

Novembro de 2024

TAACo Global	Desempenho							Desde o início ***	Volatilidade 5 anos *
	Outubro	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	-2.9%	1.4%	7.3%	19.0%	0.8%	4.1%	4.0%	5.1%	10.4%
Referência	-3.0%	1.7%	7.6%	19.8%	-0.1%	3.3%	3.3%	3.9%	10.2%
Desempenho inferior/superior	2	-22	-38	-77	93	73	68	126	
Ações	-3.5%	2.2%	12.2%	27.6%	1.7%	7.0%	5.4%	4.0%	15.2%
Benchmark	-3.4%	2.2%	12.5%	27.7%	1.6%	6.9%	5.2%	3.6%	15.1%
Renda Fixa	-2.4%	1.1%	3.0%	12.2%	-1.7%	-0.1%	1.4%	4.2%	6.5%
Benchmark	-2.5%	1.1%	2.9%	12.2%	-2.0%	-0.5%	1.0%	3.6%	6.5%
Caixa	0.4%	1.3%	4.5%	5.4%	3.7%	2.4%	1.7%	1.6%	0.7%
Ouro	4.0%	12.7%	31.6%	36.9%	15.6%	12.6%	8.9%	10.5%	14.1%

Resultados em 31 de outubro de 2024

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## The winner takes it all<sup>1</sup>

Novembro começou com todo o foco e mercados totalmente voltados para as eleições presidenciais dos EUA. As eleições foram particularmente turbulentas, com um ataque a um candidato, a retirada de outro candidato, alta polarização e pesquisas que refletiam resultados potencialmente próximos. No entanto, o Partido Republicano, liderado por Donald Trump, derrotou confortavelmente o partido em exercício, gerando o cenário *red sweep*.

Trump defende impostos mais baixos (com a consequente deterioração do déficit fiscal, que, segundo estimativas, chegará a 9,7% até 2035), desregulamentação, maior controle da imigração, possível exacerbação das tensões com a China e da guerra comercial, incerteza quanto à postura em relação à guerra na Ucrânia, maior isolacionismo e maior uso de energia tradicional, entre outros. A agressividade com que suas promessas de campanha seriam implementadas ainda é incerta, embora a força da vitória dê espaço para que isso aconteça.

A reação do mercado foi uma consequência imediata, com o aumento acentuado das ações dos EUA, o aumento das taxas de juros em toda a curva e o fortalecimento do dólar.

Os dados mais recentes e as atualizações dos números de crescimento nos EUA abandonam um cenário de "*soft landing*" para a economia e parecem mais um *no landing*, já que os níveis de atividade permanecem dinâmicos. Isso dá impulso ao mundo em geral, apesar de regiões como a Europa e a China, onde o crescimento parece mais fraco.

Os resultados corporativos continuaram a surpreender positivamente e os fundamentos das empresas, em geral, parecem sólidos. Um ambiente favorável para as empresas poderia potencialmente gerar crescimento dos lucros, o que poderia aliviar os valuations atualmente elevados.

<sup>1</sup> *The winner takes it all*. Canção da banda sueca ABBA. 1980

### ÍNDICE

*The winner takes it all* .....1

*Alocação de ativos* .....3

*Resultados globais da TAACo em outubro de 2024*.....18

*Desempenho histórico*...19

Eleições nos EUA resultam em um *red sweep*

O grau de agressividade com que as promessas de campanha de Trump serão implementadas permanece incerto

Os mercados reagiram imediatamente às eleições

Novos dados sugerem um "*no landing*" em vez de um *soft landing*

Os resultados corporativos continuam surpreendendo

Uma parte importante dos resultados das eleições nos EUA provavelmente estaria embutida nos preços dos ativos, dados os movimentos que foram observados recentemente com o crescimento do candidato republicano nas pesquisas. Isso se manifestou no aumento dos preços das criptomoedas, no aumento das taxas de juros, no aumento dos preços de determinadas ações ligadas à produção tradicional de energia, entre outros.

Parte dos resultados foi incorporada ao mercado

A incerteza dos "novos" resultados das eleições nos EUA certamente poderá ser uma fonte de volatilidade do mercado em alguns meses. Isso deve se dissipar à medida que os anúncios de políticas e sua intensidade forem feitos.

Eleições aumentam a volatilidade no curto prazo

Esse ambiente favorece uma postura cautelosa de alocação de ativos em um portfólio multi-ativos global. Entretanto, o mercado continua a mostrar *um impulso* positivo, há liquidez nos mercados e o crescimento é resiliente (lucros macroeconômicos e corporativos).

Uma postura cautelosa é a preferida

Assim, mantivemos uma alocação neutra em ações e renda fixa, sem alocação em dinheiro. No portfólio de ações, foram mantidas alocações neutras nos EUA e leves *overweights* na América Latina e no Reino Unido devido a valuations atrativos. O portfólio de renda fixa favorece a parte intermediária das curvas de títulos do Tesouro dos EUA e de títulos corporativos emergentes.

Neutro em ações e bonds

## ALOCAÇÃO DE ATIVOS: NOVEMBRO DE 2024

TAACo Global	Bench.	Outubro	Nov	OW / UW		
Ações	50%	50%	50%	N	Ações e bonds neutros	
Renda Fixa	50%	50%	50%	N		
Caixa				N		
Ouro				N		
<b>Total Carteira</b>						
Europa, ex Reino Unido	14.0%	14.0%	13.0%	UW	-1.0%	Neutro EUA
Europe Small Cap ex Reino Uni	1.0%	1.0%	1.0%	N		
REINO UNIDO	3.0%	3.0%	4.0%	OW	1.0%	UW Europa e OW Reino Unido
US Large Caps Growth	17.0%	17.0%	17.0%	N		
US Large Caps Value	15.0%	15.0%	15.0%	N		
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N		UW Japão
Japão	5.0%	4.0%	4.0%	UW	-1.0%	
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>59.0%</b>	<b>58.0%</b>	<b>58.0%</b>	<b>UW</b>	<b>-1.0%</b>	
América Latina	5.0%	6.5%	6.0%	OW	1.0%	Diminui o OW LatAm LC para neutralizar o LatAm SC
LatAm Small Caps	1.0%	0.5%	1.0%	N		
China	10.0%	10.0%	10.0%	N		Neutro China e Ásia EM ex. China
EM Ásia ex China	20.0%	20.0%	20.0%	N		
EM Ásia Small Cap	5.0%	5.0%	5.0%	N		
<b>Mercados emergentes</b>	<b>41.0%</b>	<b>42.0%</b>	<b>42.0%</b>	<b>OW</b>	<b>1.0%</b>	
<b>Total de ações</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			
Treasuries 2Y	5.9%	5.9%	5.0%	UW	-0.9%	Em renda fixa: a duration neutra é mantida
Treasuries 10Y	12.4%	12.4%	13.4%	OW	1.0%	
Treasuries 30Y	7.2%	6.5%	7.2%	N		A UW é neutralizada em títulos do tesouro de 30 anos, a OW é tomada por 10 anos e a UW por 2 anos.
TIPS dos EUA	2.8%	0.7%	0.7%	UW	-2.1%	
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	27.5%	N		
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	4.3%	N		
<b>Divida desenvolvidos</b>	<b>60.1%</b>	<b>57.3%</b>	<b>58.1%</b>	<b>UW</b>	<b>-2.0%</b>	DICAS UW
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N		Neutro Global Corporate IG e HY
EM Corporate IG	3.3%	4.7%	4.3%	OW	1.0%	
EM Corporate HY	4.8%	6.2%	5.8%	OW	1.0%	RF emergentes: OW CEMBI IG e HY, EMBI e mercados locais neutros
EM Local Markets	21.0%	21.0%	21.0%	N		
<b>Divida Emergentes</b>	<b>39.9%</b>	<b>42.7%</b>	<b>41.9%</b>	<b>OW</b>	<b>2.0%</b>	
<b>Total Renda Fixa</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			

## RENDA VARIÁVEL

### **EUROPA EX REINO UNIDO: rebaixado de neutro para *UW em Large Cap* e mantido em neutro em *Small Cap*.**

A economia cresceu mais do que o esperado no terceiro trimestre (0,4% em três meses) devido a efeitos temporários, como o impulso proporcionado pelos Jogos Olímpicos na França. Assim, a surpresa econômica tornou-se positiva e ascendente, porém, espera-se que o quarto trimestre retorne a um crescimento fraco (0,2% QoQ), o que, juntamente com a flexibilização da inflação, dá espaço de manobra para o Banco Central Europeu (BCE) continuar cortando as taxas de juros. Dentro da região, destacam-se os crescimentos da Espanha (3,4% YoY) e da França (1,3% YoY), com a Itália e a Alemanha ficando para trás (0,6% e -0,2% YoY, respectivamente).

Por outro lado, as perspectivas são fracas. O PMI do setor industrial subiu para 45,9 pontos em outubro, enquanto o PMI de serviços permanece acima de 50 pontos (limite de 50 pontos para expansão/contração de um setor nos próximos 12 meses), mas perdendo dinamismo. No caso da Alemanha, o PMI composto aumentou na margem para 48,4 pontos, e na França caiu para 47,3 pontos, em ambos os casos destacando a fraqueza do setor industrial.

Do ponto de vista monetário, a inflação de outubro na Zona do Euro acelerou para 2% a.a., de 1,7% em setembro (2,7% o recorde subjacente), principalmente devido à estabilidade da inflação de serviços (3,9% a.a.). Os riscos de alta para a inflação são limitados, com o componente de energia ainda contribuindo negativamente e o consumo fraco deixando pouco espaço para as empresas aumentarem os preços.

