

TAACo Global	Desempenho							Volatilidade 5 anos *
	Dez	3 meses	YTD	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACo	-0,5%	7,7%	-14,4%	-0,6%	1,0%	3,1%	6,4%	10,1%
Benchmark	-0,9%	8,1%	-17,1%	-1,9%	0,0%	2,2%	4,5%	9,7%
Out/Underperformance (bps)	35	-34	274	130	100	95	191	
<b>Ações</b>								
Ações	-2,9%	9,9%	-19,5%	0,3%	1,0%	4,3%	4,2%	14,8%
Benchmark	-2,7%	10,5%	-19,8%	0,1%	0,9%	4,1%	3,5%	14,7%
<b>Renda fixa</b>								
Renda fixa	0,9%	5,2%	-13,9%	-3,7%	-0,9%	0,4%	5,5%	6,1%
Benchmark	0,9%	5,5%	-14,6%	-4,3%	-1,3%	0,0%	4,6%	6,1%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	3,4%	8,5%	0,4%	6,2%	7,0%	0,9%	12,8%	13,5%

Resultados em 31 de dezembro de 2022

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Janeiro de 2023

## Índice

- Uma normalização complicada ..... 1
- Alocação de ativos ..... 3
- Resultados ..... 13
- Desempenho..... 14
- Valorizações..... 15

## Uma normalidade complicada

Deixamos para trás um ano de alta inflação, aumento das taxas de juros, tensões geopolíticas, guerra e a China presa na política de zero COVID. Os mercados globais registraram um desempenho recorde: apenas três vezes antes as ações e os títulos caíram simultaneamente no mesmo ano, e nunca antes ambos caíram porcentagens de dois dígitos.

A versão do mês passado deste documento foi o nosso Outlook 2023, no qual analisamos as questões que identificamos como determinantes para o desempenho dos mercados neste ano: (i) a trajetória da política monetária nos Estados Unidos e por quanto tempo o Fed continuará aumentar as taxas de juros; (ii) o fim da política de zero COVID na China; (iii) desglobalização ou regionalismo; e (iv) transição energética.

O mundo caminha para uma (nova) normalidade após três anos de choques e convulsões no quadro de uma revolução digital acelerada ou quarta revolução industrial. Ciclicamente, a economia mundial passa por altas de juros e retirada de liquidez para lidar com a inflação e resfriar economias superaquecidas por estímulos monetários e fiscais exacerbados pela pandemia, levando a desacelerações ou recessões. Complicado.

A profundidade e duração da desaceleração/recessão global será fundamental em termos dos efeitos que ela infligirá nas economias e no setor corporativo. Nosso cenário básico, como temos mantido desde o último trimestre do ano passado, é de desacelerações e recessões superficiais. Isso duraria pelo menos a primeira metade do ano; o risco é que dure demais (além de 2023) e entre no que se chama de recessão de crescimento (*growth recession*), ou seja, apesar de não haver contrações significativas da atividade, um crescimento muito baixo acaba gerando uma deterioração significativa da economia.

No entanto, a inflação nos Estados Unidos dá sinais de que começa a diminuir, devido ao efeito base, às recentes quedas nos preços de energia, à normalização das cadeias produtivas e à moderação do consumo. O setor de serviços e o emprego têm se mostrado resilientes até agora, mas não aceleraram ainda mais. Espera-se que o Fed aumente a taxa de referência (*Fed Funds Rate*, atualmente em 4.5%) pelo menos mais duas vezes no primeiro trimestre e daí em diante dependerá da trajetória da inflação (atualmente em 7,1% anual, abaixo de seu *peak* de 9,1% em junho passado) e que as expectativas continuam ancoradas para convergir gradativamente para a meta de 2% ao ano, o que não ocorreria, pelo menos até 2024. Nesse sentido, é de se esperar

Termina um ano histórico de quedas sem precedentes em ações e títulos

Questões-chave 2023; Trajetória da taxa dos EUA, fim do zero COVID na China, desglobalização e energia

Após três anos de choques, a economia mundial está focada em conter inflação e superaquecimento econômico

Nosso cenário base é de desacelerações e recessões superficiais, que durariam pelo menos o primeiro semestre do ano

Inflação diminuindo nos EUA e setor de serviços e emprego resiliente; Fed aumentaria a taxa pelo menos mais duas vezes no primeiro trimestre



que o Fed não comece a baixar os juros até que esteja convencido de que a inflação acabou; o mercado atualmente espera que isso aconteça até o final deste ano.

Países e regiões estão em diferentes estágios do ciclo monetário. O Banco da Inglaterra está à frente dos Estados Unidos, assim como muitas economias latino-americanas que começaram a se contrair no final de 2021. O último a aderir aos aumentos de juros foi o Banco do Japão, que surpreendentemente deu uma reviravolta em sua política de controle da curva de juros em dezembro (YCC, *yield curve control*) e elevou o teto da taxa soberana de 10 anos (análises país a país mais adiante neste documento).

Do lado do crescimento e do quão evitável é uma recessão profunda ou muito longa, existem fatores que impediriam que isso acontecesse, na medida em que a inflação baixe. Por um lado, o abandono da política de zero COVID pela China dará um impulso não só àquela economia, mas à atividade mundial. Atualmente, há maior atividade nos dados de mobilidade de alta frequência, mas ainda há medo entre a população e um alto número de infecções (diminuindo). O Ano Novo Lunar que a China celebra e que este ano é no final de janeiro será um importante indicador a esse respeito.

Por outro lado, este ciclo de abrandamento económico encontrou as pessoas e o setor empresarial em boa saúde financeira, o que permite uma maior resiliência e um enfrentamento menos traumático.

Para começar o ano, é favorecido aumentar moderadamente a exposição a ações em relação à renda fixa, com preferência para ações defasadas, de alta qualidade e defensivas. Mais valor é visto em ações emergentes do que em mercados desenvolvidos, incluindo ações chinesas e latino-americanas. Nos mercados desenvolvidos, as ações dos EUA geralmente não parecem atraentes, exceto seletivamente no estilo *value*.

Renda fixa continua atraente devido aos altos rendimentos (*yields*) e, em certos casos, potenciais ganhos de capital devido a cortes de taxas no médio prazo. A curva de rendimentos ainda se encontra invertida, o que deverá reverter-se gradualmente à medida que o ciclo avança, pelo que em termos de duração é favorecido o posicionamento na parte curta e média em títulos.

Os países estão em diferentes estágios do ciclo monetário e o Japão foi o último a aderir

O abandono da política de zero COVID na China dará um impulso à atividade global

Boa saúde financeira das pessoas e do setor corporativo

A exposição a ações é aumentada moderadamente em relação à renda fixa, favorecendo os mercados emergentes

Renda fixa continua atraente devido aos altos rendimentos e potenciais ganhos de capital

