

Dezembro de 2022

| TAACo Global | Desempenho | | | | | | | | Volatilidade 5 anos * |
|----------------------------|------------|---------|--------|--------|---------|---------|----------|----------------------|--------------------------|
| | Nov | 3 meses | YTD | 1 ano | 3 anos* | 5 anos* | 10 anos* | Desde início * ** | |
| TAACo | 7,1% | 0,7% | -13,9% | -12,1% | 0,7% | 1,4% | 3,4% | 6,5% | 10,1% |
| Benchmark | 7,8% | 0,9% | -16,4% | -14,9% | -0,6% | 0,5% | 2,4% | 4,6% | 9,8% |
| Out/Underperformance (bps) | -65 | -13 | 247 | 287 | 129 | 95 | 94 | 189 | |
| Ações | 9,3% | 2,1% | -17,0% | -14,2% | 2,9% | 2,0% | 4,9% | 4,4% | 14,8% |
| Benchmark | 10,1% | 2,0% | -17,6% | -14,9% | 2,6% | 1,9% | 4,7% | 3,7% | 14,7% |
| Renda fixa | 5,3% | -0,7% | -14,7% | -14,3% | -3,5% | -0,9% | 0,4% | 5,5% | 6,1% |
| Benchmark | 5,5% | -0,5% | -15,4% | -15,2% | -4,1% | -1,4% | -0,1% | 4,6% | 6,1% |
| Caixa | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Ouro | 7,0% | 2,2% | -2,9% | -2,8% | 6,3% | 6,5% | 0,2% | 12,6% | 13,4% |

Resultados em 30 de novembro de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

| | |
|---------------------------|----|
| Outlook 2023 | 1 |
| Alocação de ativos | 5 |
| Ativos alternativos | 15 |
| Resultados | 17 |
| Desempenho | 18 |
| Valorizações | 19 |

OUTLOOK 2023: Mudança de paradigma ¹

Em nosso documento de um ano atrás sobre as perspectivas para 2022, o que o cenário base considerou e realmente ocorreu foi a desaceleração econômica global, maior volatilidade nos mercados financeiros, a transição do Covid-19 de pandemia para endêmica e, como contexto, o quarta revolução industrial com as novas megatendências em andamento. Em relação à inflação, porém, ocorreu um dos riscos que citamos: inflação acima do esperado, o que geraria aumentos mais rápidos e maiores nas taxas de juros. Os aumentos de preços vieram acima do estimado e demoraram mais para diminuir, algo que só está acontecendo no final deste ano. Embora a inesperada guerra entre a Rússia e a Ucrânia tenha exacerbado as pressões inflacionárias globais, elas foram menos transitórias além dos efeitos do referido conflito.

As quedas nos preços dos ativos globais estão entre as maiores em um ano na história dos mercados financeiros. Em apenas três ocasiões anteriores o S&P 500 e o US Treasuries caíram no mesmo ano (1931, 1941 e 1969) e esta é a única vez na história que ambos caíram em dois dígitos (o S&P -17,3% e o Treasury de 10 anos obrigações -14,8%, em meados de dezembro).

E o exposto serve como uma introdução para apontar, primeiro, que vivemos tempos de mudanças estruturais importantes e depois que vivemos uma fase de transição em que se verificam mudanças de paradigmas nos mercados globais. Embora o termo “mudança de paradigma” tenha sido cunhado pelo físico Thomas Kuhn especificamente para a ciência, ele passou a ser usado em vários campos para descrever mudanças drásticas no comportamento ou na maneira como as coisas funcionam.

No comitê de dezembro, nosso objetivo foi identificar as principais questões que determinarão as tendências da economia e dos mercados globais em 2023 e suas implicações na alocação de ativos e nas decisões de investimento em geral.

I. Os dois Pivots²

O *pivots* mais comentado nos mercados atualmente refere-se a quando o *Federal Reserve Bank* dos Estados Unidos (Fed) encerrará o ciclo monetário contrativo iniciado em março deste ano para combater a inflação, inicialmente vista como um fenômeno transitório.