Assim, em vista da desaceleração econômica e da inflação, em sua reunião de outubro, o Banco Central Europeu (BCE) reduziu a taxa da facilidade de depósito em 25 bps para 3,25%, de acordo com as expectativas. Espera-se que a inflação aumente nos próximos meses, devido ao desaparecimento do efeito da base de comparação que acentuou a queda nos preços dos combustíveis, mas que converta para a meta durante 2025. Em seu discurso, Christine Lagarde, presidente do BCE, ressaltou que o processo inflacionário está em andamento e que, a partir de agora, as decisões dependerão da evolução dos dados econômicos, deixando a porta aberta para novos cortes no restante de 2024. Para este ano, o mercado espera um corte final em dezembro e quatro cortes adicionais em 2025. Como referência, a partir de 7 de novembro, a curva da taxa de juros soberana da Alemanha se inclinou, com quedas na extremidade curta da curva e aumentos na extremidade longa. Assim, a taxa do Bund alemão de 2 anos permaneceu estável no último mês, em 2,10%, e a taxa de 10 anos subiu quase 20 bps, para 2,45%.

A chegada de Trump à Casa Branca, juntamente com sua provável maioria no Congresso (ainda contando votos na Câmara dos Deputados, mas com grande probabilidade de alcançar a maioria também), pode levá-lo a implementar medidas que afetem o bloco europeu, como o aumento de tarifas e o fim do financiamento à Ucrânia. Este último, tensionando ainda mais a relação entre a Europa e a Rússia. Por enquanto, as medidas de Trump tenderiam a moderar a política monetária expansionista do Fed, o que contrasta com a expectativa de mais cortes nas taxas na zona do euro. Assim, o euro pode ficar sob pressão nos próximos meses.

As ações da zona do euro representam ~12% das ações globais. Em nível de país, a França ocupa a posição de liderança, seguida pela Alemanha, ambas com fortes vínculos comerciais com a China. No caso da França, principalmente por meio do consumo de luxo, e na Alemanha, por meio do setor industrial e automotivo. Embora a temporada de relatórios corporativos do terceiro trimestre tenha surpreendido positivamente, as empresas da Eurostoxx relataram uma contração média dos lucros de quase 8%. As expectativas de crescimento dos lucros para este ano e para o próximo foram reduzidas no último mês para 5,2% em 2024 e 9,2% em 2025, ambas as estimativas abaixo do consenso do mercado

(estimativas do Factset). Em consonância com isso, foram observadas saídas líquidas persistentes até o momento neste ano, que se aceleraram no último mês (fluxos para fundos e ETFs, EPFR).

Em outro mês volátil, as ações europeias tiveram um desempenho negativo em outubro, pior do que seus pares globais (USD -5,9% Stoxx 50 vs. -2,3% ACWI), e o atraso de curto e longo prazo em relação aos países desenvolvidos continua. Destaca-se a queda na França, onde o CAC40 perdeu USD 6,2%, e na Alemanha (USD - 3,8%), onde está aberta a possibilidade de eleições gerais antecipadas e uma nova mudança para a direita. No início de novembro, a vitória de Trump acentua as perdas.

Os Valuations são atraentes e o índice Preço/Earnings de 12 meses (P/E *fwd.*) é negociado abaixo da média de 5 anos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares. Em relação a seus pares, as ações são negociadas com um desconto de quase 30% em relação à média de cinco anos, superior ao desconto histórico de 15%.

Devido aos fluxos fracos e à deterioração das perspectivas econômicas e corporativas, **foi tomada a decisão de rebaixar a posição das ações europeias de neutra para *underweight*.**

## **REINO UNIDO: Saiu de neutro para *OW***

A dinâmica econômica continua negativa, mas a perspectiva ainda é positiva (os PMIs de manufatura e serviços estão acima de 50 pontos há 6 e 12 meses, respectivamente). Em sua última atualização das estimativas de crescimento, o Fundo Monetário Internacional (FMI) corrigiu para cima o crescimento esperado para este ano de 0,7% para 1,1%, deixando inalterado o crescimento de 2025 em 1,5%, que será impulsionado pelo aumento do consumo.

Em dados mais frequentes, tanto a produção industrial quanto as vendas no varejo surpreenderam positivamente no mês passado. Em um ambiente em que o mercado de trabalho continua apertado (taxa de desemprego de 4,0% no trimestre móvel encerrado em agosto), mas os salários estão desacelerando para um aumento de 3,8% a/a, em comparação com 4,1% no mês anterior.

Enquanto isso, o arrefecimento dos salários, juntamente com o arrefecimento dos preços - principalmente de energia - permitiu que a inflação convergisse para a meta. Em setembro, a inflação ficou em 1,7% ao ano, com a medida subjacente caindo mais do que o esperado, de 3,6% para 3,2% ao ano. Diante disso, o Banco da Inglaterra decidiu cortar a taxa de juros na reunião de novembro (depois de interromper os cortes em setembro) quase por unanimidade (8 votos a favor e um contra) para 4,75%. Em linha com um banco central que seria menos hawkish do que se pensava há um mês e com a apresentação do primeiro orçamento do Partido Trabalhista em 14 anos - que traz aumentos significativos de impostos para reavivar o crescimento por meio de investimentos - o mercado internaliza uma pausa em dezembro e dois cortes em 2025. Assim, a curva de taxas se moveu quase em paralelo no último mês na parcela de 2 a 10 anos, com aumentos de cerca de 25 bps.

As ações do Reino Unido representam ~3% das ações globais (MSCI ACWI) e, em outubro, o FTSE100 caiu US\$ 5,5%, com desempenho inferior ao de seus pares desenvolvidos, mantendo um desempenho inferior a médio e longo prazo.

*O desempenho inferior* pode ser explicado pela composição do índice de ações MSCI UK (bastante semelhante ao do FTSE100), em que o setor de tecnologia tem uma representação limitada - 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 em relação ao ciclo econômico. Assim, as ações do Reino Unido são caracterizadas por sua qualidade e viés *de valor* - empresas com oportunidades limitadas de crescimento, *valuations* com desconto, alta

geração e pagamento de dividendos - o que poderia beneficiá-las em um ambiente de rotação de ativos, dada a chegada de Trump à presidência dos EUA.

Em comparação com seus pares desenvolvidos, as ações do Reino Unido oferecem um *rendimento de dividendos* atraente (~4%) e *valuations* confortáveis. O índice P/E  *fwd*. é negociado a 12x, abaixo da média de 5 anos, e com um desconto de 13% em relação aos pares europeus. Esse desconto aumenta para quase 53% quando comparado aos pares dos EUA.

Do ponto de vista corporativo, cerca de um terço do FTSE100 divulgou os lucros do terceiro trimestre até o momento, com um crescimento médio de cerca de 1% e, surpreendentemente, uma alta. A Facset estima que os lucros do MSCI UK sofrerão uma contração de cerca de 1% este ano, o que está abaixo de seus pares desenvolvidos. Até 2025, os lucros se recuperariam e cresceriam 6,5%, ainda abaixo de seus pares desenvolvidos. Em termos de fluxos, houve uma desaceleração nas saídas para fundos e ETFs do Reino Unido (EPFR).

As ações do Reino Unido (MSCI UK / FTSE100) têm um viés defensivo que serviria de proteção em um portfólio global contra o risco de uma desaceleração global maior do que a esperada. Além disso, dadas as *valuations* e *os dividend yields* atraentes e um ciclo de corte da taxa de juros apoiado pela moderação da inflação, **a exposição às ações do Reino Unido aumentou de neutra para overweight.**

#### **ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth* e *Value*, bem como as *Small Caps*, permanecem neutras**

Trump assumiu o cargo com amplo apoio popular, conquistando o Senado para os republicanos e, com grande probabilidade, a Câmara dos Deputados. Esse apoio lhe dá respaldo para a aprovação de iniciativas como cortes de impostos corporativos e pessoais, aumentos de tarifas, maiores controles de imigração e desregulamentação de diferentes setores da economia, entre outras. Esse cenário levanta dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal, o que poderia elevar o déficit fiscal de 6,5% este ano para níveis de cerca de 10% em 2035.

Resta saber o quão pragmático Trump pode ser ao sinalizar a estabilização política e econômica. Até o momento, a reação tem sido expectativas de inflação mais altas, um Fed menos agressivo no corte das taxas de juros e taxas de juros mais altas.

Assim, o cenário no qual a aterrissagem econômica da economia é adiada e o consumo continuaria a fornecer suporte está se tornando cada vez mais relevante. A confiança do consumidor atinge seu nível mais alto em 9 meses e a surpresa econômica continua positiva e ascendente. Durante o terceiro trimestre, o PIB cresceu 2,8% na comparação trimestral anualizada, surpreendendo com a força do consumo. Por outro lado, o mercado de trabalho decepcionou em outubro, adicionando 12 mil empregos não agrícolas em outubro e mantendo a taxa de desemprego em 4,1%. O número seria afetado pelo efeito dos furacões e da greve da Boeing, portanto, espere para ver como o mercado de trabalho evolui.

A inflação continuou a diminuir (2,4% em setembro vs. 2,5% em agosto), o que deu ao Fed espaço para continuar com o ciclo de cortes nas taxas de juros. Assim, em sua reunião de novembro, o Fed reduziu sua taxa de juros em 25 bps. Dada a vitória de Trump e as políticas que poderiam ser mais inflacionárias, o mercado ajustou suas expectativas de cortes nas taxas para o próximo ano de 4 para 2. Em 11 de novembro, as taxas de juros se moderaram após o salto que se seguiu aos resultados das eleições, e a taxa de 10 anos ficou em 4,30% (aumento de 20 bps. no último mês), enquanto a taxa de 2 anos atingiu 4,25% (aumento de 25 bps.).

