração à reunificação de uma única China.

A fraqueza das medidas e a falta de confiança nelas estão começando a se espalhar pela economia, levando alguns participantes do mercado a rebaixarem as projeções de crescimento para este ano, como o UBS e o JP Morgan. Apesar disso, as condições no setor privado melhoraram ligeiramente em agosto e o indicador do PMI industrial do Caixin subiu para 50,4 pontos (contra 49,8 no mês anterior) e o indicador de serviços permanece em território expansionista (51,6 pontos). Com relação aos preços, os números de agosto foram de 0,6% ao ano, embora as novas medidas para estimular o consumo não tenham surtido efeito, enquanto o núcleo da inflação atingiu o nível mais baixo em três anos, levantando preocupações sobre uma possível deflação. Enquanto isso, as taxas de empréstimo de um e cinco anos permaneceram em 3,35% e 3,85%, respectivamente, após um corte surpresa em julho.

O mercado acionário foi pressionado e impulsionado por uma série de fatores. O peso das ações chinesas nos índices globais diminuiu, após o reequilíbrio trimestral do índice MSCI. Por outro lado, os relatórios corporativos foram divergentes, com surpresas positivas no lado das vendas, mas negativas no lado dos lucros. Com relação aos valuations, as ações chinesas estão sendo negociadas com um desconto histórico na relação *P/E fwd.*, enquanto a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para cima neste ano, para 16%. Com relação aos fluxos de investimento, foram observadas saídas líquidas dos principais ETFs durante o último mês. Considerando a combinação de fatores - deterioração

dos dados econômicos, mas implementação contínua de medidas, valuations atraentes e correção para cima do crescimento dos lucros, mas fluxos de saída, **decidimos manter uma posição neutra nas ações chinesas**, com uma perspectiva mais negativa para as ações A.

## ÁSIA EMERGENTE EX CHINA: **OW** mantido, **UW Asia Small Cap** retirado

Em setembro, continuamos a manter o overweight em Ásia EM ex China, em um mês historicamente negativo para os mercados globais, e acreditamos que um mercado como a Índia pode ser um forte argumento para os mercados emergentes. Enquanto isso, o **UW Asia Small Cap** foi retirado, já que os investidores estão se tornando mais avessos ao risco e as ações de menor capitalização podem sofrer com a alta volatilidade.

A economia **indiana** registrou expansão anual de 6,7% no segundo trimestre do ano, marcando uma desaceleração em relação ao número anterior (7,8%), embora o consumo e o investimento tenham se acelerado e o menor crescimento se deva ao efeito das eleições e à queda nos gastos do governo. Apesar dessa desaceleração, o Banco Mundial, em sua última *atualização*, destacou a força da economia e a entidade concluiu com expectativas positivas no médio prazo e ressaltou a recuperação do consumo privado, um motor do crescimento econômico nos próximos trimestres. Assim, a *dinâmica* econômica é mantida e tanto o PMI industrial quanto o de serviços permaneceram em território amplamente expansionista em agosto (57,5 e 60,4 pontos, respectivamente). Do lado dos preços, a inflação em julho ficou abaixo da meta do Banco Central (4%) pela primeira vez em cinco anos, registrando 3,5% a/a, embora influenciada por uma base de comparação elevada, enquanto os alimentos continuaram a contribuir para as pressões inflacionárias, mas em menor grau devido a uma temporada de monções melhor do que a esperada. No entanto, a taxa de política monetária permanece inalterada em 6,5% e o mercado está dividido em suas projeções: i) o Banco Central poderia manter a taxa de referência inalterada até o final do ano, dada a resiliência econômica e ii) com o início da flexibilização monetária pelo Fed e a inflação continuando a desacelerar, isso levaria ao início de cortes nas taxas durante o quarto trimestre. Enquanto isso, o mercado acionário ficou para trás em agosto, em linha com um mercado defensivo, e retornou US\$ 0,8%, com a rúpia indiana se depreciando marginalmente em 0,2% no mês. Em relação aos valuations, elas estão sendo negociadas acima da média de cinco anos (P/E  *fwd.*), enquanto foram observadas entradas líquidas em seu principal ETF no último mês e o crescimento dos lucros foi corrigido para cima tanto para este quanto para o próximo ano (~18% e 17%, respectivamente). Combinado com o sólido *momento* econômico, político e corporativo e os constantes ingressos líquidos de fluxos de investimento, além de ser um mercado defensivo em cenários voláteis ou no caso de uma correção, **decidiu-se manter o overweight em ações indianas**.