Inflação mais alta e prolongada com os consequentes aumentos de juros foi a tônica de 2022

O mesmo ocorreu com quedas simultâneas sem precedentes nos preços das ações e títulos

Estamos vendo mudanças de paradigma em várias áreas a nível mundial; a economia e os mercados não são exceção

Identificamos três grandes questões que serão decisivas para a tendência do mercado em 2023

¹ *Paradigm shift* em inglês, é um conceito cunhado pelo físico Thomas Kuhn para profundas mudanças fundamentais na ciência que ao longo do tempo foi se adaptando a vários campos e disciplinas.

² Pivot em inglês significa mudar de ideia, argumentos e decisões (dicionário de Cambridge)



A demora em agir levou a fortes aumentos na taxa de referência ou *Fed Funds Rate* e nas taxas de mercado, o que gerou volatilidade e quedas sem precedentes nos valores dos títulos. A *Fed Funds Rate* passou de 0,25% no início do ano para 4,5% atualmente e deve chegar a 5% em março próximo, patamar que seria o máximo para este ciclo. Isso enquanto a trajetória de queda da inflação continuar: passou de 9,1% anualizados em junho para 7,1% em novembro. É de esperar que a Fed mantenha a taxa de referência em 5% antes de iniciar um ciclo monetário expansivo até que haja sinais claros de derrota da inflação, o que seria em meados do próximo ano.

Historicamente, em ciclos inflacionários passados (para análise foram utilizados os últimos 9 pivots ou mudanças no ciclo monetário), as taxas de juros de mercado começam a cair entre um e três meses antes do pivots. A bolsa (foi tomado o S&P500) começa a subir gradativamente até seis meses antes do pivots e em certas ocasiões ocorre uma queda imediatamente após o pivots por três meses, após o que retoma uma tendência de alta mais determinada (*bull market*).

O outro *pivots* esperado é da China, a outra potência mundial, onde começam a se vislumbrar ares de flexibilidade na gestão política com implicações tanto para a economia local quanto para a global. A China precisa sustentar o crescimento que vem desacelerando nos últimos dois anos e por motivos que vão além da pandemia. Desbloquear a economia é condição para que Xi Jinping e o partido se mantenham no poder de forma relativamente pacífica. Além disso, protestos recentes sobre o fechamento de fábricas por confinamento ou outros motivos estão fazendo o governo ver que uma vez abertas e tendo feito a transição para uma economia mais livre, apesar dos limites, não há como voltar atrás (se deseja que a economia sobreviva).

A política de zero COVID, apesar dos anúncios até muito recentemente, está sendo revertida, com várias medidas. Os números da desaceleração do comércio exterior e da atividade têm sido lapidares, o que teria levado as autoridades a afirmarem nos primeiros dias de dezembro que as políticas monetária e fiscal manterão uma postura expansiva para apoiar a atividade econômica e no que diz respeito ao crescimento, meta taxas serão fixadas e todos os esforços serão feitos para alcançá-las. A meta de crescimento para 2023 seria fixada em 5%.

II. Desglobalização ou regionalismo

A pandemia surgiu numa altura em que já tinha começado o conflito pelo poder global entre a China e os Estados Unidos, primeiro assumindo a forma de uma guerra comercial, mas que teria chegado para ficar com uma nova guerra fria. O Covid-19, como em várias áreas, foi um catalisador da tendência para uma menor interdependência internacional entre os países e para a geração de áreas geográficas de poder para cada uma das duas potências. E, embora tentando manter os países "amigos" próximos, também mantenha os enclaves aliados próximos ao "inimigo". A economia é a protagonista da guerra fria e o setor empresarial uma das armas mais valiosas. Assim, vemos empresas norte-americanas retirando suas instalações da China, seja aproximando-as do México (principalmente na manufatura) e/ou deslocando plataformas de serviços para a Índia.

A outra guerra, não fria, é a da Ucrânia, que começou em fevereiro deste ano depois que a Rússia invadiu aquele país. As consequências para os preços da energia e de outras matérias-primas exacerbaram a inflação e geraram novas rupturas nas cadeias produtivas. O resto da Europa entrou em estado de alerta, além de ser a região mais afetada pelas consequências materiais da crise energética, que mudou estruturalmente sua posição perante o mundo ao ver pela primeira

I. Os dois pivots ou pontos de inflexão, um nos EUA e outro na China

O pivot nos EUA refere-se à mudança da política monetária do Fed do atual ciclo contracionista para um expansivo

O pivot na China se refere à flexibilização da política de saúde e a um pragmatismo ao qual o governo tenderia

II. Desglobalização ou regionalismo

A rivalidade entre a China e os EUA, a pandemia, a guerra na Ucrânia e outros acontecimentos dos últimos anos num contexto de megatendências que estão mudando a forma como o mundo funciona tem levado a uma tendência para uma menor interdependência entre os países

vez desde a Segunda Guerra Mundial a probabilidade de conflito armado. Nesse sentido, além do que tem implicado a mudança de sua fonte de abastecimento de energia, estruturalmente gera novos itens de gastos fiscais, tanto para acelerar a transição energética quanto nos gastos com defesa.