## Alocação de ativos - janeiro de 2023

TAACo Global	Bench.	Dezembro	Janeiro	OW / UW	Câmbio		
Ações	50%	50%	52%	OW	2%	2,0% +	Se leva a OW ações em detrimento das títulos
Renda Fixa	50%	50%	48%	UW	-2%	-2,0% -	
Caixa				N			
Ouro				N			
<b>Total Carteira</b>							
Europe ex UK	13,1%	10,5%	13,1%	N		2,6% +	US: se leva UW Large Cap Growth, mantendo o longo em Value, e Small Caps
Europe Small Cap ex UK	1,4%		1,4%	N		1,4% +	
UK	2,9%	2,9%	2,9%	N			Se mantém o UW no Japão
US Large Cap Growth	14,3%	15,3%	12,5%	UW	-1,8%	-2,8% -	
US Large Cap Value	15,7%	17,0%	17,0%	OW	1,3%		
US Small Caps	4,1%	5,1%	5,1%	OW	1,0%		
Japan	4,8%	1,8%	1,8%	UW	-3,0%		
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>56,3%</b>	<b>52,6%</b>	<b>53,8%</b>	<b>UW</b>	<b>-2,5%</b>	<b>1,2%</b> +	OW Latam é reduzido
LatAm	4,1%	7,3%	6,1%	OW	2,0%	-1,2% -	Se mantém OW China e Asia EM é neutralizado
LatAm Small Cap	0,7%	1,7%	1,7%	OW	1,0%		
China	11,8%	12,8%	12,8%	OW	1,0%		Leva EMEA até UW
EM Asia ex China	16,5%	15,0%	16,5%	N		1,5% +	
EM Asia Small Cap	4,0%	4,0%	4,0%	N			
EM Europe and Middle East	6,6%	6,6%	5,1%	UW	-1,5%	-1,5% -	Neutro Treasuries com posicionamento defensivo contra uma inclinação da curva
<b>Mercados emergentes</b>	<b>43,7%</b>	<b>47,4%</b>	<b>46,2%</b>	<b>OW</b>	<b>2,5%</b>	<b>-1,2%</b> -	
<b>Total Ações</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>				
US Govt Agencies	24,1%	11,3%	24,1%	N		12,8% +	Se mantém UW em TIPS
US Treasury 5Y	6,5%		7,0%	OW	0,5%	7,0% +	
US Treasury 10Y	11,2%		11,2%	N		11,2% +	OW Global IG / Neutro em HY
US Treasury 30Y	6,4%		5,9%	UW	-0,5%	5,9% +	
US TIPS	2,9%	0,4%	0,4%	UW	-2,5%		
Global Corporate IG	26,4%		27,5%	OW	1,1%	27,5% +	O OW emergente é mantido
Global Corporate HY	4,6%		4,6%	N		4,6% +	
<b>Dívida desenvolvidos</b>	<b>58,0%</b>	<b>51,6%</b>	<b>56,6%</b>	<b>UW</b>	<b>-1,4%</b>	<b>5,0%</b> +	UW em soberanos
EM Sovereign IG	5,3%	4,1%	2,1%	UW	-3,2%	-2,0% -	OW em IG corporativo, HY e Local Markets
EM Sovereign HY	5,6%	6,0%	3,0%	UW	-2,6%	-3,0% -	
EM Corporate IG	3,9%	6,5%	6,5%	OW	2,6%		
EM Corporate HY	5,0%	8,1%	8,1%	OW	3,1%		
EM Local Markets	22,2%	23,7%	23,7%	OW	1,5%		
<b>Dívida emergente</b>	<b>42,0%</b>	<b>48,4%</b>	<b>43,4%</b>	<b>OW</b>	<b>1,4%</b>	<b>-5,0%</b> -	
<b>Total Renda Fixa</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>				

No início do ano o *benchmark* da renda fixa foi modificado para torná-lo mais representativo referente a classes de ativos para investimento e atraente para investidores globais/latino-americanos. Desta forma, os títulos do Tesouro americano são abertos por duração, a dívida corporativa é agrupada em *global investment grade* e *high yield*, e as classes de ativos que agregam menor valor à análise econômica são eliminadas dado que se cobrem em renda variável.

Neste mês, a exposição a renda variável aumentou moderadamente de neutra, levando *underweight* a renda fixa. A carteira fica sem exposição a caixa nem ouro. Depois de um ano de quedas acentuadas nos preços de todos os ativos, o mundo caminha para uma (nova) normalização que impulsionaria mais ações de sucesso. As de alta qualidade continua sendo favorecidas e dentro das ações emergentes as da China onde o fim da política zero COVID levaria à reativação, o que também impulsionaria a economia global em 2023. As alocações de renda fixa são sobre

ponderadas em títulos corporativos de *investment grade* e produtos de *spread*, aumentando a exposição a títulos que se beneficiam de um dólar mais fraco.

## Renda variável

### **Europa ex UK: desde *underweight* é neutralizado o posicionamento em *Large Cap* e *Small Cap***

A região mostrou sua resiliência e a reabertura da China a apoiará nos próximos meses. Os dados econômicos começam a surpreender para cima, a inflação começa a dar sinais de desaceleração e a confiança melhora, embora continue pessimista, o pior -por enquanto-. teria ficado para trás.

Os principais indicadores do PMI para manufatura e serviços melhoraram em dezembro, apesar de permanecerem abaixo de 50 pontos. (limiar de expansão/contração econômica), enquanto a confiança do investidor Sentix aumenta pelo terceiro mês consecutivo e a confiança do consumidor pelo quarto mês. Consumo segue reprimido -com base de comparação exigente devido à reabertura do ano passado-, mas melhora as expectativas.

A crise energética é uma realidade e um grande desafio para a região, o que levará ao aumento do investimento na transição e segurança energética, promovendo parcerias público-privadas. O mesmo acontece com a guerra, que é um risco latente, mas que diminuiu. Até agora, as reservas de energia seriam suficientes para enfrentar o inverno, que, juntamente com os esforços para moderar a demanda e diversificar os fornecedores, levaram a uma queda dos preços das matérias-primas para níveis semelhantes aos anteriores à guerra, proporcionando um alívio às finanças domésticas, governos e bancos centrais à medida que a inflação diminui.

Apesar disso, o Banco Central Europeu continuará com sua política monetária contracionista enquanto a inflação permanecer alta (9,2% ano-a-ano em dezembro, pela primeira vez em um dígito desde agosto passado). A autoridade monetária subiu 250 bps. taxas de referência durante 2022 e espera-se que possa subir mais 150 bps. este ano. O ajuste monetário tardio fará com que as taxas permaneçam altas e subam por mais tempo do que em outros países.

Embora o setor corporativo parta de balanços saudáveis e tenha se mostrado resiliente, ele será afetado. Estima-se que os lucros cresçam 2,2% em 2023, valor que vem sendo corrigido para baixo nos últimos meses. No entanto, a alta exposição à China na geração de receita sustentará as empresas (a Morgan Stanley estima que em média 8% das vendas venham da China). Por seu lado, as ações europeias parecem baratas face às valorizações absolutas e relativas das ações norte-americanas, no entanto, a elevada incerteza econômica leva-nos a manter alguma cautela e a assumir uma **posição neutra sobre as ações europeias**.

### **Reino Unido: Se mantém a alocação neutra**

O governo enfrenta uma onda de greves que está deteriorando as perspectivas econômicas. O índice de surpresa econômica perde *momentum* e a confiança do consumidor está em níveis de pessimismo ainda piores do que na crise de 2008 e no *peak* da pandemia. Os principais indicadores do PMI de manufatura e serviços permanecem abaixo de 50 pts, com o primeiro no menor nível desde maio de 2020. O Banco da Inglaterra alerta que o PIB deve contrair 1,5% este ano e mais 1% em 2024.

Por sua vez, a inflação parece ter atingido o *peak* em outubro e diminuído em novembro, mas com um registro de 10,7% na comparação anual, está longe da meta do banco central. A taxa de referência está em 3,5% e pode chegar a 4,5% no primeiro semestre - uma expectativa que foi corrigida em baixa no último mês devido aos receios quanto ao aprofundamento da recessão. O ajuste monetário continuou pressionando a alta nas taxas de juros no último mês, que continuarão subindo até que a inflação dê sinais claros de desaceleração. O aumento dos custos de financiamento pressiona não só as famílias através do aumento dos custos de aquisição de casa e aluguel, mas também as empresas que freiam os seus projetos de investimento. Criação de emprego perde força e taxa de desemprego sobe para 3,7% em outubro, embora salários continuem subindo - subiram 6,1% em outubro-.

O setor corporativo, que foi resiliente em 2022, sofrerá com o menor crescimento econômico neste ano; estima-se que os lucros contraiam cerca de 3% - dados que se mantêm estáveis face ao mês anterior-. Apesar de entrar no

mercado de touros - mais de 20% desde o último andar - as ações britânicas parecem baratas em relação aos seus pares da Europa continental, negociando com um desconto de 17% na relação preço/lucro projetado, juntamente com um atrativo rendimento de dividendos de ~4%. Entretanto, a alta inflação, o ajuste monetário que está afetando a atividade, a instabilidade devido às crises energética e política, tudo isso tem contribuído para **manter uma posição neutra neste mercado de ações** até que vejamos sinais de maior estabilização..

**Estados Unidos: A posição em ações *Large Cap Growth* é reduzida, deixando-as *underweight* enquanto a *OW* é mantida em *Large Cap Value* e *Small Caps***

O ajuste monetário começa a dar sinais de arrefecimento da economia: o consumo desacelera, as perspectivas se deterioram, o mercado imobiliário perde dinamismo e o mercado de trabalho perde força, embora continuem a ser gerados empregos suficientes para estimar que a recessão - caso haja -, não seja profundo. Dessa forma, junto com a inflação que está deixando o *peak* e começando a diminuir, começa a ser avaliado um ponto de inflexão precoce que levará, primeiro a uma estabilização das taxas de juros, e depois a uma redução delas.