As ações **sul-coreanas** recuaram USD 1,0% em agosto, pressionadas pela queda da Samsung, a principal empresa do índice MSCI do país, associada ao pior desempenho do setor de tecnologia global. Apesar dessa queda, as projeções para as ações são positivas, os chips de quinta geração da Samsung passaram nos testes de qualidade da Nvidia e devem começar a ser incorporados em GPUs e até no novo modelo Blackwell da empresa. Por outro lado, a Kia e a Hyundai, ambas incluídas entre as dez maiores empresas do índice MSCI, melhoraram sua classificação de crédito de acordo com os avaliadores de risco de "grau A" para "estável", aumentando a confiança nesse mercado de ações, dada a estabilidade financeira e o crescimento estável das empresas. Do lado dos valuations, as ações sul-coreanas parecem atraentes e são negociadas com desconto em relação ao P/E  *fwd.* e as projeções de crescimento dos lucros são corrigidas para cima neste ano e para baixo no próximo ano, enquanto foram observadas entradas líquidas de 5% nos ETFs do país como um todo no último mês. Por outro lado, o *impulso* macroeconômico positivo continua. O PMI industrial permanece em território expansionista em agosto e sobe para 51,9 pontos. Além disso, a recuperação da demanda interna continua, com a taxa de desemprego caindo em julho (2,5%), juntamente com uma força de trabalho estável, aumentando o número de empregados, o que daria suporte ao crescimento econômico no terceiro trimestre. Ao mesmo tempo, as exportações de

agosto cresceram 11% em relação ao ano anterior, impulsionadas pelos semicondutores, cujas exportações cresceram 39% em doze meses, e as importações cresceram 6,0% em relação ao ano anterior. Do lado dos preços, a inflação atingiu a meta do banco central de 2% a.a. em agosto, levando o mercado a esperar que a flexibilização monetária comece no quarto trimestre deste ano. Entretanto, a autoridade monetária manteve a taxa de referência em 3,5% em agosto e o comunicado anunciou que deve continuar a monitorar os preços das casas e a dívida das famílias. No contexto do *impulso* macroeconômico positivo e das valuations atraentes, **decidimos manter o overweight em ações sul-coreanas.**

As ações de **Taiwan** subiram US\$ 3,1% em agosto, apesar das quedas nos primeiros dias do mês. No lado econômico, o PMI industrial continuou a se expandir, mas caiu para 51,5 pontos em agosto, pressionado pela confiança no nível mais baixo em um ano. A inflação permaneceu quase inalterada em 2,4% a/a em agosto, enquanto o banco central deve manter a taxa em 2,0% na reunião de setembro, com foco nos preços das moradias e nas pressões inflacionárias. Do ponto de vista geopolítico, o discurso de Xi sobre a reunificação foi acompanhado pelo aumento das expectativas de controles econômicos e sanções. Em resposta, o governo de Taiwan realizou um exercício para um possível ataque aéreo e marítimo e, ao mesmo tempo, anunciou um aumento no orçamento de defesa. Do lado do mercado acionário, os valuations parecem caros, sem entradas ou saídas líquidas do principal ETF no último mês, quando a projeção de crescimento dos lucros é corrigida para cima neste ano e para baixo no próximo ano. Assim, a combinação de fatores positivos, como a melhora do *momentum* macroeconômico e o suporte dos semicondutores, mas fatores negativos, como valuations apertadas, fluxos estáveis e tensões geopolíticas, leva à decisão de **manter as ações de Taiwan neutras.**