No nível das ações, as ações dos EUA sofreram perdas em outubro, interrompendo uma recuperação de seis meses. O S&P500 caiu 1,0%, com as ações *de valor* e *de pequena capitalização* caindo 1,4%. No início de novembro, impulsionado pelo *Trump Trade*, houve ganhos significativos, que foram mais fortes em tecnologia, finanças, energia e ações de *pequena capitalização*. No lado corporativo, a temporada de lucros do terceiro trimestre está progredindo, com surpresas positivas apoiando as ações. Espera-se que os lucros cresçam cerca de 10% em 2024 e perto de 15% no próximo ano, ambas as estimativas se mantendo estáveis no último mês e superando o desempenho de seus pares desenvolvidos.

Apesar da alta volatilidade, as ações dos EUA continuaram a subir e os *valuations* permanecem altos. O índice P/E  *fwd.* do S&P500 é negociado acima das médias históricas, assim como o índice de ações *de crescimento* e *valor*. Em *small cap*, a relação P/E  *fwd.* está ficando mais cara, 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 - que tem melhores perspectivas diante de um novo governo Trump.

Devido à liquidez abundante e à força econômica/corporativa, mas sujeitos à elevada volatilidade das taxas de juros e das ações, continuamos **cautelosos em relação às ações dos EUA, com neutralidade em crescimento, valor e small cap**, enquanto aguardamos maior visibilidade sobre o novo governo Trump.

## **JAPÃO: Continua underweight**

Shigeru Ishiba, eleito pelo Partido Liberal Democrático (LDP) como o novo primeiro-ministro do Japão, convocou eleições legislativas antecipadas, perdendo sua maioria parlamentar pela primeira vez em 15 anos. No entanto, ele conseguiu sobreviver e foi eleito no segundo turno para dar continuidade à sua liderança, aliviando, por enquanto, a incerteza política interna.

Do ponto de vista econômico, a surpresa econômica continua negativa, mas com tendência de alta. Espera-se que o PIB do terceiro trimestre desacelere para um aumento anualizado de 0,7% em relação aos 2,9% do trimestre anterior, com o consumo decepcionando no último mês. Enquanto isso, os PMIs de manufatura e de serviços se deterioraram e o composto cai abaixo de 50 pontos pela primeira vez em quase dois anos.

A inflação diminuiu e, em setembro, ficou em 2,5% ao ano (2,1% na medida subjacente). O iene permaneceu volátil, depreciando-se 5,5% em outubro e aprofundando sua queda no início de novembro. De acordo com as expectativas, o Banco do Japão manteve a taxa de juros inalterada em 0,25% em sua reunião de outubro. Como há um mês, o mercado não internaliza novos aumentos até, pelo menos, janeiro ou março de 2025.

Quanto ao mercado acionário, o Nikkei 225 caiu em linha com seus pares globais em outubro (USD 3,1%), ficando atrás de seus pares desenvolvidos. Em relação aos *valuations*, o índice P/E  *fwd.* é negociado com desconto em termos absolutos e em relação aos pares desenvolvidos. Em nível corporativo, as ações do Topix decepcionaram nos relatórios do terceiro trimestre, com uma contração dos lucros de cerca de 15% (tendo reportado quase 75% do índice). Até 2024, os lucros cresceriam em torno de 10%, uma estimativa superior à de seus pares desenvolvidos, enquanto em 2025 cresceriam 8,4%; ambas as estimativas foram corrigidas para baixo no último mês. Além disso, foram observadas saídas líquidas para o principal ETF do país no mesmo período.

Apesar das valorizações atraentes, o país enfrenta incertezas políticas internas, deterioração das perspectivas econômicas e corporativas, bem como fluxos de saída. Nesse cenário, é adotada uma **postura cautelosa, mantendo a exposição às ações japonesas em underweight**.

**EMERGING STOCKS: *OW* LatAm Large Cap, China neutra, Asia EM ex-China e LatAm *Small Cap*, este último da *UW*, são mantidos.**

Embora as eleições nos EUA tragam volatilidade para os mercados emergentes no curto prazo, o cenário global continua favorável para as ações dos mercados emergentes. De acordo com o FMI, as projeções de crescimento apontam para um *soft landing* da economia global, podendo até mesmo ser observado um *no landing*. Isso, juntamente com os cortes nas taxas pelo Fed, deve favorecer os mercados emergentes. Com o resultado das eleições nos EUA, alguns países latino-americanos estão mais protegidos contra as medidas de desglobalização que Donald Trump poderia promover. No lado asiático, a China continua cautelosa, já que o mercado - e o governo - provavelmente reagirá de forma significativa ao resultado das eleições nos EUA. Na Ásia EM ex-China, os investidores globais estão demonstrando menos apetite pelo mercado indiano, enquanto os outros países importantes do bloco não estão conseguindo recuperar seu *impulso* econômico. Após o pior outubro para os mercados globais em mais de 20 anos, uma eventual *recuperação* poderia favorecer especialmente as ações de beta mais alto, como as *Small Caps*, por isso decidimos neutralizar o *UW* em ações menores da América Latina.

**AMÉRICA LATINA: *OW* em *Large Cap* diminuiu e *Small Cap* foi neutralizado pela *UW***

Em outubro, a região ficou para trás novamente, caindo US\$ 5,1%. Como resultado, seu desempenho tem sido mais fraco do que o de seus pares até agora neste ano. Isso foi exacerbado pelas moedas que se depreciaram no mês, devido ao dólar forte e a outros fatores idiossincráticos. Entretanto, com algumas exceções, o *impulso* econômico está se fortalecendo, os bancos centrais continuam a cortar as taxas de juros e, apesar dos altos e baixos políticos que fazem parte da norma, certa estabilidade e institucionalidade são mantidas. As ações menores têm uma defasagem maior, os *valuations* também parecem descontadas e elas tendem a ser mais sensíveis ao ciclo econômico. Portanto, no caso de uma recuperação no final do ano e à medida que a incerteza das eleições nos EUA se dissipar, elas poderão alcançar o restante do mercado. Assim, decidiu-se fechar o *UW* em *Small Cap*, financiado com um *OW* menor em *Large Cap*.

No **Brasil**, o mercado continuou a cair em outubro, em linha com o restante da região e com base em um real que se desvalorizou 5,8% no mês. As discussões políticas e fiscais atingiram ainda mais o mercado, apesar dos dados econômicos que surpreenderam positivamente. Nesse contexto, a produção industrial de setembro sugere que a atividade econômica retornará a um registro positivo e, nesse contexto, o mercado continuou a revisar para cima suas projeções de crescimento para este ano, para ~3,1%. Essas projeções mais altas foram acompanhadas por um desvio mais persistente nos preços, de modo que as expectativas de inflação permanecem inalteradas. Os dados mais recentes sobre a inflação continuaram a mostrar uma aceleração no nível de preços, atingindo 4,8% a.a. em outubro. Assim, o Banco Central tem sido agressivo no aperto, tentando ancorar as expectativas de preços. Assim, em sua reunião de novembro, decidiu aumentar a taxa Selic em 50 bps para 11,25%, em linha com as expectativas do mercado. Mesmo assim, os preços estão internalizando aumentos mais agressivos, o que, com a desvalorização do real e um hiato positivo do produto, permitiria que a inflação voltasse à meta. Os *valuations* dos índices de ações permanecem descontadas em termos históricos, e os lucros para o próximo ano devem crescer quase 20%. Apesar da resiliência econômica e corporativa, os fluxos de investimento para os ETFs como um todo permaneceram estáveis no último mês. Com relação a isso, até o momento, na temporada de relatórios corporativos do terceiro trimestre, tanto as surpresas quanto o crescimento das vendas e dos lucros são positivos. No aspecto político, o processo de eleição municipal terminou, dando uma ampla vitória ao centro e à direita. Essas eleições geralmente antecipam a composição do parlamento, mas não a presidência, mas ainda assim são boas notícias para o mercado brasileiro. Outro foco em nível político que esteve no centro da discussão durante o governo Lula foi a questão fiscal. O governo deu sinais de que está pronto para anunciar cortes de gastos para o próximo ano, o que compensará a menor receita que virá da reforma tributária que tentará aprovar. Entre outras medidas, essa reforma isenta do imposto de renda as pessoas que ganham menos de R\$5.000 por mês. Embora a perspectiva macroeconômica



seja positiva, o triunfo de Trump significa um risco, na medida em que Bolsonaro pode ganhar popularidade, Lula perdê-la e aprovar medidas populistas que são contrárias à responsabilidade fiscal. Apesar dos riscos, o cenário macroeconômico no Brasil é positivo, e o aumento das taxas, juntamente com algum ruído político, levou o mercado a punir fortemente as ações brasileiras. Assim, com *valuations* atraentes e resiliência econômica, decidimos manter nosso **OW no Brasil**.