E é assim que eventos inesperados como a pandemia, as tensões que imperam no mundo, que assumem diferentes formas e que prevalecem como riscos (China-Taiwan, um deles), entre outros, estão levando à tendência crescente de reduzir tanto possível interdependência entre os países. Acima de tudo, com aqueles que, de ambos os lados, são percebidos como não "confiáveis".

III. A transição energética

Estamos passando pela terceira transição energética da história, cujo ponto de partida foi o cuidado ambiental e seu grande catalisador a guerra na Ucrânia. As maiores economias do mundo não possuem os recursos naturais que até agora lhes permitam ser autossuficientes em energia..

Os combustíveis fósseis (petróleo e derivados) iniciaram uma rápida incursão a partir do final do século XIX (o carvão era predominante desde meados do século XIX) e têm sido a principal fonte de energia global desde meados do século XX. Estima-se que as fontes renováveis de energia só se igualariam a partir do ano 2060; no entanto, a ênfase está sendo colocada em políticas públicas em todo o mundo para acelerar esse processo. Isso inclui a Lei de Redução da Inflação nos Estados Unidos, o *Fit for 55 package* na Europa, o plano GX no Japão, as novas metas de energia limpa da China e a “revolução solar” da Índia. O investimento neste tipo de energia duplicaria até 2030.

As implicações para o investimento

Vivemos uma mudança radical após quase quinze anos de flexibilização quantitativa em direção a taxas reais positivas, com guerras de diversos estilos e riscos geopolíticos, que deixam os mercados confusos sobre para onde ir.

Conforme argumentamos no mês passado, em nossa opinião, esperamos recessões rasas em geral, com alguns trimestres de contração econômica. O mínimo de atividade seria tocado durante 2023, com diferenças entre regiões e países. A inflação dá sinais incipientes de afrouxamento nos Estados Unidos e deve continuar assim: fatores de demanda como emprego onde há aumento da oferta, aumentos nos custos de energia e alimentação funcionam como um imposto para os consumidores e os preços nas residências já estão começando a cair. O impacto do exposto acima depende de quão profunda será a recessão.

Os lucros do setor corporativo serão afetados pela desaceleração/recessão; No entanto, este ciclo recessivo encontra famílias e empresas com uma saúde financeira historicamente “adequada” que permitirá um avanço após um “aperto dos cintos”. Especialmente quando se trata de empresas, os setores que tendem a ser mais vulneráveis em recessões, financeiro e energético, encontram-se em situações relativamente robustas. No que se refere ao doméstico e pessoal, também partimos de períodos de elevada valorização do patrimônio e dos salários com finanças familiares saudáveis.

III. A transição energética para as energias renováveis

Espera-se uma recessão superficial com efeitos divergentes entre os países em diferentes estágios do ciclo de negócios

Este ciclo recessivo ocorreu em um momento em que as finanças das empresas e das famílias estão bem



Os problemas no setor corporativo puderam ser vistos naquelas empresas onde os modelos são descaçados financeiramente: alta alavancagem, financiamento de dívida de longo prazo com dívida de curto prazo, entre outros. Isso porque os aumentos nas taxas de juros irão afetá-los negativamente diretamente.

Espera-se que a inflação continue a diminuir

Conforme indicado pelas expectativas mencionadas no início deste documento, a *Fed Funds Rate* atingiria 5% e se manteria no segundo semestre de 2023. Tudo isso dependendo da velocidade de desaceleração da inflação. No entanto, a convergência para a meta de inflação de 2% do Fed provavelmente levará mais de um ano.