Na **Indonésia**, o presidente em exercício enviou um sinal tranquilizador ao mercado ao fazer uma reformulação no gabinete com membros que apoiam o presidente eleito, indicando a continuidade de suas políticas antes da mudança de outubro. Por outro lado, a deterioração econômica parece estar se acentuando, o PMI industrial caiu consecutivamente do pico em março (54,2 pontos) para o recorde de agosto (48,9 pontos). Enquanto isso, a inflação permaneceu em 2,1% a.a. em agosto, ainda abaixo da meta do banco central (3%). Ainda assim, a autoridade monetária decidiu manter a taxa de referência em 6,25%, com o foco principal na estabilização da rupia. As ações da Indonésia avançaram US\$ 9,4% em agosto. Os valuations das ações parecem atraentes, embora as projeções de crescimento dos lucros tenham sido corrigidas para baixo no próximo ano, enquanto foram observadas saídas líquidas do principal ETF do país, de 3% do AUM no último mês. Diante do cenário de dados macroeconômicos mistos, mas de um mercado ainda resiliente, apesar dos fluxos de saída, **decidimos manter nossa posição neutra em ações indonésias.** Por outro lado, as ações **tailandesas** retornaram US\$ 8,4%, apesar de uma perspectiva desfavorável, principalmente em relação à política interna. Em agosto, o Tribunal Constitucional decidiu contra i) o impeachment do Primeiro-Ministro, considerando-o culpado de violar "normas éticas" e ii) decidiu dissolver o principal partido de oposição. O novo governo jurou fidelidade ao rei, embora o início formal da administração ocorra após a declaração política perante o parlamento e não sejam esperadas mudanças perturbadoras na política interna em relação ao governo anterior. Do lado macroeconômico, o PMI industrial está em território expansionista pelo quarto mês consecutivo (52 pontos em agosto), embora a inflação permaneça sem melhora e próxima de zero (0,4% a/a em agosto). No entanto, o banco central decidiu manter a taxa de referência em 2,50% em sua última reunião, comunicando que o nível atual é adequado para a estabilidade macroeconômica e financeira. Por outro lado, as ações tailandesas parecem atraentes, sendo negociadas abaixo da média de 5 anos do índice P/E  *fwd.*, embora as projeções de crescimento dos lucros tenham sido corrigidas para baixo neste e no próximo ano e tenham sido observadas saídas líquidas do principal ETF. Assim, apesar da contínua deterioração política e dos fluxos de saída, os sinais de melhoria nos indicadores macroeconômicos nos levam a **neutralizar as ações tailandesas.**

## EMEA

**A posição neutra** nas ações da região **é mantida** no caso de um portfólio emergente, em relação à Ásia emergente e à América Latina.

As ações **sul-africanas** renderam US\$ 3,5% em agosto e o rand valorizou-se 2,2% em relação ao dólar. Assim, o bom momento e o otimismo em torno do novo governo pós-eleitoral continuam. A reforma da previdência, que permitiria o saque de até um terço das poupanças das pessoas, entrou em vigor em 1º de setembro, impulsionando o consumo, e o mercado considerou isso positivo, embora com um pouco mais de cautela devido às pressões inflacionárias. Entretanto, os problemas de logística ferroviária e portuária continuam a criar gargalos no transporte de mercadorias. Do ponto de vista macroeconômico, o PMI industrial subiu para 50,5 pontos em agosto, com a inflação ainda fraca - 4,6% a.a. em julho e 4,8% a.a. para o núcleo da inflação - e uma taxa de referência ainda restritiva (8,5%). Os valuations estão sendo negociadas em torno da média de cinco anos da relação P/E *fwd.* e, pela primeira vez desde as eleições, não foram observadas entradas ou saídas 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 e valuations atraentes com fluxos que estão perdendo força, decidimos **manter as ações sul-africanas neutras**.

A economia **turca** continua deprimida e o PMI do setor industrial permanece em território contracionista (47,8 pontos em agosto), enquanto a desaceleração da inflação durante o mesmo mês foi mais pronunciada (52% em relação ao ano anterior), embora tenha se beneficiado de uma base de comparação elevada. Nesse contexto, o governo busca manter a credibilidade de suas projeções, por isso revisou para baixo sua projeção de crescimento econômico e para cima sua projeção de inflação, em linha com as projeções do banco central. A autoridade monetária também manteve a taxa de referência em 50,0%, embora alguns agentes do mercado projetassem o início do ciclo de flexibilização na reunião de setembro, dada a queda dos preços e os efeitos das altas taxas sobre a economia. Do lado do mercado, em agosto, as ações turcas caíram US\$ 10,5% e a lira se desvalorizou 2,7%, com os valuations parecendo apertadas na relação P/E *fwd.*, saídas do principal ETF no último mês e projeções de crescimento dos lucros corrigidas para baixo neste mês e para cima no próximo. Devido à fraqueza macroeconômica e aos valuations mais apertadas, mas um mercado de ações usado como porto seguro contra a inflação alta, **as ações turcas permanecem neutras**.