No **México**, a incerteza local continua com o avanço de várias reformas anunciadas pelo ex-presidente AMLO. Dessa forma, o "Plano C" está avançando, com a aprovação de reformas como a reforma energética e a que impede contestações a mudanças na constituição, colocando em risco a institucionalidade mexicana. Além disso, em novembro, o governo anunciará o orçamento para o próximo ano. A presidente, Claudia Sheinbaum, comprometeu-se a consolidar as finanças fiscais e com um déficit efetivo de 3,5% do PIB para o próximo ano. Portanto, o que o governo apresentar será fundamental para definir a trajetória do mercado mexicano. Entretanto, a economia mexicana está intrinsecamente ligada à economia dos EUA e, portanto, sujeita a seus altos e baixos políticos. Assim, o mercado mexicano internalizou a vitória de Trump e um cenário muito negativo, apresentando o pior desempenho da região até agora neste ano. Do ponto de vista macroeconômico, a divulgação do PIB do terceiro trimestre surpreendeu o mercado e levou alguns analistas a melhorar marginalmente suas projeções de crescimento para este ano. No entanto, espera-se que a atividade cresça apenas 1,5% este ano e o mesmo valor no próximo ano. Com relação à inflação, a inflação geral acelerou em outubro para 4,8%, em linha com as expectativas, enquanto o núcleo da inflação permanece mais bem comportado e em baixa. Nesse sentido, é improvável que o Banxico acelere seus cortes nas taxas, e espera-se que continue a flexibilizar em 25 bps por reunião este ano, e que corte mais 200 bps no próximo ano. Por outro lado, as saídas líquidas de ETFs como um todo continuaram no mês passado, com ~3,8% dos AUM. Ao mesmo tempo, a temporada de relatórios corporativos do terceiro trimestre terminou e, no nível do índice IPC, foi observado um crescimento tanto nas vendas quanto nos lucros, mas com surpresas negativas. Assim, apesar da volatilidade a que o mercado mexicano pode estar sujeito no curto prazo, historicamente, a redução da incerteza após as eleições nos EUA costuma ser positiva para as ações. Assim, os preços já estão internalizando um cenário muito negativo, juntamente com *valuations* descontados, o que poderia permitir que as ações mexicanas revertessem parcialmente as quedas anteriores no curto prazo. Assim, decidiu-se **neutralizar o underweight às ações mexicanas**.

No **Chile**, a atividade econômica em setembro decepcionou e é difícil crescer 2,5% este ano. Entretanto, em comparação com o ano passado, 2024 teria sido um ano de normalização econômica. Os relatórios corporativos têm sido prova disso e, com cerca de metade das empresas da IPSA tendo publicado seus resultados do terceiro trimestre, tanto as vendas quanto as surpresas de lucros são positivas. O peso chileno se desvalorizou em outubro, mais do que seus pares, pressionado pela força do dólar globalmente, mas também pelo preço do cobre, que caiu no mês. Com relação aos preços, a inflação surpreendeu positivamente em outubro, mas com componentes voláteis, e parece que as pressões locais sobre os preços não são uma preocupação. Nesse contexto, em sua última reunião de política monetária, o banco central cortou a taxa de juros em 25 bps, em linha com as expectativas, levando-a para 5,25%. Na declaração, o banco central deu a entender que não estava excessivamente preocupado com as pressões locais sobre os preços, mas que a inflação no Chile poderia estar sujeita a choques externos. Os *valuations* das ações chilenas continuam a parecer atraentes em uma perspectiva histórica, e no mês passado houve entradas líquidas de ~2,2% dos AUM no último mês. No aspecto político, houve eleições regionais em outubro, que deram uma ampla vitória à centro-direita. Por outro lado, o Partido Republicano (mais à direita) também aumentou sua participação. Essas eleições tendem a antecipar o resultado da eleição presidencial, dando sinais de que será novamente uma votação para punir o atual governo. Historicamente, a centro-direita é mais *favorável ao mercado do que* o atual governo. Embora haja volatilidade no curto prazo, os relatórios corporativos do Chile continuam sólidos, o país não tem uma relação comercial tão próxima com os EUA e tem *valuations* atraentes, o que nos leva a **manter o OW nas ações chilenas**.

Na **Colômbia**, a reforma do Sistema Geral de Participações está avançando, um projeto que visa aumentar a porcentagem de recursos dados às regiões de 20% para 39,5%, a fim de dar-lhes maior autonomia financeira e administrativa, mas com a possibilidade de aumentar a pressão sobre os cofres fiscais. Além disso, o CNE abriu uma investigação contra a campanha eleitoral do Presidente Gustavo Petro, aumentando o ruído político, enquanto o país aguarda o decreto para a aprovação do orçamento de 2025, caso ele não possa ser aprovado no Congresso. Em outubro, o mercado colombiano caiu 2,8% em termos de dólares, enquanto o peso colombiano seguiu a tendência das moedas da região, depreciando-se 5,0% em relação a um dólar que se fortaleceu durante o mês. Do ponto de vista macroeconômico, a atividade econômica de agosto surpreendeu as expectativas ao crescer 2,0% em relação ao ano anterior, embora tenha desacelerado em comparação com o mês anterior. A inflação de outubro desacelerou para 5,4% a.a., pior do que o esperado. Nesse contexto, o banco central reduziu a taxa básica de juros em 50 bps, em linha com as expectativas, para 9,75%, em uma votação dividida, com quatro votos a favor dessa medida e três a favor de um corte de 75 bps. Dessa forma, a Assembleia de Governadores adota um tom mais cauteloso e não acelera o ritmo de cortes, diante das pressões inflacionárias e do viés do Fed. Nesse sentido, as projeções para o final de 2024 para a inflação e a taxa de juros são corrigidas para cima, para 5,5% a.a. e 8,75% a.a., respectivamente. Isso, em conjunto com as projeções de crescimento econômico que também devem ser maiores este ano, com expansão do PIB projetada para 2024 em ~2,0%. Em termos de *valuations*, o mercado acionário colombiano é historicamente atraente, com o índice P/E  *fwd*  sendo negociado 1,2 desvios-padrão abaixo da média de 10 anos. Do lado do fluxo, espera-se um desempenho estável, sem alteração no AUM dos ETFs como um todo. Assim, diante do ruído político e fiscal, mas com *valuations* atraentes, decidiu-se **manter uma posição neutra nas ações colombianas**.

No **Peru**, espera-se que a meta fiscal não seja atingida pelo segundo ano consecutivo. O MEF está procurando fazer cortes prioritários nos gastos para se aproximar da meta, enquanto a Petroperu precisará de mais injeções de liquidez do governo para evitar a falência. Em nível político, espera-se que as próximas eleições sejam altamente polarizadas devido ao grande número de partidos, enquanto está surgindo uma possível desfiliação do partido político de Antauro Humala, um dos candidatos favoritos nas últimas pesquisas. Do ponto de vista macroeconômico, a atividade econômica de agosto cresceu 3,5% a.a., ligeiramente acima das expectativas e desacelerando em relação ao mês anterior, enquanto a inflação de outubro acelerou para 2,0% a.a., em linha com a meta do banco central. Na reunião de outubro, a autoridade monetária decidiu, surpreendentemente, manter a taxa em 5,25%, interrompendo o ciclo de cortes. Entretanto, na reunião de novembro, ela voltou ao padrão anterior, cortando a taxa em 25 bps para 5,00%. As projeções para o final de 2024 indicam que a inflação permanecerá em torno da meta, enquanto o produto e a taxa de juros são corrigidos para cima, prevendo um crescimento de 3,0% e um novo corte, levando a taxa para 4,75% na reunião de dezembro. Os relatórios corporativos do terceiro trimestre tiveram resultados positivos tanto no crescimento das vendas quanto dos lucros, surpreendentemente acima das projeções. Com relação os *valuations*, o índice P/E  *fwd*  é negociado ligeiramente abaixo da média de 5 anos (0,3 desvio est.), mas as saídas líquidas de fluxos de investimento dos ETFs como um todo continuam no último mês. Do lado positivo, a agência de classificação de risco Fitch reafirmou a classificação de crédito do país em BBB, elevando sua perspectiva de negativa para estável, proporcionando alguma estabilidade ao mercado e apesar das pressões fiscais. Assim, com um risco fiscal latente, mas com uma perspectiva macroeconômica positiva, foi tomada a decisão de **manter uma posição neutra nas ações peruanas**.

Na **Argentina**, a percepção do risco-país caiu consideravelmente, e os *swaps de inadimplência de crédito* (CDS) estão em torno de 800 bps. Isso ajudou o desempenho do mercado a permanecer positivo e dissociado das tendências globais. Do ponto de vista macroeconômico, a atividade voltou a crescer marginalmente em agosto (0,2% mês a mês), mas a dispersão entre os setores econômicos continua significativa, com os setores primários crescendo em uma base de 12 meses e a construção, o comércio e a indústria caindo significativamente. A inflação continua a dar boas notícias, com os registros mensais continuando a cair. Nesse contexto, o banco central decidiu surpreendentemente cortar a taxa de juros em 500

bps, sem nenhuma reação importante na taxa de câmbio não oficial. Por outro lado, os salários reais cresceram pelo quinto mês consecutivo, dando boas notícias para a população argentina. Em nível político, continuam alguns confrontos entre o governo e organizações, como universidades públicas e outras entidades que se opõem à sua intenção de privatizar algumas entidades públicas. Mas, do lado mais positivo, foi concluída a nova etapa da lavagem de dinheiro, que levantou mais de US\$ 19 bilhões, o que, juntamente com o dinheiro dos depósitos bancários, dará ao sistema financeiro mais espaço para conceder empréstimos e ao Banco Central mais espaço para acumular reservas. Em relação à taxa de câmbio, embora seja incerto quando a taxa de câmbio será liberada, provavelmente no início de 2025 começaremos a ver uma maior flexibilidade em algumas restrições, como no caso do *blend* ou da alteração do ritmo da *crawling peg*. Ao mesmo tempo, após reuniões entre o governo e o FMI, o presidente da organização internacional deu bons sinais em relação a um possível novo acordo. Apesar da queda em setembro, o governo conseguiu recuperar a confiança da população e o índice de confiança no governo (ICG) aumentou 12% em outubro. Entretanto, o partido governista também enfrenta riscos, como o fato de a ex-presidente Cristina Fernández ter sido eleita para liderar o partido judicial, o que poderia torná-la candidata na província de Buenos Aires antes das eleições de meio de mandato do próximo ano. Com um sentimento melhor tanto local quanto globalmente, a decisão é manter a posição neutra nas ações argentinas.