Em dezembro, a taxa de desemprego caiu para 3,5% - o nível mais baixo em cinco décadas – ao mesmo tempo que aumentou a participação no mercado de trabalho. Além disso, foram adicionados 223 mil novos empregos não agrícolas à economia, acima da estimativa (200 mil), mas menos do que em novembro (256 mil), enquanto os salários aumentaram 4,6% em relação ao ano anterior (4,8% no mês anterior), levando pressão das autoridades do Fed sobre pressões salariais sobre a inflação. Este último surpreendeu ao cair mais que o esperado pelo segundo mês consecutivo em novembro. A inflação *headline* -ou total- continua em queda e caiu pelo quinto mês consecutivo no penúltimo mês do ano, enquanto a inflação subjacente caiu para 6,0% em relação ao mesmo período do ano anterior. Inflação implícita nas curvas de juros caiu em dezembro e está convergindo para 2% (*breakevens* 5 e 10 anos situam-se em 2,24% e 2,23% respectivamente), dando assim sinais de inflação que estaria diminuindo, mas ainda teria um longo caminho a percorrer para sua meta de 2%, então o ajuste monetário do Fed continuará, embora se estima que em um ritmo mais lento.

Na reunião de política monetária de dezembro, o comitê elevou a taxa básica de juros em 50 bps, atingindo o patamar de 4,5% e significando uma redução na magnitude das altas após quatro altas de 75 bps. seguidas. Não obstante a diminuição no ritmo das subidas das taxas, o presidente da Fed, Jerome Powell, manteve a sua postura *hawkish*, reafirmando o seu compromisso de continuar a aumentar as taxas até que a política monetária dê sinais de ser suficientemente contracionista. Apesar disso, o mercado parece não acreditar no Fed sobre quão alta a taxa pode subir e internaliza uma alta de 25bp. em fevereiro e março para levar a *Fed Funds Rate* (FFR) a um *peak* de 5% que permaneceria até que as taxas comesçassem a ser cortadas no final do ano.

No mês passado, a curva de juros dos títulos do Tesouro acentuou o investimento na fração de 2-10 anos e as taxas de juros fecharam o ano com aumentos significativos devido à falta de liquidez sazonal da época combinada com o impulso gerado pela flexibilização do controle da curva soberana no Japão.. A alta das taxas teve impacto direto no desempenho das ações, com quedas próximas a 6% em dezembro, o que supera os pares desenvolvidos. No último trimestre de 2022, as ações dos EUA ficaram para trás, com destaque para a perda das ações de tecnologia. Assim, apesar da correção nas valorizações, que em termos de relação preço/lucro de doze meses (*P/L fwd.*) parecem baratas em comparação com as médias de 5 anos, em termos relativos, elas ainda são negociadas com prêmios significativos. Assim, optou-se por reduzir a exposição a ações de estilo *growth*, mais sensíveis a variações nas taxas de juros e negociadas com valorizações mais apertadas, com espaço para compressão de múltiplos. Por sua vez, as ações com retornos defasados de longo prazo e valorizações atraentes, como *value* e *small caps*, *continuam sendo favorecidas*.

Antes do início da entrega dos relatórios corporativos do 4º trimestre de 2022, estima-se que os lucros tenham uma contração de 11%, refletindo o efeito das pressões de custos e menor crescimento econômico. Os lucros cresceriam cerca de 7% em 2023, desacelerando em relação aos 15% estimados para este ano.

Dado o risco de uma contração adicional de múltiplos e relatórios corporativos decepcionantes, **é preferível manter ações de maior qualidade e aquelas que ainda apresentam defasagem de longo prazo e valorizações atrativas como Value e Small Caps, reduzindo a posição nas de estilo growth.**

## **Japão: se mantém o *underweight* nas ações japonesas**

O aumento surpreendente na faixa que a taxa soberana de 10 anos pode atingir elevou completamente a curva da taxa de juros, não apenas no Japão, mas no resto do mundo. A grande exceção à política monetária contracionista começa a dar passos rumo à normalização monetária, permitindo que as taxas de juros atinjam um patamar mais elevado. Em resposta, a maior parte da curva soberana está agora sendo negociada acima de 0%, com a taxa de 2 anos se tornando positiva novamente pela primeira vez desde 2015, e o iene se valorizando mais de 5% em dezembro.

O ajuste ocorre depois que o iene atingiu o pico de 150 JPY/USD em outubro passado e a inflação ultrapassou a meta de 2% pela primeira vez desde 2015, ficando em 3,8% em novembro. No entanto, menores pressões globais de preços levam a estimativas de que o índice de preços volte a convergir para a meta ao longo do ano.

Por sua vez, por seu viés exportador, as perspectivas se deterioraram em conjunto com o crescimento global e a fraca demanda externa. O PMI da manufatureiro continuou a deteriorar-se em dezembro, situando-se em 48,8 pts., voltando ao nível mais baixo desde outubro de 2020, após relatórios consecutivos de fraca demanda. Em novembro, tanto as vendas no varejo quanto a produção industrial desaceleraram em relação ao mês anterior, com expansão de 2,6% e -1,3% na comparação anual, respectivamente.

As valorizações (P/L *fwd.*) estão sendo negociadas com desconto e parecem atraentes em relação aos pares desenvolvidos. Por sua vez, os lucros teriam apresentado queda de ~5% em 2022, apontando crescimento limitado neste ano.

Em suma, ainda não há luz quanto à decolagem da economia japonesa, o que aumenta a incerteza e a volatilidade quanto ao retorno de suas ações. Além disso, a elevada exposição do índice a setores menos defensivos em recessões como consumo discricionário e industrial, aliada a uma valorização da moeda que deteriora o rendimento do setor exportador, nos levam a manter a subexposição às ações japonesas para favorecer as regiões e/ou países onde a perspectiva é mais positiva e tem maior potencial de valorização.

## **Ações emergentes: Mantem-se o OW na China, reduz a sobre-exposição na LatAm, neutraliza-se Asia EM ex China de UW e mudar para UW EMEA**

Em dezembro, o mercado de ações chinês registrou retornos sobre os pares emergentes e desenvolvidos, impulsionado pela reabertura. Mais recentemente, houve indicadores de alta frequência de maior mobilidade e correções para cima nas perspectivas de crescimento, razão pela qual foi decidido **manter o OW tático na China**. Na América Latina, as valorizações continuam baratas, mas a incerteza aumenta com o novo governo brasileiro, decidindo **diminuir ligeiramente o OW nas ações latino-americanas**. Em relação à **Ásia EM ex China, a posição é neutralizada de um UW** por um maior impulso das melhores perspectivas da China. Do lado da **EMEA, o UW é liderado** por uma menor convicção tática nas *commodities*, que ao longo dos primeiros meses do ano apresentariam uma trajetória incerta na procura do equilíbrio entre a oferta e a procura.

## **América Latina: O *overweight* é reduzido**

A região caracterizada pelo viés exportador de matérias-primas tem sustentação estrutural no preço das *commodities*, que seria impulsionada pela reativação da China que tem mostrado maiores certezas ao mercado - principalmente para metais industriais e combustíveis -. Da mesma forma, as valorizações continuam com um desconto significativo, negociando em torno dos mínimos dos últimos 10 anos e atraentes em comparação com outras economias emergentes. Por sua vez, é sustentado por tendências estruturais como o *nearshoring*, que podem ser aproveitadas por meio de *small caps*. Por outro lado, o antecipado e agressivo ajuste monetário realizado pelos bancos centrais leva ao início de um ciclo de cortes nas taxas de juros esperado para este ano. No entanto, o risco

fiscal aumentou significativamente no Brasil – a maior economia da região. Com base no exposto, decidiu-se **reduzir a sobre-exposição na América Latina**.