E a China optaria pelo pragmatismo

O risco da China é latente e vulnerável a erros de política, mas as probabilidades apontariam para o pragmatismo necessário para manter a estabilidade econômica e social. Em certo sentido, o 20º Congresso do Partido Comunista marcou uma virada: as autoridades do país já sabem o que esperar para os próximos cinco anos e começam a executar. Depois disso, Xi Jinping abordou Biden na reunião do G20 e percebeu-se a flexibilização da política econômica e de saúde. Todos os sinais de pragmatismo, que é uma parte essencial de sua cultura.

A guerra fria veio para ficar, é verdade, mas também há um aspecto prático apesar da desglobalização: os Estados Unidos e a China precisam um do outro, então a frieza e o pragmatismo devem prevalecer apesar das declarações, provocações e ataques verbais. Se a intenção da China de anexar Taiwan for revivida, mais cedo ou mais tarde isso pode levar a uma grande crise, e prever o resultado seria ficção científica.

O dólar teria encerrado sua rápida tendência de valorização

A Rússia supostamente isolada, ainda assim, não tem problemas para exportar energia e a Europa tem sido obrigada a buscar outras fontes para seu abastecimento, o que levará tempo para se firmar, embora neste inverno a situação esteja resolvida. Como já se verifica há alguns meses, e apesar da tragédia humana, a guerra na Ucrânia perde impacto material para a economia global, que mais cedo ou mais tarde se ajusta às novas condições.

Depois de mais de um ano e meio de fortalecimento do dólar, essa tendência vem retrocedendo, o que está em acordo com a inflação em baixa e os juros que estariam em torno das máximas para este ciclo.

Para encerrar o ano, a carteira da TAACO está posicionada neutra em renda fixa e renda variável e sem exposição ao caixa.

Para encerrar o ano, a carteira está posicionada em 50% ações e 50% renda fixa. Em ambas as classes de ativos existem fatores, ou subclasses de ativos ou regiões e países com potencial de valorização. Em ações, os níveis de avaliação são divergentes, mas algumas ações nos Estados Unidos e mercados emergentes (taticamente na China) são favorecidas, estilo *value* de alta qualidade e *small caps*, estas últimas se beneficiando da regionalização. Na renda fixa, os níveis das taxas correntes são uma fonte atraente de renda corrente e, eventualmente, ganhos de capital quando as taxas começam a cair.

Os riscos para o nosso cenário se resumem em uma recessão mais profunda do que o esperado, que pode ser causada por algum evento exógeno ou que a inflação não diminua e continue subindo, o que levaria a danos maiores e mais duradouros à economia.

Alocação de ativos - dezembro de 2022

| TAACo Global | Bench. | Novembro | Dezembro | OW / UW | Câmbio | |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------|--------------|----------------|
| Ações | 50% | 48% | 50% | N | 2,0% | + |
| Renda Fixa | 50% | 50% | 50% | N | | |
| Caixa | | 2% | | N | -2,0% | - |
| Ouro | | | | N | | |
| Total Carteira | | | | | | |
| Europe ex UK | 13,1% | 10,5% | 10,5% | UW | -2,6% | |
| Europe Small Cap ex UK | 1,4% | | | UW | -1,4% | |
| UK | 2,9% | 2,9% | 2,9% | N | | |
| US Large Cap Growth | 14,3% | 16,3% | 15,3% | OW | 1,0% | -1,0% - |
| US Large Cap Value | 15,7% | 18,5% | 17,0% | OW | 1,3% | -1,5% - |
| US Small Caps | 4,1% | 5,1% | 5,1% | OW | 1,0% | |
| Japan | 4,8% | 1,8% | 1,8% | UW | -3,0% | |
| Mercados desenvolvidos | 56,3% | 55,1% | 52,6% | UW | -3,7% | -2,5% - |
| LatAm | 4,1% | 7,3% | 7,3% | OW | 3,2% | |
| LatAm Small Cap | 0,7% | 0,7% | 1,7% | OW | 1,0% | 1,0% + |
| China | 11,8% | 11,8% | 12,8% | OW | 1,0% | 1,0% + |
| EM Asia ex China | 16,5% | 14,5% | 15,0% | UW | -1,5% | 0,5% + |
| EM Asia Small Cap | 4,0% | 4,0% | 4,0% | N | | |
| EM Europe and Middle East | 6,6% | 6,6% | 6,6% | N | | |
| Mercados emergentes | 43,7% | 44,9% | 47,4% | OW | 3,7% | 2,5% + |
| Total Ações | 100,0% | 100,0% | 100,0% | | | |
| US Govt Agencies | 11,3% | 11,3% | 11,3% | N | | |
| US TIPS | 1,4% | 1,5% | 0,4% | UW | -1,0% | -1,1% - |
| US Mortgages | 7,9% | 9,5% | 9,5% | OW | 1,6% | |
| US Corps | 7,1% | 10,5% | 8,5% | OW | 1,4% | -2,0% - |
| US High Yield | 1,7% | 1,7% | 1,7% | N | | |
| Europe Broad | 19,7% | 13,0% | 15,0% | UW | -4,7% | 2,0% + |
| Europe High Yield | 0,7% | 0,7% | 0,7% | N | | |
| Japan Broad | 7,9% | 3,4% | 4,5% | UW | -3,4% | 1,1% + |
| Dívida desenvolvidos | 57,7% | 51,6% | 51,6% | UW | -6,1% | |
| EM Sovereign IG | 4,1% | 4,1% | 4,1% | N | | |
| EM Sovereign HY | 6,0% | 6,0% | 6,0% | N | | |
| EM Corporate IG | 3,6% | 6,5% | 6,5% | OW | 2,9% | |
| EM Corporate HY | 6,4% | 9,6% | 8,1% | OW | 1,7% | -1,5% - |
| EM Local Markets | 22,2% | 22,2% | 23,7% | OW | 1,5% | 1,5% + |
| Dívida emergente | 42,3% | 48,4% | 48,4% | OW | 6,1% | |
| Total Renda Fixa | 100,0% | 100,0% | 100,0% | | | |