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

O futuro da economia e do mercado de ações da China está sob pressão em meio à incerteza da política interna e externa. Em primeiro lugar, no que se refere à política interna, durante a primeira semana de novembro, ocorreu a reunião do Congresso Nacional do Povo, e o mercado estava otimista quanto a um possível novo estímulo para apoiar a fraca economia. No entanto, embora o apoio continue (programa de ~USD 1,4 *trilhão*) e o valor apresentado estivesse no topo das expectativas, ele decepcionou por se concentrar principalmente no tratamento da dívida do governo local e não incluir políticas adicionais para impulsionar o consumo ou lidar com a crise no mercado imobiliário.

Em segundo lugar, com relação às perspectivas globais, o retorno de Trump à Casa Branca cria um ambiente de incerteza. O aumento das tensões comerciais e as possíveis respostas de Pequim às tarifas dos EUA não conseguem estabilizar a confiança dos investidores. Por outro lado, o mercado internalizou que a China está buscando melhorar suas relações internacionais, inclusive com os EUA, onde as autoridades chinesas expressaram que tentarão chegar a um acordo. Além disso, o acordo de paz com a Índia sobre o conflito fronteiriço é digno de nota.

A ansiedade dos investidores em relação a novos estímulos econômicos e ao atraso dos estímulos refletiu-se na queda das ações chinesas em outubro (USD -6,0%), porém, desde o pico em 7 de outubro, elas caíram ~USD 13% até o final do mês. Enquanto isso, os *valuations* das ações continuam a parecer atraentes. Do lado dos fluxos, foram observados fluxos de entrada para os principais ETFs no último mês, embora tenham sido observadas saídas para ETFs e fundos nas últimas três semanas. Por outro lado, a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para baixo para o próximo ano, para 9,4%, e na temporada de relatórios corporativos do terceiro trimestre o crescimento dos lucros foi positivo, mas com surpresas negativas quando ~90% das empresas já haviam apresentado seus relatórios.

Do ponto de vista econômico, o FMI revisou para baixo sua projeção de crescimento para este ano, para 4,8%, e manteve a do próximo ano em 4,5%. Assim, o consenso do mercado prevê que a meta de crescimento de 5% autoimposta pela autoridade chinesa não será atingida este ano. Ao mesmo tempo, o crescimento do PIB no terceiro trimestre ficou em 4,6% a/a, decepcionando pelo segundo trimestre consecutivo. Apesar do risco de aumento das tarifas e do efeito principalmente sobre as exportações, as autoridades expressaram a capacidade de atingir a meta. Por outro lado, os dados de outubro estão se recuperando e os índices PMI oficiais e da Caixin melhoraram em outubro, impulsionados pelos anúncios do final de setembro (manufatura e serviços da Caixin 50,3 e 52 pontos, respectivamente). Ao mesmo tempo,

as exportações cresceram 12,7% a.a. no mesmo mês, mas as importações contraíram 2,3% a.a., mostrando que as medidas de estímulo não estão conseguindo permear a confiança do consumidor e indicariam uma desaceleração na atividade, dada a ligação com as importações de matérias-primas como cobre e petróleo. Do lado dos preços, a inflação permanece próxima de zero (0,3% a/a em outubro), com o Banco Central cortando as taxas de empréstimo de 1 e 5 anos em 25 bps para 3,10% e 3,60%, respectivamente, em outubro. Considerando o conjunto de fatores; otimismo com a implementação de medidas, fluxos mistos, retorno de Trump à presidência e riscos inclinados para o lado positivo pela eventual intensificação da guerra comercial, decide-se **manter a posição neutra nas ações chinesas**.

## **ÁSIA EMERGENTE EX CHINA: Decide-se manter a posição neutra.**

Trump anunciou medidas protecionistas durante sua campanha, o que poderia afetar economias como Taiwan e Coreia do Sul, que se destacam por sua tendência exportadora e relações comerciais com os EUA. A Índia, por sua vez, tem tido uma posição mais defensiva e, juntamente com seu melhor desempenho até o momento neste ano, os *valuations* se tornaram mais caros e ela parece ser uma opção menos atraente.

Em outubro, as ações **indianas** tiveram um desempenho inferior ao dos mercados emergentes (USD -7,8%), enquanto a rúpia se desvalorizou 0,3% em relação ao dólar. As ações foram negociadas com *valuations* ajustados e, no último mês, houve saídas líquidas do principal ETF de 3% do AUM, com a maior saída de investidores estrangeiros desde março de 2020. No lado dos relatórios corporativos, ~70% das empresas divulgaram seus relatórios até o momento, com contração dos lucros em 12 meses e surpresas negativas, mas contrastando com o crescimento positivo das vendas e surpresas, ao mesmo tempo em que a projeção de crescimento dos lucros é corrigida para baixo para o próximo ano. Do lado econômico, embora os dados sejam mistos, eles apontam para uma desaceleração. Os índices PMI de manufatura e serviços estão em território expansionista (57,5 e 57,9 pontos, respectivamente, em outubro), mas a produção industrial em agosto contraiu-se em termos anuais pela primeira vez desde outubro de 2022. A atualização do FMI, no entanto, projeta um crescimento sólido de 7,0% em 2024 e 6,5% no próximo ano. Do lado dos preços, a inflação de setembro acelerou para 5,5% a/a, de 3,7% no mês anterior, embora o banco central espere que os preços dos alimentos se moderem durante o último trimestre do AF24-25. Assim, o banco central manteve a taxa de juros em 6,5% na reunião de outubro e o mercado não espera cortes na reunião de dezembro, adiando o início dos cortes nas taxas até 2025. Por fim, com relação à geopolítica, a Índia teve um papel neutro, sem confrontos claros com nenhum dos principais blocos da economia global. Entretanto, em outubro, isso foi revertido e as sanções dos EUA contra empresas e indivíduos se tornaram conhecidas, embora a vitória de Trump na eleição presidencial dos EUA favoreça o mercado indiano. Juntamente com os dados econômicos sem uma direção clara e o aumento do ruído geopolítico, a perda de *impulso* do mercado, mas uma natureza defensiva **é decidida a manter as ações indianas neutras**.

As ações **sul-coreanas** recuaram US\$ 7,2% em outubro e, até o momento, ~50% das empresas divulgaram seus relatórios corporativos do terceiro trimestre, com crescimento dos lucros positivo e quase em linha com as expectativas; no entanto, as projeções de crescimento para o próximo ano foram corrigidas para baixo. A Samsung, uma das principais empresas do índice MSCI, divulgou lucros acima das expectativas, embora o declínio em relação ao segundo trimestre seja notável e o preço das ações da empresa tenha caído ~USD 18% desde agosto, apesar do otimismo nas vendas de semicondutores e telefones celulares. Embora os *valuations* das ações pareçam atraentes, foram observadas saídas líquidas no último mês do ETF principal de ~4% do AUM. Do ponto de vista macroeconômico, a fraqueza dos dados continua. A economia expandiu 1,5% em relação ao ano anterior no terceiro trimestre, decepcionando o mercado (2,0%E), o PMI industrial permanece em território contracionista (48,3 pts) em outubro, a produção industrial contraiu 1,3% em relação ao ano anterior em setembro - marcando o primeiro declínio desde julho de 2023 - e as exportações desaceleraram nos últimos três meses. Por outro lado, os preços continuaram a cair (inflação de 1,3% a/a em outubro) e o banco central começou a

cortar as taxas na reunião do mesmo mês (25 bps para 3,25%), pressionando o won, que encerrou outubro depreciando 4,2% em relação ao dólar, e a autoridade monetária poderia manter a taxa pelo resto do ano. No contexto da fraqueza macroeconômica, de um mercado de ações que não se move e de fluxos de saída, **foi tomada a decisão de deixar as ações sul-coreanas em posição neutra.**

As ações **taiwanesas** retornaram US\$ 1,6% em outubro e o dólar taiwanês se desvalorizou 1,1%. Com relação aos relatórios corporativos, cerca de 40% das empresas apresentaram relatórios até o momento, com surpresas negativas no lado das vendas, embora as projeções de lucros para o próximo ano tenham sido corrigidas para cima. As ações estão sendo negociadas com *valuations* acima da média histórica da relação P/E  *fwd*. e com fluxos positivos para o principal ETF no último mês. Embora a perspectiva para o setor de semicondutores seja positiva, o ambiente atual é incerto e difícil de quantificar; (i) por um lado, a vitória de Trump pode ter um efeito incerto sobre a segurança nacional na ilha e, por outro lado, (ii) o eventual aumento das tensões com a China e/ou as tarifas dos EUA provavelmente terão um efeito significativo, mas ainda desconhecido, sobre a produção de chips. Macroeconomicamente, o PMI de outubro está em território neutro (50,2 pts.) e marca o terceiro mês de queda, enquanto o crescimento do terceiro trimestre surpreende acima das expectativas (4% a/a), apesar das interrupções na atividade relacionadas ao clima. No lado da inflação, o registro de outubro ficou em 1,7% a/a, enquanto não haverá reunião de política monetária até dezembro, de modo que a taxa de juros permanece em 2,0%. Assim, com dados econômicos e corporativos mistos e incerteza geopolítica, foi tomada a decisão de **manter uma posição neutra em relação às ações de Taiwan.**