No **Brasil**, a produção industrial em novembro cresceu 0,9% na comparação anual, acima das expectativas do mercado, enquanto a economia ainda mostra resiliência com a taxa de desemprego caindo para 8,3% em outubro - o menor nível desde maio de 2015. Por sua vez, a inflação em dezembro manteve a trajetória de desaceleração, atingindo 5,8% em doze meses, mas acima do esperado pelo mercado, confirmando as expectativas de que neste ano o ritmo de desaceleração da inflação seja menor do que em 2022. No nível político, em 1º de janeiro, Luiz Ignacio da Silva assumiu o poder, mas a incerteza no país continua alta, após o fim das nomeações dos ministérios, mas com integrantes do Partido dos Trabalhadores (PT). O ministro da Fazenda tentou dar declarações de que está comprometido com a sustentabilidade fiscal, mas o mercado quer medidas concretas e espera que o governo anuncie qual será seu plano fiscal. Diante disso, a reação do mercado inclui uma desvalorização de 1,8% do real em dezembro aliada a uma queda de 3,1% na Bovespa. Por outro lado, no dia 8 de janeiro, foi realizado em Brasília um protesto com cerca de 4.000 manifestantes a favor do ex-presidente Jair Bolsonaro, no qual invadiram o Palácio do Planalto (sede do executivo), o Congresso e o Supremo Tribunal Federal. O governo declarou intervenção federal em Brasília e interrompeu os distúrbios, dos quais cerca de 1.500 pessoas já foram detidas, mantendo a situação sob controle sem que os protestos se espalhassem para outros estados do país. No curto prazo, esse evento fortalecerá Lula politicamente, dada a rejeição transversal às práticas antidemocráticas, mas não deve ter implicações em nenhum processo legislativo. Da mesma forma, o risco de golpe de Estado é baixo, pois essas manifestações não tiveram apoio militar, nem se espera que apoiem algo semelhante no futuro, e o Supremo Tribunal Federal está investigando, mostrando-se contra os extremistas. Finalmente, em relação às valorizações, elas permanecem em níveis atraentes com a relação P/E  *fwd.* e preço/valor contábil (P/BV) abaixo de suas médias de 5 anos em termos absolutos - e atrativos em relação à região no caso do primeiro. Com base no exposto, com valorizações atraentes, mas contrastadas com um risco fiscal e político, decide-se **manter uma exposição neutra em ações brasileiras**.

No **México**, as expectativas para a economia melhoram com o IMEF manufatura avançando para 51,8 pts. em dezembro, e não manufatureiros mantendo 11 meses consecutivos de expansão econômica, enquanto o mercado de trabalho continua mostrando força com a taxa de desemprego em novembro em 2,9%. Por sua vez, a inflação em dezembro manteve-se constante em relação ao mês anterior (7,8% ano-a-ano), mas mostrando que o núcleo da inflação atingiu seu *peak* em novembro, desacelerando em relação a dezembro. Diante disso, espera-se que o Banxico aumente a taxa de referência em 50 ou 25 bps na reunião de política monetária de fevereiro dos atuais 10,5%. Além disso, o peso mexicano foi uma das moedas mais defensivas da região, valorizando 5,3% em 2022 e 1,8% até o momento em janeiro deste ano, enquanto o país liderou a entrada de fundos e ETFs em 2022 (~9,1% do ativos totais gerenciados). Por outro lado, dada a tendência de desglobalização, o país conta com o apoio estrutural do *nearshoring* (transferência de parte da produção para outro país com menores custos e proximidade geográfica). Nesta linha, as exportações do México para os EUA em outubro cresceram 17,6%, juntamente com o fato de que o investimento estrangeiro direto do país cresceu 29,5% ano a ano acumulado até setembro de 2022. Em relação às valorizações, tanto o P/U  *fwd.* como P/BV estão abaixo da média de 5 anos. Com base no anterior, com bons níveis de atividade junto com um suporte estrutural que está se materializando e valorizações atraentes, decide-se **manter a sobre-exposição em ações mexicanas**.

No **Chile**, o Senado aprovou o projeto de reforma constitucional que estabelece o procedimento para a elaboração de uma nova constituição e passou para a Câmara dos Deputados. Todas as indicações foram rejeitadas, mantendo o espírito do "Acordo para o Chile" alcançado em dezembro, mantendo o caráter moderado do projeto, o que reduz a incerteza política e institucional no país. No entanto, em outras esferas políticas as tensões aumentaram, como é o caso da eleição do procurador nacional, que após 2 eleições fracassadas de candidatos propostos pelo governo e 50 dias de discussão foi finalmente eleito pelo Senado na terceira tentativa. Além disso, o presidente indultou 13 condenados por diversos motivos; a lista incluía detidos no quadro do surto social e um ex-membro da frente, num processo que se caracterizou por vários erros, incluindo alterações na lista de indultados a par de declarações do presidente que desconsideraram a independência da magistratura e o Supremo Tribunal. O exposto levou a presidente a pedir a demissão da ministra da Justiça e de seu chefe de gabinete e sua desaprovação atingiu o máximo desde que assumiu o cargo (70%). Pelo lado econômico, em novembro a atividade caiu 2,5% em doze meses, puxada

principalmente pelo comércio, mas com perspectivas menos negativas para o que seria dezembro. Em relação à inflação, em dezembro ela surpreendeu ligeiramente para cima e avançou 12,8% ao ano. No entanto, o mercado interpretou esse dado como positivo, com variação mensal de 0,3% (desacelerando de 1,0% em novembro) e queda acentuada na velocidade trimestral da inflação de bens e serviços, continuando sua trajetória de convergência. Por sua vez, o preço do cobre subiu 2,0% em dezembro, impulsionado pelos sinais de reabertura na China, que continuam a dar suporte ao preço da *commodity*, beneficiando a taxa de câmbio, que se valorizou 5,1% em dezembro. Em relação às valorizações, o P/L  *fwd.* e P/BV permanecem em patamares atrativos, abaixo da média de 5 anos, em termos absolutos e relativos à região – o primeiro em ~1,5 dev. padrão-. Devido à menor incerteza política devido ao andamento do acordo e ao maior impulso externo da China, contrastado com um aprofundamento da atividade, é decidido **manter a exposição neutra em ações chilenas.**

No caso da **Colômbia**, o mercado continua forte com a taxa de desemprego urbano em novembro caindo para 9,1%, enquanto a atividade econômica em outubro cresceu menos que o esperado pelo mercado (4,6% ano-a-ano) rumo à normalização da atividade para que em 2023 volte a taxas de crescimento sustentáveis. No entanto, as pressões inflacionárias ainda estão presentes no país, sem que a inflação tenha atingido um *peak*, atingindo 13,1% em doze meses em dezembro, e espera-se que na reunião de política monetária de 27 de janeiro, o Banco de la República eleve a taxa de referência a 50bps. até 12,5%. No lado do comércio internacional, as exportações de novembro cresceram 8,8% y-o-y, impulsionadas pelas exportações de combustíveis e produtos da indústria extrativa, enquanto o preço do petróleo (Brent) - a principal exportação do país - caiu 19% nos últimos 3 meses. Referente a política, a incerteza permanece alta, com o governo planejando enviar a reforma previdenciária ao Congresso em abril deste ano, e com a reforma trabalhista e eleitoral na agenda. Por outro lado, em 2022 o país teve uma saída líquida de fundos e ETFs de cerca de ~8,1% dos ativos sob gestão, enquanto o peso colombiano depreciou 16,2% no mesmo período. Em relação às valorizações, o P/L  *fwd.* e P/BV permanecem em níveis atrativos, negociando abaixo de sua média histórica de 5 anos em termos absolutos e relativos à região. Neste cenário de valorizações atrativas e bons níveis de atividade, mas com desaceleração da economia e incerteza política aliada a uma situação fiscal complicada, foi decidido **manter neutra a exposição em ações colombianas.**