As ações são neutralizadas eliminando a caixa e o neutro em títulos é mantido

Se mantém o UW na Europa

US: Reduz o OW em Large Cap Growth e Value, e se mantém em Small Caps

Se mantém o UW no Japão

Aumenta o OW Latam com Small Caps

China é aumentada para neutro

UW diminui na Ásia EM ex China

Neutral em EMEA

Neutro Treasuries

TIPS é trazido para UW

OW US IG é reduzido e mantém neutro em HY

UW é reduzido em títulos europeus e japoneses

O OW emergente é mantido

OW no IG corporativo

OW em HY corporativo é reduzido para financiar OW em Local Markets

Neste mês, as ações são movidas para neutro ao custo de deixar a carteira sem exposição de caixa, e os títulos permanecem neutros.

Na carteira de ações, são favorecidas ações de alta qualidade, valorizações atrativas e mercados atrasados, com sobreponderação nos Estados Unidos e América Latina, e taticamente na China. As alocações de renda fixa estão sobreponderadas em títulos corporativos dos EUA e emergentes, tanto *Investment Grade* quanto produtos de *spread*, aumentando a exposição a títulos que se beneficiam de um dólar mais fraco.

Renda variável

Europa ex UK: *underweight* é mantido em *Large Cap* e *Small Cap*

A região é a mais afetada pela crise energética, mas tem conseguido reduzir o consumo de tal forma que tem capacidade armazenada para cobrir um inverno que não será tão frio segundo as previsões. As autoridades estão promovendo uma série de planos fiscais e alianças empresariais para acelerar a independência energética e sua transição para uma matriz mais diversificada e ambientalmente correta.

Por seu lado, a guerra no continente e as pressões inflacionárias levaram a região a uma contração da atividade cada vez mais acentuada. O consenso dos analistas da Bloomberg estima em 65% a probabilidade de a região entrar em recessão nos próximos meses, enquanto o principal indicador composto do PMI está em 48,8 pontos, abaixo dos 50 que indicam expansão econômica nos próximos 6 a 12 meses. As vendas no varejo se contraem e a produção industrial também decepciona.

O Banco Central Europeu continuará com a política monetária contracionista enquanto não houver sinais claros de convergência da inflação para a meta, que parece ter atingido seu pico em outubro. A autoridade monetária já levantou 250 bps. as taxas de referência este ano até 2,00% e espera-se que possa subir mais 150 bps. durante 2023. O ajuste monetário tardio fará com que as taxas permaneçam altas e subam por mais tempo do que em outros países.