Por fim, na **Arábia Saudita**, os estoques caíram USD 0,3% em agosto, já que os preços do petróleo Brent caíram ~2% no mesmo mês. Nessa linha, a OPEP adiou seu plano de normalizar a produção de petróleo de outubro para dezembro, devido a uma queda de ~17% nos preços desde o pico em julho, o que afetaria as projeções de crescimento e espera-se um menor investimento no setor. Do ponto de vista econômico, o indicador PMI do setor industrial permanece em território amplamente expansionista (54,8 pontos em agosto). Com relação às ações, os valuations das ações parecem atraentes, embora durante o último mês tenham sido observados fluxos de saída dos ETFs do país, juntamente com as projeções de crescimento dos lucros que foram corrigidas para cima neste ano e para baixo no próximo ano. No contexto de uma economia dependente de petróleo, com os preços *das commodities* permanecendo voláteis, **decidimos manter uma posição neutra na Arábia Saudita**.

## RENDA FIXA

**TREASURIES DOS EUA:** a exposição a títulos do tesouro de 2 anos é neutralizada, mantendo-se o OW em títulos do tesouro de 10 anos e o neutro em títulos do tesouro de 30 anos. A posição em TIPS é transferida para UW.

Em agosto, Jerome Powell confirmou as expectativas do mercado e declarou que havia chegado o momento de fazer ajustes na política monetária e iniciar o ciclo de corte das taxas. Assim, depois de mais de um ano com a taxa de referência

parada em 5,5%, o Fed finalmente começaria com o primeiro corte em sua próxima reunião em setembro, adotando uma postura mais *dovish* após as recentes tendências desinflacionárias e a desaceleração do mercado de trabalho. Por sua vez, o mercado antecipou o anúncio do Fed e, nos últimos meses, as taxas *do Tesouro* dos EUA caíram significativamente, impulsionando a *recuperação* dos ativos de renda fixa. Com a chegada de setembro, as taxas continuam a apresentar tendência de queda depois que o mercado de trabalho mostrou novamente um arrefecimento mais forte do que o esperado, com uma taxa de desemprego de 4,3% e criação de empregos abaixo das expectativas. Quanto à inflação, ela ficou em segundo plano para o mercado, com os dados mais recentes mostrando uma desaceleração em linha com as expectativas, com a medida *principal* ficando em 2,9% e com expectativa de desaceleração para 2,6% em agosto. Assim, o mercado ajustou significativamente as expectativas de cortes para este ano, de 2 cortes esperados para 4-5 cortes até a reunião de dezembro, devido aos temores crescentes sobre uma eventual recessão, de modo que o mercado continua dividido sobre se o Fed começaria com um corte de 25 ou 50 pontos-base. Em linha com o ajuste das expectativas, as taxas reagiram com quedas acentuadas em toda a curva e a taxa de 10 anos passou de 4,40% no final de junho para 3,65% em 10 de setembro, enquanto a taxa de 2 anos caiu de 4,76% para 3,61%. Com as quedas da semana passada, a inversão foi revertida e a curva está finalmente se normalizando - algo que não acontecia desde 2022, quando o Fed começou a aumentar as taxas. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro - aumentou significativamente em alguns períodos do mês, atingindo 121 pontos, um nível relativamente alto e em linha com os grandes movimentos nas taxas; no entanto, nas últimas semanas, ele tendeu a se moderar e caiu para 104 pontos. Enquanto isso, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, foram ajustados para baixo, para 1,54% e 2,11%, respectivamente, em linha com as menores preocupações do mercado com a inflação e com as expectativas ancoradas na meta. Assim, após a *recuperação dos títulos do Tesouro* no mês passado, embora reconhecemos a recente desaceleração do mercado de trabalho dos EUA, mantemos a *soft landing* como nosso cenário base e, portanto, vemos alguma reação exagerada do mercado, principalmente em relação às expectativas agressivas de 4 a 5 cortes nas taxas este ano, em linha com a expectativa de 2 a 3 cortes nas taxas este ano, já que o mercado de trabalho continua a desacelerar gradualmente. Com base no exposto, **mantém-se uma visão neutra sobre a duration, com preferência pela parte intermediária da curva. O OW em títulos do tesouro de 2 anos é neutralizado taticamente**, observando-se espaço para correções nas expectativas de corte de taxas antes do lançamento *do dot-plot*; **o OW em títulos do tesouro de 10 anos é mantido** como uma posição estrutural, dada nossa expectativa de um esfriamento gradual da economia, enquanto **o neutro em títulos do tesouro de 30 anos é mantido**, observando-se maior volatilidade na extremidade longa da curva e incerteza em relação à política fiscal dos EUA. **Por fim, observando pressões inflacionárias mais baixas, adotamos um UW em TIPS.**