A economia do **Peru** continua desacelerando após crescer 2,0% em doze meses em outubro e com perspectivas negativas devido ao efeito das mobilizações sociais e respectivos bloqueios que serão incluídos nos próximos registros. Por sua vez, já foram incorporados à inflação de Lima de dezembro, que se manteve em 8,5% na comparação anual, atrasando a projeção de lenta convergência à meta. Por sua vez, espera-se que o Reserve Bank of Peru faça uma última alta de 25 bps na próxima reunião de política monetária. na taxa de referência até 7,75%. No comércio internacional, o preço do cobre – principal produto de exportação – subiu 14,3% nos últimos 3 meses, mas no acumulado até setembro de 2022, as exportações mineiras do país caíram 10,4% em relação ao mesmo período de 2021, e têm perspectivas negativas devido às várias paralisações da mineração em decorrência de manifestações sociais de comunidades vizinhas. No nível político, o Congresso finalmente aprovou o avanço das eleições presidenciais e legislativas para abril de 2024, devendo ser ratificado em fevereiro, que seria o cenário base. Apesar das manifestações sociais terem parado no final de 2022, após as festividades alguns bolsões de protestos voltaram no sul do país onde já foram registradas 17 mortes, e as reivindicações passariam pela renúncia do novo presidente, antecipação das eleições e o fechamento do Congresso. Em relação às valorizações, tanto o P/E  *fwd.* já que o P/BV está negociando abaixo de sua média em termos absolutos. Com base no exposto, com valorizações atraentes, mas contrastado com uma crise política que gera problemas de governança e aumenta o risco de o país afetar o investimento, decide-se **manter a *underweight* em ações peruanas.**

No caso da **Argentina**, o FMI aprovou as metas para o terceiro trimestre (nível de reservas, déficit fiscal e emissão monetária) e declarou que é altamente provável que alcancem as metas até o final de 2022. No entanto, recomenda que é preciso que o país tome medidas econômicas muito mais profundas no longo prazo para corrigir os desequilíbrios macroeconômicos. A inflação em novembro atingiu 92,4% em termos homólogos em novembro e prevê-se que termine 2022 em cerca de 95%, com uma inflação acima dos 100% em 2023 como cenário base, apesar de o orçamento de 2023 considerar 30% como meta. No comércio internacional, o preço da soja -uma das principais exportações do país- subiu 3,4% em novembro, no entanto, houve atrasos nas datas de plantio da soja devido à forte seca concentrada no centro de Buenos Aires, grande parte de Córdoba, centro e sul de Santa Fe, San Luis e oeste de



Entre Ríos (afetando 22 dos 36 milhões de hectares). No plano político, houve grande polêmica em torno da decisão da Corte Suprema que favoreceu a província de Buenos Aires (obriga o governo nacional a transferir 2,95% do imposto as taxas de coparticipação para a cidade de Buenos Aires), dado que a primeira reação do presidente foi declarar que não cumpriria a decisão. Embora o presidente tenha mudado de posição posteriormente, anunciando que pagaria em títulos, o governo pediu ao Congresso que realizasse um julgamento político contra 4 juízes da Suprema Corte. Neste cenário de condições macroeconômicas complexas e maior risco político, decide-se **manter a *underweight* em ações argentinas.**

## **China: *OW* é mantido**

Dezembro foi particularmente interessante para o gigante asiático; as notícias de reabertura continuaram, assim como os maiores surtos de COVID associados a uma nova sub variante da cepa Ômicron. Por sua vez, realizou-se a Conferência Central de Emprego e Economia, com uma clara aposta no apoio ao crescimento econômico. Além disso, foi decretado que a partir de 8 de janeiro não é necessária a quarentena para os viajantes que entram na China vindos do exterior e que a fronteira com Hong Kong será reaberta gradualmente. Embora o abandono da política de zero COVID tenha causado um aumento exponencial de casos, atingindo estimativas de 37 milhões de novos casos por dia, as infecções já teriam atingido um *peak* em dezembro começando a recuar. Isso se refletiu em indicadores de mobilidade de alta frequência, como viagens de metrô em grandes cidades como Xangai, Guangzhou e Shenzhen, que estão aumentando em janeiro. Neste contexto, para o ano novo lunar que se celebra a 22 de janeiro e as autoridades esperam um aumento significativo das viagens, o que potenciará a atividade econômica.

Tudo isso permitiu um retorno positivo em dezembro no mercado chinês, o que contribuiu favoravelmente para a rentabilidade da carteira. Isso mesmo quando os indicadores antecedentes do PMI permaneceram em território contrativo em dezembro, em 49 e 48 pts. manufatura e serviços, respectivamente. No entanto, eram de esperar os escassos registos da atividade e para o segundo trimestre do ano observar-se-iam registos mais expansivos nas diferentes componentes da economia.

Em janeiro, o mercado de ações chinês continuou a subir, com as valorizações ainda parecendo descontadas de suas médias de 5 anos. Por sua vez, os fluxos para fundos e ETFs continuam a entrar e os lucros são projetados para crescer em dois dígitos para este ano. Assim, o ***OW* tático na China** é mantido.

## **Ásia emergente ex China: levado para neutro de *UW***

Em dezembro, os mercados emergentes da Ásia negociaram mistos, alguns impulsionados pela reabertura da China e outros pressionados por quedas nas ações de tecnologia. Em janeiro, a temporada de relatórios corporativos favorecerá as economias com atividade mais resiliente, assim como a maior mobilidade e demanda da China impulsionará as economias com relacionamento comercial mais intenso. Enquanto a inflação reverteu parcialmente a tendência de queda em alguns países, os bancos centrais continuam comprometidos em conter as pressões de preços, entregando um viés contracionista para frente em suas últimas reuniões de política monetária. Neste contexto, foi decidido **neutralizar a posição na Ásia EM ex China.**

A economia **indiana** continuou a mostrar sua resiliência em dezembro, com as leituras do PMI de manufatura e serviços acelerando em relação ao mês anterior para 57,8 e 58,5 pontos, respectivamente. Nesse mês, o FMI publicou seu Artigo IV de 2022, destacando os importantes avanços no país na implementação de sua agenda climática, ao mesmo tempo em que alertou que devem ser cautelosos com o ajuste monetário, calibrando-o e comunicando-o tempestivamente. Como mencionado anteriormente, isso é favorecido pela tendência de desglobalização, principalmente no setor de tecnologia da informação, que, juntamente com as reformas estruturais promovidas pelo governo, dão suporte à atividade econômica e a outros setores, como o de manufaturas. Isso favorecerá as perspectivas de mercado durante a temporada de relatórios corporativos, com relatórios mais propensos a surpreender positivamente na Índia em comparação com outros países emergentes. Embora suas valorizações pareçam relativamente caras em comparação com seu histórico, a entrada de fluxos para o principal ETF continua e as projeções de crescimento de lucro para este ano superam as dos demais países emergentes e continuam sendo corrigidas para cima. Diante do exposto, **decide-se manter a *OW* em ações indianas.**

O mercado **sul-coreano** caiu quase 30% em dólares em 2022, apresentando um dos piores desempenhos dentro dos países emergentes. Tanto a inflação total quanto a subjacente de dezembro permaneceram inalteradas em relação a novembro, apresentando altas de 5,0% e 4,8% ao ano, respectivamente. Nesse contexto, o Banco Central desacelerou o ritmo de alta em novembro, mas o mercado projeta que o ajuste continuará na reunião de janeiro, com alta de 25 pts até 3,5%. O foco mais *hawkish* adotado pelo Banco Central do Japão dá à autoridade sul-coreana mais espaço para continuar elevando as taxas, o que pode eventualmente impactar a atividade econômica. Isso foi observado no indicador PMI de manufatura de dezembro, que enfraqueceu para 48,2 pts., com as novas encomendas apresentando quedas mais acentuadas. As cotações negociam menos de um desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos (P/U fwd. e P/BV) e não há correção pronunciada na projeção de lucros para este ano, que cairiam fortemente, de mãos dadas com a deterioração dos semicondutores indústria. Nesse contexto, a temporada de balanços societários do quarto trimestre de 2022 pode vir acompanhada de *guidance* negativo, com projeções de cortes de CAPEX (investimentos em bens de capital), o que impactaria o mercado acionário na medida em que a empresa mais representativa do setor já divulgou seus resultados, decepcionando o mercado. Em suma, é decidido manter a **subexposição nos estoques sul-coreanos**.

Em **Taiwan**, a atividade econômica está começando a mostrar menores quedas e o PMI de manufatura para dezembro chegou a 44,6 pts. - o melhor registro desde julho, enquanto o indicador de serviços acelerou para 53,3 pts, impulsionado pelos gastos dos consumidores que começam a ganhar tração. As exportações e importações de dezembro continuaram a se contrair a taxas de 12,1% e 11,4% ano a ano respectivamente, em consonância com a deterioração da atividade econômica na China, seu principal parceiro comercial. No entanto, a reabertura do gigante asiático favorecerá o mercado taiwanês, que desfrutará de um maior impulso externo à medida que o crescimento econômico da China se acelerar. No final de dezembro, a empresa *Taiwan Semiconductors* (TSMC) iniciou a produção em massa de semicondutores utilizando uma nova tecnologia, garantindo esta capacidade e evitando ser atingida pelas sanções dos EUA contra a China. Suas valorizações continuam a parecer baratas em relação a sua história, comercializando P/U fwd. mais de 1,5 desvios padrão abaixo de sua média de 5 anos e as entradas líquidas em fundos e ETFs ao longo do último mês continuam. Entretanto, o panorama econômico continua a deteriorar-se e se decide reduzir a **UW nas ações taiwanesas**.