Na **Indonésia**, o atual presidente Prabowo Subianto assumiu o cargo com uma mensagem clara de autossuficiência em alimentos e energia, enfatizando que o nacionalismo será um tema fundamental do governo. Além disso, o risco de populismo e governança permanece latente, apesar da eleição do gabinete, em que ele manteria os principais ministros do governo anterior, como o ministro das finanças, já que ele tem o apoio legislativo necessário para aprovar leis com relativa facilidade. Do ponto de vista econômico, embora o crescimento econômico no terceiro trimestre tenha sido sólido (5% a/a), ele continua a desacelerar e o PMI industrial de outubro permanece em território contracionista (49,2 pontos), sustentando condições fracas no setor privado. Por outro lado, a inflação de outubro caiu para 1,7% a.a., e o banco central decidiu interromper os cortes nas taxas de política monetária, mantendo-as em 6%, principalmente para apoiar a moeda, que encerrou outubro com uma desvalorização de 3,6% em relação ao dólar. Do lado do mercado, as ações indonésias recuaram US\$ 4,3% em outubro. Os *valuations* das ações parecem atraentes, mas com saídas líquidas do principal ETF no último mês. Diante do cenário de risco político, dados econômicos mistos, mas com eventual desaceleração e saídas, **as ações indonésias são mantidas *underweight*.** Por outro lado, as ações **tailandesas** tiveram um retorno de USD -4,7% em outubro, em linha com seus pares. Do ponto de vista macroeconômico, o PMI industrial continuou a cair em outubro, atingindo 50 pontos. Com relação à inflação, ela atingiu 0,8% a/a e a autoridade monetária iniciou o ciclo de cortes nas taxas, reduzindo-as em 25 bps para 2,25%, uma medida amplamente solicitada por membros do governo para reanimar a economia. Do lado do mercado, espera-se que a Nvidia anuncie um grande investimento na Tailândia em dezembro, o que poderia manter *o ímpeto* das ações, apesar da queda de outubro, com os *valuations* parecendo atraentes e as projeções de crescimento dos lucros sendo corrigidas para cima no próximo ano, juntamente com os fluxos revertendo as saídas líquidas no último mês. Assim, considerando *o ímpeto* das ações, os *valuations* atraentes, mas os dados econômicos ainda em deterioração, decidimos **permanecer neutros em relação às ações tailandesas.**

## EMEA

No caso de um portfólio de países emergentes, **decide-se considerar** as ações da região **como *underweight*.**

A **África do Sul** publicou o primeiro orçamento do novo governo, aumentando o déficit fiscal de 4,5% para 5% do PIB, o que pressionaria a dívida nacional, que poderia chegar a 75,5% do PIB no ano fiscal de 2025-2026. Por outro lado, em outubro, houve as primeiras tensões claras dentro do governo de coalizão entre o ANC (partido do presidente Cyril Ramaphosa) e o DA, não apenas em relação a questões locais, mas também sobre a postura em relação ao conflito entre a Rússia e a Ucrânia. Se o atrito entre os dois partidos continuar, o otimismo dos investidores poderá ser afetado negativamente. No lado macroeconômico, o PMI caiu para 50,6 em outubro e, embora tenha permanecido acima de 50 pelo terceiro mês consecutivo, não conseguiu se consolidar em território expansionista. Do lado da inflação, a inflação caiu para 3,8% a.a. em setembro, enquanto se espera que o Banco Central continue com os cortes nas taxas na reunião de novembro - atualmente em 8,0% -. Do lado do mercado, em outubro, as ações sul-africanas caíram US\$ 2,9% e o rand se desvalorizou 1,9% em relação ao dólar. Por outro lado, os *valuations* das ações parecem apertadas, sendo negociadas acima de sua média histórica de 5 anos do índice P/E *fwd.*, enquanto os fluxos perderam força nos últimos três meses, mas as projeções de lucros foram corrigidas para cima no próximo ano. No contexto da política doméstica ainda com bom *ímpeto*, mas com eventuais tensões, lucros corrigidos para cima e fluxos estáveis, decidimos **manter as ações sul-africanas neutras**.

As ações **turcas** caíram US\$ 8,1% em outubro, enquanto a lira turca se manteve estável. Do ponto de vista da avaliação, as ações parecem caras, com fluxos estáveis no último mês, mas foram observadas saídas líquidas nos últimos três meses e no acumulado do ano do principal ETF do país, e o crescimento dos lucros foi corrigido para baixo no próximo ano. Assim, o *ímpeto* corporativo dos meses anteriores, impulsionado pelos investidores locais, se deteriora. Da mesma forma, a economia continua fraca e o PMI industrial permanece abaixo de 50 pontos pelo sétimo mês. Do lado dos preços, os preços continuam a desacelerar (48,6% a/a em outubro) e o banco central tem mantido a taxa de juros em 50,0% desde abril, o mercado espera que ele corte a taxa no quarto trimestre, enquanto a declaração da autoridade monetária enfatizou os riscos de alta para a inflação. Devido à fraqueza macroeconômica e corporativa, **as ações turcas passaram de neutras para underweight**.

Por fim, a **Arábia Saudita** é uma economia dependente do petróleo e, no início de novembro, a OPEP anunciou o adiamento da normalização da produção de petróleo para janeiro de 2025. No entanto, o mercado está começando a duvidar se a produção será normalizada nos próximos meses, uma vez que isso estava inicialmente programado para outubro passado. A economia saudita depende do petróleo e os cortes na produção durante o ano afetaram a economia. Assim, o FMI cortou a projeção de crescimento econômico deste ano de 1,7% para 1,5%, aumentando as dificuldades de diversificação econômica (que também depende das receitas do petróleo), embora o PMI industrial permaneça em território expansionista (56,9 pontos) em outubro. No lado das ações, as ações recuaram US\$ 1,6% em outubro, com os *valuations* parecendo atraentes e saídas líquidas dos ETFs como um todo no último mês. 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: assumir uma posição de UW em títulos do tesouro de 2 anos, OW em títulos do tesouro de 10 anos e neutralizar a UW em títulos do tesouro de 30 anos. A UW em TIPS é mantida**

Com a chegada de outubro, a recuperação da renda fixa terminou e os primeiros dias do mês viram o início de uma *venda* de *títulos do tesouro* depois que o mercado de trabalho mostrou sinais de força novamente e a inflação desacelerou menos do que o esperado. Enquanto isso, na segunda metade do mês, o foco do mercado estava nos resultados das eleições nos EUA e as taxas de juros continuaram a subir, pois o mercado começou a internalizar uma possível vitória de

Trump, cujas políticas fiscais, comerciais e de imigração são vistas como inflacionárias. Finalmente, em novembro, o retorno de Trump à Casa Branca foi confirmado, em linha com o que o mercado já havia internalizado nas semanas anteriores. No entanto, a vitória retumbante do republicano foi surpreendente, assumindo o controle da presidência, do Senado e, ainda a ser confirmada, da Câmara dos Deputados, aumentando as preocupações com a sustentabilidade fiscal dos EUA e aprofundando a *liquidação* da renda fixa.

Por outro lado, após as eleições, o Fed fez ajustes na política monetária e reduziu a taxa de juros em 25 bps para 4,75%, em linha com as expectativas do mercado. Por outro lado, o Fed reafirmou sua postura de dependência de dados e Jerome Powell mencionou que o resultado das eleições não afeta a trajetória da política monetária no curto e médio prazo até que haja mais certeza sobre a implementação e o impacto das políticas de Trump na economia, de modo que o Fed mantém sobre a mesa um último corte este ano na reunião de dezembro.

Em termos de dados econômicos, o mercado de trabalho continua a apresentar alta volatilidade mês a mês e os dados de outubro mostram novamente a criação de empregos abaixo das expectativas, dados os efeitos perturbadores das furacões. Quanto à inflação, os dados mais recentes mostram uma desaceleração um pouco abaixo das expectativas, com a medida *principal* atingindo 2,4% a.a., impulsionada principalmente por quedas nos preços de energia, enquanto os preços de alimentos e serviços permanecem resistentes. Assim, nas últimas semanas, o mercado moderou os cortes esperados para o próximo ano e, com as expectativas de um governo Trump mais inflacionário, continua a esperar um corte de 25 bps na reunião de dezembro, mas reduz o número de cortes em 2025 de quatro para dois. Em consonância com isso, as taxas reagiram com aumentos acentuados em toda a curva, com a ponta curta reagindo a uma política monetária menos hawkish no próximo ano, enquanto as taxas longas subiram devido ao aumento das preocupações fiscais. Assim, a taxa do tesouro de 2 anos sobe para 4,25% e a taxa de 10 anos retorna para 4,3%, depois de se aproximar de 4,5% no dia seguinte à eleição. Em relação à volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva da taxa dos títulos do Tesouro - subiu acentuadamente antes da eleição presidencial para 136 pontos, o nível mais alto registrado este ano; no entanto, depois que o resultado da eleição foi conhecido, a volatilidade se moderou e caiu para 99 pontos. Enquanto isso, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, se ajustam para cima, para 2,56% e 2,36%, respectivamente, reagindo à eleição e ao impacto inflacionário que as medidas de Trump teriam na economia, enquanto as expectativas de inflação permanecem ancoradas na meta. Assim, durante o mês, observamos uma reação exagerada do mercado aos resultados das eleições e, embora concordemos que as políticas de Trump seriam mais inflacionárias e poderiam ter um impacto na trajetória da política monetária de longo prazo, acreditamos que a equipe econômica de Trump poderia ser mais moderada e pragmática do que o mercado espera atualmente. Quanto ao Fed, ele continuará com o aperto gradual da política monetária, cortando 25 bps na reunião de dezembro; no entanto, poderemos ver ajustes no *dot-plot* de dezembro em direção a um ciclo de aperto mais moderado. **Com base no exposto, a duration neutra é mantida no portfólio este mês. Em relação aos títulos do Tesouro, a duration é aumentada com a tomada de uma posição vendida em títulos do Tesouro de 30 anos, neutralizando a UW, enquanto os títulos do Tesouro de 2 anos são levados à UW e uma OW é tomada em títulos do Tesouro de 10 anos. O UW em TIPS é mantido.**