## **INVESTMENT GRADE GLOBAL: Neutro mantido**

Com relação à dívida desenvolvida, após o discurso de Jerome Powell em Jackson Hole, o Fed confirma que é hora de iniciar o ciclo de corte de taxas, seguindo os passos do Banco Central Europeu e dos demais bancos centrais do mundo ao iniciar a flexibilização monetária para evitar um maior esfriamento da economia. Dessa forma, as políticas monetárias dos bancos centrais desenvolvidos estão mais uma vez alinhadas em termos de direção; no entanto, a velocidade e a magnitude dos cortes seriam diferentes, já que as divergências nas perspectivas econômicas continuam. No lado europeu, a inflação de agosto surpreendeu negativamente e desacelerou para 2,6% a/a. Por outro lado, a economia continua estagnada e o PIB do segundo trimestre foi corrigido para baixo, de 0,3% para 0,2% a/a, devido ao fraco consumo e investimento, enquanto a surpresa econômica permanece em território negativo. Por outro lado, a expectativa de cortes mais agressivos nos EUA dá mais espaço para a política monetária do BCE e espera-se novamente que ele faça cortes na reunião de setembro. Por outro lado, nos EUA, a inflação continua a desacelerar sem muitas surpresas em direção à meta de 2%, mas o mercado de trabalho continua a se enfraquecer gradualmente, com a criação de empregos novamente surpreendendo negativamente e a taxa de desemprego acima de 4%. Diante do exposto, vemos diferenças nas

expectativas de política monetária em ambas as regiões e, enquanto os 2 ou 3 cortes na Europa este ano parecem razoáveis, as expectativas de 4 ou 5 cortes nos EUA parecem uma reação exagerada, abrindo espaço para correções de alta nos *treasuries*, especialmente no curto prazo. Quanto ao *grau de investimento*, em agosto, a classe de ativos teve um desempenho positivo de 1,2%, impulsionado pela queda acentuada das taxas básicas; no entanto, a ampliação do *spread* no início do mês levou a classe de ativos a ter um *desempenho inferior* em relação a outros ativos de renda fixa. 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 *duration* mais próxima do *centro* da curva ajuda a evitar a volatilidade das taxas longas e o risco de reinvestimento das taxas curtas. Como **resultado**, o **Global Investment Grade Neutral é mantido**.

### **HIGH YIELD GLOBAL: UW neutralizado**

No lado do *alto rendimento*, em agosto, a classe de ativos começou o mês com retornos negativos, devido à ampliação dos *spreads* em decorrência da reação exagerada do mercado aos dados de emprego. No entanto, ao longo do mês, o mercado corrigiu as distorções e os *spreads* voltaram a se comprimir, impulsionando os retornos da classe de ativos, que terminou o mês com um retorno de 1,8%, mostrando a resiliência do *high yield* e sua capacidade de superar o ruído do mercado. Com o início de setembro, a situação do mês anterior se repete e os *spreads* aumentam ligeiramente diante da piora dos dados do mercado de trabalho, mas, enquanto o cenário de *soft landing* permanecer intacto, eles voltarão a se comprimir. Por outro lado, a classe de ativos mantém um nível de *rendimento* relativamente alto, de 7,2%, juntamente com uma *duration* menor, o que explica o bom desempenho do *high yield global* no primeiro semestre do ano e mantém a classe de ativos atraente diante de possíveis correções nas taxas, dadas as atuais expectativas de corte agressivo das taxas. De acordo com o exposto acima e dada a nossa expectativa de um *soft landing* e um arrefecimento gradual do mercado de trabalho e da economia dos EUA, não esperamos uma correção significativa no *spread* após os movimentos no início do mês e, apesar da qualidade de crédito mais baixa, o *rendimento* mais alto da classe de ativos ainda parece atraente e, portanto, o **UW no Global HY é neutralizado**.

### **DÍVIDA EMERGENTE: Neutro em relação à dívida soberana e à OW em títulos corporativos HY e IG, enquanto os mercados locais UW são mantidos.**

Na dívida emergente, em agosto, vimos uma recuperação nos ativos de renda fixa impulsionada por quedas nos títulos do Tesouro dos EUA, uma vez que o início do ciclo de corte das taxas dos EUA foi confirmado e o mercado internalizou cortes mais agressivos nas taxas pelo Fed diante da desaceleração do mercado de trabalho dos EUA. Por outro lado, a dívida emergente acompanhou os movimentos globais e as taxas dos países emergentes se ajustaram para baixo, impulsionando os retornos dos ativos de renda fixa emergentes com rendimentos semelhantes ou até mais altos do que os ativos de renda fixa globais. Dessa forma, mantemos uma perspectiva positiva para a renda fixa emergente; ela continua atraente não apenas por causa dos altos *rendimentos* em relação ao mundo desenvolvido, mas também por causa do potencial de valorização diante da queda das taxas, especialmente agora que as pressões externas estão diminuindo com o início do ciclo de redução gradual do Fed e os bancos centrais emergentes têm mais espaço para apertar a política monetária.