Do lado do Sudeste Asiático, a **Indonésia** apresentou quedas nos mercados em dezembro, assim como outros exportadores de *commodities*. O *momentum* econômico melhorou ligeiramente em dezembro e o PMI de manufatura ficou em 50,9 pontos. A inflação acelerou em dezembro para 5,5% anual, invertendo a tendência de queda que vinha ocorrendo desde setembro. Conforme mencionado acima, os primeiros meses do ano seriam altamente voláteis para os mercados emergentes, com o crescimento pressionado nos EUA e a atividade econômica na China começando a se recuperar, sustentando os preços das *commodities*. Do lado da **Tailândia**, o PMI manufatureiro acelerou em território expansionista em dezembro e os mercados mostram retornos positivos, impulsionados pela reabertura da China. As valorizações não parecem atraentes quando comparadas com suas médias de 5 anos e há saídas líquidas de investimento no último mês. Com tudo o que foi dito acima, decide-se **manter a sobre-exposição na Indonésia e a neutra na Tailândia**.

#### **EMEA: se leva o UW desde neutro**

Em dezembro, os mercados EMEA apresentaram desempenhos mistos, com os exportadores de petróleo registrando quedas em consonância com os preços mais baixos do petróleo bruto. Embora no longo prazo se mantenha o suporte estrutural no preço das *commodities* devido à reabertura chinesa, no curto prazo seriam altamente voláteis, pelo que se decidiu levar a **UW a exposição para EMEA**.

O PMI manufatureiro da **economia sul-africana** caiu em dezembro, como resultado de cortes de energia que pressionam a fluidez das cadeias de abastecimento. O sistema elétrico sul-africano sofre com décadas de subinvestimento e má administração por parte da gigante elétrica Eskom, que opera com infraestrutura muito antiga e atos de roubo e sabotagem. A previsão de lucros para as empresas sul-africanas para este ano foi corrigida para baixo e as valorizações estão sendo negociadas a menos de um desvio padrão abaixo de sua média histórica. Isso nos leva a **manter a subexposição nos estoques sul-africanos**.

O **mercado turco** alugou mais de 100% em 2022 em USD, devido aos investidores que apostaram nas ações tentando se proteger da inflação, e conseguiram. A inflação em dezembro desacelerou para 64,3% ao ano, e o Banco Central decidiu não continuar cortando as taxas na reunião do mesmo mês. Nesse contexto, as entradas líquidas para fundos e ETFs continuam, e as valorizações dão sinais mistos, com um P/L *fwd.* negociando 1,5 desvios padrão abaixo de sua média de 5 anos, enquanto P/BV está negociando 3,8 desvios padrão acima da média. Por sua vez, o PMI da indústria de dezembro situou-se em 48,1 pts., acima do recorde anterior, mas ainda em território contrativo. Assim, decide-se manter **a subexposição nas ações turcas.**

**Se mantem o neutro nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria).** Os bancos centrais desses países interromperam o ajuste monetário mesmo com a inflação bem acima de suas respectivas metas. O *momentum* econômico continua mostrando contrações na Polônia e na República Tcheca, mas diminui lentamente na margem. Ainda que as valorizações pareçam atrativas em termos históricos, o escoamento de fluxos aprofunda-se e o conflito entre a Rússia e a Ucrânia, que afeta significativamente a sua atividade, parece não cessar.

Já a economia **saudita** continua sem pressões inflacionárias e o PMI manufatureiro de dezembro estava em amplo território de expansão (56,9 pts.). As valorizações estão sendo negociadas abaixo de suas médias de 5 anos (por 1 desvio padrão da relação P/L *fwd.*), mas a saída líquida do principal ETF do país continua. Em dezembro, as ações apresentaram retorno negativo, acompanhando a queda do preço do petróleo. Como a exposição a esse país em uma carteira de vários ativos pode ser um tanto defensiva, em uma temporada de relatórios corporativos como a que começa em janeiro, se **mantém a leve sobre-exposição à Arábia Saudita.** No entanto, em conformidade com o que foi comentado anteriormente, e ainda que a reabertura chinesa dê suporte aos preços das *commodities*, serão divulgados registros limitados de atividade nos primeiros meses do ano que injetarão volatilidade nas matérias-primas. Neste contexto, foi decidido **neutralizar a sobre-exposição no Qatar.**

## Renda fixa

### **US Treasuries: neutro em títulos nominais, *underweight* em duração e TIPS**

Após a reunião do Fed em dezembro, onde o comitê reajustou suas expectativas para o nível da taxa de referência até o final de 2023, em torno de um valor de 5,1%, indicando que não esperariam um *pivot* da política monetária durante este ano. No entanto, o mercado não alinhou suas expectativas com as do Fed e ainda espera que as taxas comecem a cair antes do final do ano. Nesse contexto, no último mês as taxas dos títulos do tesouro norte-americano foram afetadas por fatores como a mudança de política no controle da curva de taxas feita pelo Banco do Japão e a baixa liquidez no final do ano, que pressionaram taxas para cima e outros fatores, como dados do mercado de trabalho, que empurraram as taxas para baixo. Atualmente, a taxa dos títulos de 10 anos está em torno de 3,6%, enquanto a taxa dos títulos de 2 anos atinge 4,25%, portanto, a curva de rendimentos permanece invertida na tranche de 2-10 anos. Pelo lado da volatilidade das taxas, o índice MOVE -que mede a volatilidade através da curva de taxas- aumentou nas últimas semanas do ano, porém, com o retorno da liquidez ao mercado, voltou ao patamar de 116 pts., do máximo de 160 pts. de outubro. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos permaneceram estáveis durante o último mês, ancorados em expectativas de longo prazo. Dado o acima exposto, uma posição *OW* é assumida na *treasury* de 5 anos, neutra na *treasury* de 10 anos e *UW* na *treasury* de 30 anos, mantendo assim uma posição neutra na *treasuries* com uma posição defensiva contra a inclinação da curva. Por outro lado, mantém-se uma posição de *UW* no TIPS, percebendo-se uma diminuição dos riscos inflacionários de longo prazo.

### **Global Investment Grade: *overweight***

Tanto o Fed quanto o Banco Central Europeu ainda não consideram a batalha contra a inflação vencida e mantêm uma postura *hawkish*, razão pela qual continuariam com o ajuste monetário durante o primeiro semestre, deixando para trás a ameaça de acabar com uma recessão mais pronunciada. Dessa forma, apesar das melhores perspectivas -inflação cedendo, mercado de trabalho perdendo força-, continua presente o risco de que o ajuste monetário leve as economias desenvolvidas à recessão. Assim, o *Investment Grade* continua a ser uma opção defensiva, atrativa em

termos de risco/retorno, com um nível de *yield* na ordem dos 5% e uma qualidade de crédito superior, o que ofereceria proteção contra um cenário recessivo. Portanto, uma exposição *OW* é assumida em *Global Investment Grade*.

### **Global High Yield: Neutro**

No mesmo contexto anterior, apesar dos sinais positivos da inflação, os riscos de recessão continuam presentes e a possibilidade de uma escalada do conflito entre a Rússia e a Ucrânia mantém-se, uma vez que as forças do exército russo estão cada vez mais pressionadas. Desta forma, o segmento *High Yield* seria mais afetado do que outras classes de ativos de maior qualidade de crédito e seria esperado uma maior ampliação dos *spreads* nestes eventos de risco, juntamente com maiores taxas de *default*. No entanto, a classe de ativos oferece retornos atraentes com um *yield* de 8,4% e empresas que estão atualmente em boa saúde corporativa, especialmente quando comparadas a eventos de recessão anteriores. Diante do exposto, uma posição neutra é tomada no *Global High Yield*.