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

Com relação à dívida desenvolvida, as políticas monetárias dos principais países desenvolvidos continuam alinhadas, uma vez que o Federal Reserve Bank dos EUA, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco da Inglaterra (BOE) reduziram as taxas de juros em 25 bps em suas últimas reuniões e esperam continuar a flexibilização monetária gradual para evitar um maior esfriamento em suas respectivas economias. No entanto, com a vitória retumbante de Trump e do Partido Republicano nas eleições dos EUA, poderemos ver as políticas monetárias tomarem rumos diferentes e, dadas as pressões fiscais

adicionais que o programa de Trump geraria, juntamente com o impacto inflacionário que as tarifas sobre as importações teriam, o Fed seria menos agressivo em termos do ciclo de corte e poderia, eventualmente, pausar os cortes nas taxas. Na Europa, tanto o BCE quanto o BOE manteriam sua atual abordagem de aperto gradual da política monetária de 25 bps, porém, no caso de uma nova desaceleração econômica, eles poderiam aumentar o ritmo dos cortes nas taxas. Por outro lado, continuam as divergências em relação às perspectivas econômicas em ambas as regiões. Na Europa, a inflação de outubro acelerou de 1,7% para 2%, ainda dentro do intervalo da meta do banco central, enquanto o crescimento econômico surpreendeu positivamente ao crescer 0,4% no terceiro trimestre. No entanto, a surpresa se deve a efeitos transitórios e espera-se que a economia volte a ter um crescimento fraco no quarto trimestre (0,2% no trimestre). Por outro lado, nos EUA, o mercado de trabalho continua a mostrar volatilidade mês a mês. Por outro lado, a atividade econômica continua forte e a economia cresceu a uma taxa anualizada de 2,8% no terceiro trimestre, enquanto a inflação continua a desacelerar em direção à meta de 2%. No entanto, as políticas econômicas de Trump aumentam a incerteza no médio e longo prazo e podem afetar a trajetória da inflação, o equilíbrio do mercado de trabalho e o crescimento esperado para os EUA. Quanto ao *investment grade*, em outubro a classe de ativos teve um desempenho negativo de -1,6%, explicado principalmente pelo aumento das taxas básicas diante do ruído das eleições. Por outro lado, a classe de ativos ainda mantém certa atratividade de uma perspectiva de risco-retorno, com um *rendimento* de 5,1% e uma qualidade de crédito mais alta em relação a outros ativos. Em termos de *valuations*, os *spreads* permanecem resilientes, em linha com a força econômica dos EUA, mas consideramos os *valuations* pouco atraentes. Como resultado, **mantemos *investment grade global* neutro.**

#### **GLOBAL HIGH YIELD: Manutenção da neutralidade**

No lado do *high yield*, a classe de ativos está mais uma vez mostrando sua resiliência e, após uma nova *liquidação de títulos do tesouro*, permanece defensiva em face do aumento das taxas, com quedas mais limitadas do que outros ativos de renda fixa. Esse *desempenho superior do High Yield* é explicado principalmente pela *duration* mais curta da classe de ativos e por novas compressões de *spread*, em um mês em que o mercado se concentrou nos resultados das eleições presidenciais. Assim, com o resultado da eleição e o viés positivo de Trump em relação ao setor corporativo, a perspectiva para a classe de ativos melhora, que continua a oferecer um alto nível de rendimento de 7,2%. Entretanto, os níveis atuais de avaliação não nos parecem ser um ponto de entrada atraente e pode haver alguma reação exagerada do mercado ao resultado das eleições, dando espaço para correções de *spread*. Por outro lado, mantemos nosso cenário de *pouso suave* e, embora os dados do mercado de trabalho deste mês não tenham sido relevantes para o mercado devido aos efeitos perturbadores dos furacões, esperamos que o esfriamento gradual do emprego nos EUA continue.

#### **DÍVIDA EMERGENTE: Neutro em relação a títulos soberanos e mercados locais, e a OW em títulos corporativos HY e IG foi moderada.**

Com a chegada de novembro, a *liquidação dos títulos do Tesouro* se aprofundou e o título do Tesouro de 10 anos voltou a se aproximar de 4,5% após a vitória retumbante de Trump, gerando perdas na maioria dos ativos de renda fixa em todo o mundo. A dívida dos mercados emergentes acompanhou os movimentos globais e as taxas dos mercados emergentes se ajustaram para cima; no entanto, os ativos emergentes continuam defensivos diante do avanço dos *títulos do Tesouro* e, durante outubro, geraram um *desempenho superior* em comparação com a dívida dos países desenvolvidos, com quedas mais limitadas. Embora nos últimos meses as taxas locais tenham mantido uma alta correlação com as taxas globais em um ambiente volátil devido à incerteza eleitoral, agora que o resultado da eleição é conhecido, esperamos uma moderação na volatilidade e nas pressões externas sobre as taxas locais. Dessa forma, mantemos uma perspectiva positiva para a dívida dos mercados emergentes, que continua atraente não apenas devido aos altos *rendimentos* em comparação com os mercados desenvolvidos, mas também devido ao potencial de valorização em face da queda das taxas, uma vez que os bancos centrais dos mercados emergentes continuam seu ciclo de corte de taxas.



Quanto à dívida soberana emergente, em outubro, a classe de ativos caiu 1,7%, afetada por sua duration mais longa em um ambiente de aumento das taxas; no entanto, as taxas soberanas emergentes permaneceram mais defensivas do que a dívida soberana desenvolvida, que caiu mais acentuadamente diante da *venda dos títulos do Tesouro* dos EUA. Por outro lado, a classe de ativos ainda oferece altos níveis *de yield* e a duration mais longa aumentaria os retornos em um ambiente em que os bancos centrais continuam a cortar as taxas. Entretanto, no atual ambiente volátil, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos a torna mais vulnerável a correções nos *spreads* devido a ruídos políticos e incertezas econômicas, de modo que a preferência continua sendo a dívida corporativa emergente. No lado do *high yield*, ele continua a ser a classe de ativos de renda fixa com melhor desempenho até agora neste ano, com um retorno acumulado de 11,1%, enquanto a dívida emergente com risco de crédito continua a oferecer um alto nível de *rendimento* de 7,9%. Em termos de risco, *os spreads* da dívida emergente acompanharam os movimentos *dos spreads* globais e são comprimidos pela força da economia dos EUA. Embora, como na dívida corporativa desenvolvida, os *valuations* estejam apertados, os fundamentos das empresas emergentes permanecem sólidos, com baixos níveis de alavancagem, de modo que não esperamos grandes ampliações *de spread* no médio e curto prazo, em linha com o cenário de *pouso suave* e as expectativas de inadimplência para 2024, que permanecem em 3,6% e diminuiriam para 2,7% em 2025. Quanto ao *grau de investimento*, a classe de ativos continua a oferecer um retorno atraente ajustado ao risco, com um *rendimento* de 5,5% e uma qualidade de crédito mais alta que protege a classe de ativos contra choques negativos e uma desaceleração mais pronunciada da economia global. 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.

Com relação aos *mercados locais*, em outubro, em linha com o aumento das taxas do Tesouro dos EUA, o dólar voltou a se fortalecer globalmente, impulsionado principalmente pelo aumento da probabilidade de uma segunda presidência de Trump e pela possibilidade de uma *vitória* dos republicanos, cujas políticas fiscais e comerciais visam a um maior protecionismo econômico que fortaleceria a moeda norte-americana. Dessa forma, o dólar voltou a se valorizar em relação às moedas de mercados desenvolvidos e emergentes, valorizando-se 3,2% (DXY) em outubro. Com a chegada de novembro, o retorno de Trump à presidência foi confirmado e o dólar continuou sua tendência de alta, de modo que as moedas dos países desenvolvidos e emergentes se desvalorizaram acentuadamente no dia seguinte à eleição. Entretanto, ao longo da semana, a desvalorização foi moderada, corrigindo parte da reação exagerada. No futuro, esperamos que as políticas de Trump ofereçam suporte de médio a longo prazo para o dólar, embora esperemos alguma moderação e pragmatismo da equipe econômica de Trump em relação ao que o mercado está internalizando. De acordo com o exposto acima, **permanecemos neutros em títulos soberanos e mercados locais, juntamente com o overweight em títulos corporativos IG e HY, que é moderada na margem para financiar taticamente um overweight na parte intermediária da curva soberana dos EUA.**

## EXPOSIÇÃO DA MOEDA: NOVEMBRO DE 2024

Moedas	Bench.	Outubro	Nov	OW/UW	Câmbio
USD	57.5%	57.5%	57.5%	N	
EUR	7.5%	7.5%	7.0%	UW	-0.5%
GBP	1.5%	1.5%	2.0%	OW	0.5%
JPY	2.5%	2.0%	2.0%	UW	-0.5%
GEMs	31.0%	31.5%	31.5%	OW	0.5%
	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 | OUTUBRO DE 2024