Na dívida soberana emergente, a classe de ativos teve um dos melhores desempenhos do mês e retornou 2,3% em agosto, um produto da *duration* mais longa em um ambiente de queda das taxas. Por outro lado, a classe de ativos ainda oferece altos níveis de *rendimento* e a *duration* mais longa aumentaria os retornos em um ambiente em que os bancos centrais continuam a reduzir 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, de modo que a preferência pela dívida corporativa emergente permanece.

No lado do *alto rendimento*, ele continua a ser a classe de ativos de renda fixa com melhor desempenho até agora neste ano, com um retorno acumulado de 9,9%, enquanto a dívida emergente com risco de crédito continua a oferecer um alto *rendimento* de 7,8%. Em termos de riscos, os spreads da dívida emergente acompanharam os movimentos dos spreads globais e se ampliaram diante da deterioração do emprego nos EUA; no entanto, os fundamentos das empresas emergentes continuam sólidos, com baixos níveis de alavancagem, de modo que as expectativas de inadimplência para 2024 permanecem em 3,3%, bem abaixo dos 6,8% de 2023. *O Investment Grade* continua a oferecer um retorno atraente ajustado ao risco, com um *rendimento* de 5,2% 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 *duration* mais longa beneficiaria a classe de ativos à medida que os bancos centrais emergentes continuassem com os cortes nas taxas e as pressões externas diminuíssem com o início dos cortes nos EUA. Embora no curto prazo tenhamos visto aumentos nos *spreads*, em linha com o contexto global, os aumentos recentes proporcionam algum alívio para os valuations apertadas anteriores da classe de ativos.

Em relação aos *mercados locais*, em agosto, o dólar continuou sua tendência de queda, já que o mercado de trabalho dos EUA continua a mostrar sinais de enfraquecimento, ajustando as expectativas em relação a um ciclo mais agressivo de corte de taxas pelo Fed, e a moeda norte-americana perdeu valor em relação às moedas de mercados desenvolvidos e emergentes, depreciando-se em 2,3% (DXY) no mês. Com o início de setembro, e após dados de emprego novamente abaixo das expectativas, o dólar começa o mês com novas quedas, depreciando-se 0,5%. Quanto às moedas emergentes, o maior diferencial de taxas em relação aos EUA, como resultado das expectativas de política monetária mais agressiva do Fed, tem sido o principal fator por trás da fraqueza global do dólar. Entretanto, essa fraqueza não seria sustentável, dada a superestimação do mercado em relação aos cortes nas taxas de juros dos EUA, portanto, esperamos alguma recuperação do dólar no curto prazo, à medida que as expectativas forem sendo corrigidas. No médio e longo prazo, a trajetória do dólar dependerá mais do resultado das eleições do que da política monetária, portanto, a incerteza de longo prazo continua alta. De acordo com o exposto acima, **permanecemos neutros em títulos soberanos e overweight em títulos corporativos IG e UW em mercados locais, enquanto os títulos corporativos HY são movidos para OW.**