### **Dívida Emergente: *underweight* em títulos soberanas, *overweight* em títulos corporativos e *local markets***

Com relação à dívida emergente, mantém sua posição como uma das alternativas mais atraentes dentro da renda fixa, pois oferece um nível de *yield* acima dos níveis dos países desenvolvidos, assumindo um maior risco de crédito, no entanto, permanece relativamente limitado com taxas de *default* esperadas mais baixas do que no ano passado e longos horizontes de refinanciamento. Por outro lado, o processo de reabertura da economia chinesa tem sido um impulso para os países emergentes, melhorando suas perspectivas para os próximos anos. Relativamente à dívida soberana emergente, a sua menor qualidade de crédito num contexto de cenário recessivo e a sua duração mais longa num período em que as taxas se manteriam elevadas durante algum tempo, tornam a classe de ativos menos atrativa face a outras alternativas. Nesse sentido, a dívida corporativa emergente, tanto *High Yield* quanto *Investment Grade*, é favorecida, principalmente na América Latina, uma vez que a região tem menor exposição a conflitos geopolíticos, as empresas mantêm boa saúde corporativa e baixos níveis de alavancagem, e os bancos centrais latino-americanos são mais avançado no ciclo de ajuste monetário em relação ao mundo desenvolvido. No tocante ao *local markets*, o dólar enfraqueceu nos últimos meses e deve continuar revertendo grande parte da alta acumulada no ano, enquanto a reabertura da China tem contribuído para a valorização das moedas emergentes, o que nos leva a manter uma posição favorável a elas. Em conformidade com o anterior, assume-se uma posição *UW* na dívida soberana, um *OW* é mantido tanto em dívida corporativa de *Investment Grade* quanto de *High Yield* e da mesma forma, uma exposição *OW* é mantida em *local markets*.

## Exposição a moedas – dezembro de 2022

Moedas	Bench.	Dezembro	Janeiro	OW/UW	Câmbio
USD	56,0%	46,8%	54,6%	UW	-1,3% 7,9%
EUR	7,3%	13,1%	7,5%	OW	0,3% -5,6%
GBP	1,5%	1,5%	1,5%	OW	0,1% 0,1%
JPY	2,4%	3,2%	0,9%	UW	-1,5% -2,2%
GEMs	33,0%	35,6%	35,4%	OW	2,5% -0,2%
	100,0%	100,0%	100,0%		

O resultado da alocação TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas. Este mês não são tomadas posições ativas de moeda e a exposição resultante da alocação de ativos é deixada em vigor.

## Resultados TAACo Global - dezembro de 2022

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição ao Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Selectividade
Ações	50%	50%	0%	-2,7%	-1,3%	-1,5%	0,0	-13,8
Renda Fixa	50%	50%	0%	0,9%	0,4%	0,5%	0,0	1,6
Caixa	0%	0%	0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0	
Ouro	0%	0%	0%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0	
Cobertura						0,5%	46,9	
<b>Portfólio</b>					<b>-0,89%</b>	<b>-0,54%</b>	<b>46,9</b>	<b>-12,2</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13,1%	10,5%	-2,6%	0,1%	0,01%	0,01%	-7,2	
Europe Small Cap ex UK	1,4%	0,0%	-1,4%	1,8%	0,02%	0,00%	-6,2	
UK	2,9%	2,9%	0,0%	-0,5%	-0,01%	-0,01%	0,0	
US Large Cap Growth	14,3%	15,3%	1,0%	-8,6%	-1,23%	-1,31%	-5,9	
US Large Cap Value	15,7%	17,0%	1,3%	-3,7%	-0,58%	-0,63%	-1,4	
US Small Caps	4,1%	5,1%	1,0%	-6,1%	-0,25%	-0,31%	-3,5	
Japan	4,8%	1,8%	-3,0%	0,1%	0,01%	0,00%	-8,4	
<b>Desenvolvidos</b>	<b>56,3%</b>	<b>52,6%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-2,04%</b>	<b>-2,26%</b>	<b>-32,5</b>	
LatAm	4,1%	7,3%	3,2%	-4,7%	-0,19%	-0,34%	-6,5	
LatAm Small Cap	0,7%	1,7%	1,0%	-2,0%	-0,01%	-0,03%	0,6	
China	11,8%	12,8%	1,0%	5,2%	0,61%	0,67%	7,9	
EM Asia ex China	16,5%	15,0%	-1,5%	-4,7%	-0,77%	-0,70%	3,0	
EM Asia Small Cap	4,0%	4,0%	0,0%	-1,5%	-0,06%	-0,06%	0,0	
EM Europe and Middle East	6,6%	6,6%	0,0%	-3,1%	-0,21%	-0,21%	0,0	
<b>Emergentes</b>	<b>43,7%</b>	<b>47,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-0,63%</b>	<b>-0,68%</b>	<b>5,0</b>	
<b>Equities</b>					<b>-2,66%</b>	<b>-2,94%</b>	<b>-27,5</b>	
US Govt Agencies	11,3%	11,3%	0,0%	-0,5%	-0,06%	-0,06%	0,0	
US TIPS	1,4%	0,4%	-1,0%	-1,0%	-0,01%	0,00%	1,9	
US Mortgages	7,9%	9,5%	1,6%	-0,4%	-0,03%	-0,04%	-2,1	
US Corps	7,1%	8,5%	1,4%	-0,4%	-0,03%	-0,04%	-1,9	
US High Yield	1,7%	1,7%	0,0%	-0,6%	-0,01%	-0,01%	0,0	
Europe Broad	19,7%	15,0%	-4,7%	-0,9%	-0,17%	-0,13%	8,3	
Europe High Yield	0,7%	0,7%	0,0%	2,0%	0,01%	0,01%	0,0	
Japan Broad	7,9%	4,5%	-3,4%	3,9%	0,31%	0,18%	-10,3	
<b>Dívida Desenvolvidos</b>	<b>57,7%</b>	<b>51,6%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-0,09%</b>	<b>-4,1</b>	
EM Sovereign IG	4,1%	4,1%	0,0%	0,2%	0,01%	0,01%	0,0	
EM Sovereign HY	6,0%	6,0%	0,0%	0,7%	0,04%	0,04%	0,0	
EM Corporate IG	3,6%	6,5%	2,9%	0,9%	0,03%	0,06%	0,1	
EM Corporate HY	6,4%	8,1%	1,7%	3,6%	0,23%	0,29%	4,6	
EM Local Markets	22,2%	23,7%	1,5%	2,6%	0,58%	0,62%	2,6	
<b>Dívida Emergente</b>	<b>42,3%</b>	<b>48,4%</b>	<b>6,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,89%</b>	<b>1,02%</b>	<b>7,3</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>0,89%</b>	<b>0,92%</b>	<b>3,2</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
Dados em 31 de dezembro de 2022.

Em dezembro, a carteira da TAACo Global registrou perda de 0,5%, 35 bps. no desempenho de *benchmark*. No nível da *attribution analysis* (i) a cobertura cambial gerou ganhos nas posições curtas em dólares e longas em euros e ienes (ii) a seleção de instrumentos gerou perdas principalmente em ações devido à sobre-exposição a ações americanas e latino-americanas e à subexposição a ações europeias e japonesas. Em renda fixa, a seletividade nos agregou valor na margem devido à posição curta em títulos europeus e longa em títulos de mercados emergentes.

## Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho							Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	2022	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	
TAACo	-0,5%	7,7%	-14,4%	-0,6%	1,0%	3,1%	6,4%	10,1%
Benchmark	-0,9%	8,1%	-17,1%	-1,9%	0,0%	2,2%	4,5%	9,7%
Out/Under perf. (bps)	35	-34	274	130	100	95	191	
<b>Ações</b>	<b>-2,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>-19,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,0%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,2%</b>	<b>14,8%</b>
Benchmark	-2,7%	10,5%	-19,8%	0,1%	0,9%	4,1%	3,5%	14,7%
Europe ex UK	0,1%	19,9%	-19,8%	-0,2%	0,1%	3,0%	3,0%	19,5%
Europe Small Cap ex UK	1,8%	21,5%	-27,1%	-0,1%	-0,6%	6,1%	9,3%	23,2%
UK	-0,5%	16,3%	-8,5%	-3,4%	-3,1%	-1,0%	0,1%	18,9%
US Large Cap Growth	-8,6%	-0,5%	-33,1%	6,5%	10,1%	12,9%	--	21,8%
US Large Cap Value	-3,7%	13,3%	-7,2%	3,8%	4,3%	7,6%	5,2%	17,7%
US Small Caps	-6,1%	7,6%	-18,4%	4,1%	4,6%	8,9%	10,5%	23,1%
Japan	0,1%	13,0%	-18,5%	-3,0%	-1,8%	3,6%	1,5%	15,6%
<b>Desenvolvidos</b>	<b>-4,2%</b>	<b>9,8%</b>	<b>-18,1%</b>	<b>4,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>18,1%</b>
LatAm	-4,7%	3,6%	-0,1%	-10,0%	-5,5%	-5,6%	5,3%	30,7%
LatAm Small Cap	-2,0%	2,8%	-5,9%	-12,5%	-5,6%	-7,5%	7,8%	33,2%
China	5,2%	13,5%	-21,9%	-7,5%	-4,5%	2,4%	10,6%	26,1%
EM Asia ex China	-4,7%	9,0%	-20,6%	4,1%	2,7%	4,8%	--	20,0%
EM Asia Small Cap	-1,5%	7,6%	-23,6%	5,6%	-0,4%	2,6%	9,0%	20,5%
EM Europe and Middle East	-3,1%	5,5%	-30,4%	-10,5%	-8,3%	-6,0%	2,9%	20,9%
<b>Emergentes</b>	<b>-1,4%</b>	<b>9,7%</b>	<b>-20,1%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>18,8%</b>
<b>Renda fixa</b>	<b>0,9%</b>	<b>5,2%</b>	<b>-13,9%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>0,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,1%</b>
Benchmark	0,9%	5,5%	-14,6%	-4,3%	-1,3%	0,0%	4,6%	6,1%
US Govt Agencies	-0,5%	0,7%	-12,5%	-2,6%	-0,1%	0,6%	4,4%	5,1%
US TIPS	-1,0%	2,0%	-11,8%	1,2%	2,1%	1,1%	6,0%	5,8%
US Mortgages	-0,4%	2,1%	-11,8%	-3,2%	-0,5%	0,7%	4,5%	4,8%
US Corps	-0,4%	3,6%	-15,8%	-2,9%	0,5%	2,0%	6,2%	7,9%
US High Yield	-0,6%	4,2%	-11,2%	0,0%	2,3%	4,0%	9,1%	9,1%
Europe Broad	-0,9%	7,9%	-22,0%	-7,2%	-4,5%	-1,5%	5,4%	9,3%
Europe High Yield	2,0%	14,3%	-16,3%	-3,5%	-1,9%	1,3%	9,7%	12,9%
Japan Broad	3,9%	8,3%	-16,9%	-8,1%	-3,7%	-3,4%	0,6%	8,9%
<b>Dívida Desenvolvidos [1]</b>	<b>-0,2%</b>	<b>4,3%</b>	<b>-15,6%</b>	<b>-3,8%</b>				
EM Sovereign IG	0,2%	4,9%	-18,4%	-4,5%	-0,2%	1,3%	7,8%	9,1%
EM Sovereign HY	0,7%	11,3%	-13,5%	-4,8%	-2,4%	1,0%	9,6%	14,5%
EM Corporate IG	0,9%	2,8%	-14,0%	-2,6%	0,6%	1,9%	--	6,1%
EM Corporate HY	3,6%	8,2%	-13,3%	-3,1%	0,4%	3,1%	--	10,6%
EM Local Markets	2,6%	5,0%	-8,7%	-3,8%	-0,9%	-1,2%	--	11,0%
<b>Dívida Desenvolvidos [1]</b>	<b>2,1%</b>	<b>6,1%</b>	<b>-12,1%</b>	<b>-3,8%</b>				
<b>Caixa</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,3%</b>
<b>Ouro</b>	<b>3,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>0,4%</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,5%</b>

\*Atualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboração própria

## Valorizações

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2022e	2023e		2022e
<b>DM</b>	<b>15.4x</b>	<b>14.9x</b>	<b>2,0%</b>	<b>2.7x</b>	<b>2.2x</b>	<b>12%</b>	<b>5%</b>	<b>17%</b>	<b>1,3</b>
US	17.3x	16.1x	2,0%	3.9x	2.9x	15%	7%	26%	1,2
Europe	12.2x	13.0x	4,0%	1.9x	1.7x	14%	1%	13%	0,9
Japan	12.8x	14.6x	3,0%	1.3x	1.3x	-3%	2%	9%	-4,3
<b>EM</b>	<b>11.3x</b>	<b>11.4x</b>	<b>3,0%</b>	<b>1.6x</b>	<b>1.7x</b>	<b>-8%</b>	<b>1%</b>	<b>12%</b>	<b>-1,4</b>
EM Asia	12.2x	12.1x	3,0%	1.6x	1.8x	-9%	3%	11%	-1,4
CEEMEA	10.0x	9.2x	4,0%	1.7x	1.5x	-34%	2%	24%	-0,3
LatAm	7.6x	11.8x	7,0%	1.6x	1.9x	11%	-8%	20%	0,7
China	10.6x	11.4x	3,0%	1.4x	1.9x	0%	13%	11%	-
S.Korea	10.5x	9.7x	3,0%	0.9x	1.2x	-14%	-14%	8%	-0,8
Taiwan	11.8x	14.4x	4,0%	2.1x	1.9x	-6%	-13%	19%	-2,0
India	21.1x	17.0x	2,0%	3.6x	3.1x	-1%	22%	14%	-21,1
Indonesia	13.7x	14.1x	5,0%	2.5x	3.2x	18%	4%	18%	0,8
Malaysia	13.2x	14.8x	4,0%	1.5x	1.9x	-2%	14%	11%	-6,6
Thailand	17.6x	13.5x	3,0%	2.0x	2.0x	2%	8%	10%	8,8
Philippines	14.7x	16.2x	2,0%	1.8x	2.5x	15%	18%	10%	1,0
S.Africa	8.8x	12.2x	5,0%	1.7x	2.3x	-2%	14%	19%	-4,4
Turkey	5.7x	8.0x	6,0%	1.7x	1.4x	209%	-20%	30%	0,0
Poland	8.2x	11.4x	4,0%	1.0x	1.3x	18%	-25%	11%	0,5
Czech R.	7.9x	12.2x	10,0%	2.1x	1.7x	180%	-41%	15%	0,0
Saudi	14.1x	14.4x	4,0%	2.2x	2.1x	20%	11%	30%	0,7
UAE	11.8x	11.6x	5,0%	1.8x	1.4x	4%	6%	14%	3,0
Brazil	6.4x	10.6x	7,0%	1.5x	1.8x	4%	-12%	24%	1,6
Mexico	12.1x	15.0x	4,0%	1.9x	2.5x	22%	8%	19%	0,6
Chile	7.7x	15.1x	9,0%	1.3x	1.9x	64%	-6%	15%	0,1
Colombia	6.0x	13.0x	9,0%	1.1x	1.5x	14%	2%	16%	0,4
Peru	10.5x	12.5x	4,0%	1.7x	2.8x	31%	0%	16%	0,3

Fonte: Bloomberg, MSCI e J.P. Morgan. Dados de 21 de dezembro de 2022

\* PEG: PE ratio/Earnings Growth

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, aporte ou retirada de qualquer tipo de valores mobiliários, mas são publicadas apenas para fins informativos para nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram elaboradas por nossa equipe de trabalho, apoiadas nas melhores ferramentas disponíveis, porém, isso não garante que sejam cumpridas. A informação contida neste relatório não corresponde a objetivos específicos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer destinatário dele. Antes de realizar qualquer transação com valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre as condições da operação, bem como sobre os direitos, riscos e responsabilidades nela implícitos, para os quais as empresas do Compass Group e/ou pessoas relacionadas ("Compass Group"), não assume qualquer responsabilidade, direta ou indireta, derivada do uso das opiniões contidas neste relatório. Qualquer opinião expressa neste material está sujeita a alterações sem aviso prévio por parte do Compass Group, que não assume a obrigação de atualizar as informações nele contidas. O Compass Group, suas pessoas relacionadas, executivos ou outros funcionários, podem fazer comentários de mercado, orais ou escritos, ou transações que reflitam uma opinião diferente daquelas expressas neste relatório.