Categoria de atividade / Região	Referência	Bússola	Acima/Abaixo	Índices de rentabilidade mensal	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Referência	Bússola	Curso de Ativo	Seleção
Ações	50%	50%	0%	-3.4%	-1.7%	-1.7%	0.0	-0.8
Renda Fixa	50%	50%	0%	-2.5%	-1.2%	-1.2%	0.0	2.8
Caixa	0%	0%	0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0	
Ouro	0%	0%	0%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0	
Hedge						0.0%	0.0	
<b>Portfólio</b>					<b>-2.96%</b>	<b>-2.94%</b>	<b>0.0</b>	<b>2.0</b>
Outperformance / Underperformance (bps)								
Europa, ex Reino Unido	14.0%	14.0%	0.0%	-6.1%	-0.85%	-0.85%	0.0	
Europe Small Cap ex Reino L	1.0%	1.0%	0.0%	-7.0%	-0.07%	-0.07%	0.0	
REINO UNIDO	3.0%	3.0%	0.0%	-5.5%	-0.16%	-0.16%	0.0	
US Large Caps Growth	17.0%	17.0%	0.0%	-0.4%	-0.07%	-0.07%	0.0	
US Large Caps Value	15.0%	15.0%	0.0%	-1.2%	-0.18%	-0.18%	0.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	-0.8%	-0.03%	-0.03%	0.0	
Japão	5.0%	4.0%	-1.0%	-3.9%	-0.19%	-0.16%	0.5	
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>59.0%</b>	<b>58.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>-1.56%</b>	<b>-1.52%</b>	<b>0.5</b>	
América Latina	5.0%	6.5%	1.5%	-5.1%	-0.26%	-0.33%	-2.6	
LatAm Small Caps	1.0%	0.5%	-0.5%	-4.6%	-0.05%	-0.02%	0.6	
China	10.0%	10.0%	0.0%	-5.9%	-0.59%	-0.59%	0.0	
EM Ásia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	-3.9%	-0.77%	-0.77%	0.0	
EM Ásia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	-4.4%	-0.22%	-0.22%	0.0	
<b>Emergentes</b>	<b>41.0%</b>	<b>42.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>-1.88%</b>	<b>-1.94%</b>	<b>-2.0</b>	
<b>Ações</b>					<b>-3.44%</b>	<b>-3.46%</b>	<b>-1.5</b>	
Treasuries 2Y	5.9%	5.9%	0.0%	-0.6%	-0.04%	-0.04%	0.0	
Treasuries 10Y	12.4%	12.4%	0.0%	-3.6%	-0.44%	-0.44%	0.0	
Treasuries 30Y	7.2%	6.5%	-0.7%	-5.4%	-0.39%	-0.35%	2.0	
TIPS dos EUA	2.8%	0.7%	-2.1%	-1.8%	-0.05%	-0.01%	-1.4	
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	0.0%	-2.7%	-0.73%	-0.73%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	-0.9%	-0.04%	-0.04%	0.0	
<b>Dívida desenvolvidos</b>	<b>60.1%</b>	<b>57.3%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-1.69%</b>	<b>-1.62%</b>	<b>0.6</b>	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	-1.7%	-0.19%	-0.19%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	4.7%	1.4%	-1.3%	-0.04%	-0.06%	1.7	
EM Corporate HY	4.8%	6.2%	1.4%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	3.3	
EM Local Markets	21.0%	21.0%	0.0%	-2.6%	-0.54%	-0.54%	0.0	
<b>Dívida Emergentes</b>	<b>39.9%</b>	<b>42.7%</b>	<b>2.8%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-0.78%</b>	<b>-0.80%</b>	<b>4.9</b>	
<b>Renda fixa</b>					<b>-2.47%</b>	<b>-2.41%</b>	<b>5.5</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
Dados em 31 de outubro de 2024

Em outubro, a posição *de UW* em ações foi neutralizada ao custo de deixar a carteira sem caixa; a posição neutra em títulos foi mantida. Em 31 de outubro, o portfólio do TAACo Global apresentava uma perda de 2,9%, 2 bps acima do desempenho do *benchmark*, em um mês em que não acompanhou a alta das ações e as taxas de juros subiram.

Durante o mês de outubro, no nível da *análise de atribuição*, (i) a **alocação de ativos** não gerou ganhos ou perdas devido à neutralidade da carteira em relação ao *benchmark* (ii) a **seleção de instrumentos** foi positiva na margem: o short Japan e o Latam Small Cap geraram ganhos. Em títulos, foram adicionados *treasuries* de 30 anos short em um mês em que houve *um bear steepening*, bem como dívida corporativa emergente.

## 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	-2.9%	1.4%	7.3%	19.0%	0.8%	4.1%	4.0%	5.1%	10.4%
Benchmark	-3.0%	1.7%	7.6%	19.8%	-0.1%	3.3%	3.3%	3.9%	10.2%
Perf. inferior/superior (bps)	2	-22	-38	-77	93	73	68	126	
<b>Ações</b>	<b>-3.5%</b>	<b>2.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>27.6%</b>	<b>1.7%</b>	<b>7.0%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.0%</b>	<b>15.2%</b>
Benchmark	-3.4%	2.2%	12.5%	27.7%	1.6%	6.9%	5.2%	3.6%	15.1%
Europe ex UK	-6.1%	-1.9%	3.0%	19.9%	-0.3%	5.0%	3.5%	2.9%	19.9%
Europe Small Cap ex UK	-7.0%	-4.2%	-1.4%	19.8%	-6.8%	4.0%	5.0%	6.8%	24.0%
UK	-5.5%	-2.1%	9.1%	21.6%	6.3%	6.0%	3.9%	4.6%	19.5%
US Large Cap Growth	-0.4%	4.1%	25.9%	45.1%	8.9%	19.9%	16.8%	--	21.5%
US Large Cap Value	-1.2%	3.3%	16.3%	30.2%	7.3%	9.4%	8.5%	--	16.6%
US Small Caps	-0.8%	0.2%	9.8%	33.3%	1.8%	9.8%	9.0%	9.2%	23.7%
Japão	-3.9%	-4.7%	6.1%	20.0%	0.4%	3.2%	4.0%	2.0%	16.0%
<b>Desenvolvidos</b>	<b>-2.0%</b>	<b>2.4%</b>	<b>16.5%</b>	<b>33.7%</b>	<b>6.4%</b>	<b>12.0%</b>	<b>9.8%</b>	<b>7.0%</b>	<b>18.7%</b>
América Latina	-5.1%	-2.6%	-17.0%	2.4%	7.2%	-0.1%	0.2%	7.2%	30.5%
LatAm Small Cap	-4.6%	-2.6%	-21.5%	-2.4%	-1.0%	-5.2%	-3.6%	5.3%	33.6%
China	-5.9%	17.7%	21.7%	21.8%	-8.4%	-1.2%	2.3%	7.4%	28.2%
EM Asia ex China	-3.9%	-0.9%	13.4%	33.6%	4.0%	10.4%	7.2%	--	20.2%
EM Asia Small Cap	-4.4%	1.5%	10.6%	26.8%	3.2%	12.4%	6.7%	9.4%	19.5%
EM Europe and Middle East	-3.3%	-0.9%	2.7%	14.4%	-10.8%	-3.9%	-3.9%	2.3%	19.9%
<b>Emergentes</b>	<b>-4.4%</b>	<b>3.6%</b>	<b>11.7%</b>	<b>25.3%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.5%</b>	<b>7.9%</b>	<b>18.7%</b>
<b>Renda Fixa</b>	<b>-2.4%</b>	<b>1.1%</b>	<b>3.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>4.2%</b>	<b>6.5%</b>
Benchmark	-2.5%	1.1%	2.9%	12.2%	-2.0%	-0.5%	1.0%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	-0.6%	1.0%	3.3%	5.4%	0.7%	1.0%	1.1%	2.2%	2.0%
Treasuries 10Y	-3.6%	-0.9%	0.0%	9.0%	-4.6%	-2.1%	0.4%	3.4%	8.3%
Treasuries 30Y	-5.4%	-1.4%	-3.8%	14.1%	-13.1%	-6.8%	-0.6%	4.0%	16.5%
TIPS dos EUA	-1.8%	0.5%	3.0%	8.6%	-1.5%	2.2%	2.3%	4.3%	6.3%
Global Corporate IG	-2.7%	1.0%	2.5%	13.0%	-2.3%	0.2%	1.7%	4.3%	9.2%
Global Corporate HY	-0.9%	2.8%	7.4%	16.9%	2.2%	3.8%	4.1%	6.9%	10.0%
<b>Divida desenvolvidos [1]</b>	<b>-2.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>11.9%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-0.7%</b>			
EMBI	-1.7%	2.4%	6.8%	18.2%	-1.0%	0.5%	2.9%	6.9%	11.6%
EM Corporativo IG	-1.3%	1.5%	5.2%	12.2%	-0.9%	1.0%	2.6%	--	6.6%
EM Corporativo HY	-0.1%	2.7%	11.5%	18.9%	0.9%	2.0%	4.4%	--	10.7%
Mercados locais EM	-2.6%	2.0%	2.4%	9.0%	0.3%	0.1%	0.4%	--	9.6%
<b>Divida emergentes [1]</b>	<b>-1.9%</b>	<b>2.2%</b>	<b>4.9%</b>	<b>12.7%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.5%</b>			
<b>Caixa</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.4%</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.7%</b>
<b>Ouro</b>	<b>4.0%</b>	<b>12.7%</b>	<b>31.6%</b>	<b>36.9%</b>	<b>15.6%</b>	<b>12.6%</b>	<b>8.9%</b>	<b>10.5%</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.