## EXPOSIÇÃO CAMBIAL: SETEMBRO DE 2024

Moedas	Bench.	Agosto	Setembro	OW / UW	Diferença
USD	57.5%	61.9%	61.9%	OW	4.4%
EUR	7.5%	6.8%	6.8%	UW	-0.7%
GBP	1.5%	1.4%	1.4%	UW	-0.2%
JPY	2.5%	1.8%	1.8%	UW	-0.7%
GEMs	31.0%	28.2%	28.2%	UW	-2.8%
	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 TAACO GLOBAL | AGOSTO DE 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%	45%	-5%	2.2%	1.1%	1.0%	-0.6	1.5
Renda Fixa	50%	50%	0%	1.9%	1.0%	1.0%	0.0	-1.3
Caixa	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-7.9	
Ouro	0%	0%	0%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0	
Hedge						0.0%	0.0	
<b>Portfólio</b>					<b>2.06%</b>	<b>1.98%</b>	<b>-8.5</b>	<b>0.2</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								<b>-8.3</b>
Europa, ex Reino Unido	14.0%	14.0%	0.0%	4.1%	0.57%	0.57%	0.0	
Europe Small Cap ex Reino L	1.0%	1.0%	0.0%	2.2%	0.02%	0.02%	0.0	
REINO UNIDO	3.0%	3.0%	0.0%	3.3%	0.10%	0.10%	0.0	
US Large Caps Growth	17.0%	17.0%	0.0%	2.0%	0.34%	0.34%	0.0	
US Large Caps Value	15.0%	16.5%	1.5%	2.9%	0.43%	0.47%	1.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	-0.4%	-0.01%	-0.01%	0.0	
Japão	5.0%	4.0%	-1.0%	0.5%	0.02%	0.02%	1.7	
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>59.0%</b>	<b>59.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.47%</b>	<b>1.51%</b>	<b>2.7</b>	
América Latina	5.0%	4.0%	-1.0%	2.6%	0.13%	0.10%	-0.4	
LatAm Small Caps	1.0%	0.0%	-1.0%	0.8%	0.01%	0.00%	1.4	
China	10.0%	10.0%	0.0%	1.0%	0.10%	0.10%	0.0	
EM Ásia ex China	20.0%	21.5%	1.5%	1.9%	0.38%	0.41%	-0.4	
EM Ásia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	2.0%	0.10%	0.10%	0.0	
<b>Emergentes</b>	<b>41.0%</b>	<b>40.5%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.72%</b>	<b>0.71%</b>	<b>0.6</b>	
<b>Ações</b>					<b>2.19%</b>	<b>2.22%</b>	<b>3.3</b>	
Treasuries 2Y	5.9%	6.9%	1.0%	0.9%	0.05%	0.06%	-1.1	
Treasuries 10Y	12.4%	13.4%	1.0%	1.4%	0.17%	0.19%	-0.6	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	0.0%	2.4%	0.17%	0.17%	0.0	
TIPS dos EUA	2.8%	2.8%	0.0%	0.8%	0.02%	0.02%	0.0	
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	0.0%	1.9%	0.53%	0.53%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	2.5%	-1.8%	2.1%	0.09%	0.05%	-0.2	
<b>Dívida desenvolvidos</b>	<b>60.1%</b>	<b>60.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.04%</b>	<b>1.02%</b>	<b>-1.8</b>	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	2.3%	0.25%	0.25%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	5.1%	1.8%	1.6%	0.05%	0.08%	-0.6	
EM Corporate HY	4.8%	3.8%	-1.0%	1.5%	0.07%	0.06%	0.4	
EM Local Markets	21.0%	20.0%	-1.0%	2.5%	0.53%	0.50%	-0.6	
<b>Dívida Emergentes</b>	<b>39.9%</b>	<b>39.7%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>0.91%</b>	<b>0.89%</b>	<b>-0.8</b>	
<b>Renda fixa</b>					<b>1.94%</b>	<b>1.92%</b>	<b>-2.6</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Dados em 31 de agosto de 2024

Em agosto, a posição de ações foi reduzida de neutra para *UW*, os títulos foram neutralizados de *UW* e 5% foram mantidos em caixa. No final de agosto, o portfólio do TAACo Global teve um ganho de 2%, 8 bps abaixo do desempenho do *benchmark*.

Em agosto, no nível da *análise de atribuição*, (i) a alocação de ativos gerou perdas com a posição de caixa, em um mês em que, apesar da volatilidade *intraday*, tanto as ações quanto os títulos subiram; (ii) a seleção de instrumentos foi marginalmente positiva: posições compradas em *US Value* e vendidas em *Japan* e *Latam Small Cap* geraram ganhos. Em títulos, subtraímos a posição comprada em títulos *do tesouro* de 2 e 10 anos, bem como em *CEMBI IG*.

## DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	Agosto	3m	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	2.0%	5.0%	7.8%	13.5%	0.4%	4.8%	3.8%	5.2%	10.4%
Benchmark	2.1%	5.1%	8.1%	13.7%	-0.5%	4.0%	3.1%	3.9%	10.2%
Perf. inferior/superior (bps)	-8	-16	-24	-23	94	78	69	127	
<b>Ações</b>	<b>2.2%</b>	<b>5.6%</b>	<b>12.2%</b>	<b>18.8%</b>	<b>1.3%</b>	<b>8.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>15.2%</b>
Benchmark	2.2%	5.5%	12.5%	18.8%	1.3%	8.0%	4.9%	3.6%	15.1%
Europe ex UK	4.1%	3.0%	9.3%	16.5%	1.3%	7.4%	3.5%	3.2%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	2.2%	0.4%	5.2%	13.6%	-5.4%	6.5%	4.8%	7.1%	23.8%
UK	3.3%	5.8%	15.1%	22.0%	8.8%	8.7%	3.5%	4.8%	19.3%
US Large Cap Growth	2.0%	7.1%	23.4%	32.3%	8.7%	20.2%	16.6%	--	21.5%
US Large Cap Value	2.9%	7.9%	15.9%	22.0%	7.8%	10.4%	8.4%	--	16.6%
US Small Caps	-0.4%	5.8%	9.2%	17.0%	2.2%	10.5%	8.7%	9.2%	23.7%
Japão	0.5%	5.4%	11.9%	17.5%	1.7%	6.0%	4.3%	2.2%	16.0%
<b>Desenvolvidos</b>	<b>2.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>16.7%</b>	<b>24.4%</b>	<b>6.9%</b>	<b>13.1%</b>	<b>9.6%</b>	<b>7.1%</b>	<b>18.6%</b>
América Latina	2.6%	-2.7%	-12.6%	0.4%	3.6%	2.6%	-0.8%	7.5%	30.5%
LatAm Small Cap	0.8%	-8.9%	-18.7%	-11.5%	-6.0%	-3.2%	-4.4%	5.5%	33.6%
China	1.0%	-2.2%	4.4%	-2.8%	-13.6%	-3.4%	0.5%	6.8%	26.0%
EM Asia ex China	1.9%	10.7%	16.6%	28.9%	3.7%	12.8%	6.9%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	2.0%	5.8%	11.1%	19.1%	4.2%	14.0%	6.0%	9.5%	19.4%
EM Europe and Middle East	0.5%	7.7%	4.2%	8.8%	-9.6%	-3.0%	-4.3%	2.4%	19.9%
<b>Emergentes</b>	<b>1.6%</b>	<b>5.9%</b>	<b>9.5%</b>	<b>15.1%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>4.7%</b>	<b>2.4%</b>	<b>7.9%</b>	<b>18.6%</b>
<b>Renda Fixa</b>	<b>1.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>3.7%</b>	<b>8.7%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>1.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.5%</b>
Benchmark	1.9%	4.7%	3.8%	8.8%	-2.5%	-0.2%	0.9%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	0.9%	2.6%	3.1%	5.6%	0.5%	1.0%	1.1%	2.2%	2.0%
Treasuries 10Y	1.4%	5.6%	2.3%	5.3%	-4.5%	-1.9%	0.7%	3.5%	8.2%
Treasuries 30Y	2.4%	8.1%	-0.1%	3.5%	-12.0%	-6.8%	-0.1%	4.2%	16.3%
TIPS dos EUA	0.8%	3.4%	3.3%	6.2%	-1.3%	2.0%	2.1%	4.4%	6.2%
Global Corporate IG	1.9%	4.7%	3.4%	9.6%	-2.5%	0.4%	1.6%	4.4%	9.1%
Global Corporate HY	2.1%	4.6%	6.6%	13.3%	1.5%	3.9%	3.8%	6.9%	10.0%
<b>Dívida desenvolvidos [1]</b>	<b>1.7%</b>	<b>5.1%</b>	<b>2.8%</b>	<b>7.9%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>0.0%</b>			
EMBI	2.3%	4.9%	6.7%	13.4%	-1.7%	0.4%	2.9%	6.9%	11.6%
EM Corporativo IG	1.6%	4.1%	5.4%	9.8%	-1.3%	1.0%	2.6%	--	6.5%
EM Corporativo HY	1.5%	4.2%	10.2%	16.0%	-0.8%	2.4%	4.2%	--	10.7%
Mercados locais EM	2.5%	3.9%	2.9%	6.9%	-0.6%	1.0%	0.0%	--	9.6%
<b>Dívida emergentes [1]</b>	<b>2.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.9%</b>	<b>9.7%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>0.0%</b>			
<b>Caixa</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>3.6%</b>	<b>5.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.7%</b>
<b>Ouro</b>	<b>3.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>20.9%</b>	<b>29.4%</b>	<b>11.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>6.9%</b>	<b>10.1%</b>	<b>14.1%</b>

\* Anualizado \*\* Desde abril de 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.