Continuamos cautelosos nas ações europeias, pois a crise energética e a guerra terão consequências não só cíclicas, como a que estamos a assistir, mas também estruturais. As tensões e a geopolítica implicarão maiores gastos fiscais em defesa e proteção geográfica e digital/informática.

Embora o setor empresarial parta de balanços saudáveis e tenha se mostrado resiliente este ano, será afetado no ano que vem. Estima-se que os lucros cresçam 2,3% em 2023, valor que vem sendo corrigido para baixo nos últimos meses. Por seu lado, embora as ações europeias pareçam baratas em comparação com as norte-americanas, os fundamentos europeus são mais fracos e resta saber como a economia e o setor empresarial se adaptam às mudanças mencionadas. É por isso que **se mantém a *underweight* em ações europeias.**

Reino Unido: alocação permanece neutra

Rishi Sunak reverte os planos de sua antecessora, Liz Truss, comprometendo-se com a responsabilidade fiscal ao anunciar cortes de gastos e aumento de impostos. No entanto, não conseguiu chegar a um acordo com os sindicatos, desencadeando uma série de greves que ameaçam o crescimento do país às vésperas das festas de final de ano.

A recessão ameaça o país e o principal indicador da manufatura ficou em 44,7 pontos em dezembro, o menor nível desde maio de 2020. As perspectivas pioram e o consumo enfraquece. No próximo ano o PIB contrairia 1,5% e mais 1% em 2024.

Por sua vez, a inflação parece ter atingido o pico em outubro e diminuído em novembro, mas com um recorde 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 4,75% no próximo ano. O processo de ajuste monetário continuou pressionando as taxas de juros para cima no último mês, que continuarão subindo até que os preços se estabilizem.

O setor empresarial, que este ano tem mostrado força, sofrerá o menor crescimento econômico em 2023. Estima-se que os lucros diminuam em torno de 3%. De sua parte, as ações britânicas parecem baratas em relação aos seus pares da Europa continental, sendo negociadas com um desconto de 17% em relação à relação preço/lucro projetada. No entanto, uma inflação elevada, um ajustamento monetário que afetará a atividade, a instabilidade devido à crise energética e a instabilidade política remanescente levam-nos a manter uma posição neutra neste mercado acionário até vermos sinais de maior estabilidade.

Estados Unidos: Se diminui a superexposição às ações dos EUA *Large Cap Value y Growth*, mantendo o *OW* em *Small Caps*

A incerteza política diminui com as eleições de *mid term* que deixaram o Congresso dividido: os democratas mantêm a maioria no Senado e os republicanos ganham o controle da Câmara dos Representantes. Tal composição implicaria maior controle dos gastos fiscais para o restante do governo Biden, o que seria positivo para conter a inflação.

Por sua vez, o consumo segue forte, enquanto o mercado de trabalho dá sinais mistos de ser afetado pelo ajuste monetário, e a inflação surpreende, caindo mais que o esperado pelo segundo mês consecutivo. A inflação *headline* -ou total- continua em queda e cai pelo quinto mês consecutivo, enquanto o núcleo da inflação começa a diminuir e cai para 6,0% ano a ano. A inflação implícita nas curvas de juros caiu durante novembro e está próxima de convergir para 2% (os *breakevens* de 5 e 10 anos estão em 2,23% e 2,16%, respectivamente), dando sinais de que a inflação está diminuindo, mas que ainda estar muito longe de sua meta de 2%, então o ajuste do Fed continuará.

Nesse contexto inflacionário, na reunião de política monetária de dezembro, o comitê decidiu elevar 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. No entanto, apesar da desaceleração nas altas de juros, o presidente do Fed, Jerome Powell, retoma a postura *hawkish* das reuniões anteriores e reafirma o compromisso de continuar elevando os juros até que a política monetária dê sinais de ser forte o suficiente para alcançar o objetivo de 2%. Para atingir esse objetivo, o comitê ajusta para cima sua expectativa de taxa de juros até o final de 2023, atingindo o patamar de 5,1%, estimando que o mais provável é que não tenhamos quedas na taxa referencial ao longo do próximo ano. Por outro lado, espera-se também que a magnitude dos aumentos continue a diminuir nas próximas reuniões, com uma subida de 25 bps a ser internalizada ao nível do mercado. em fevereiro e março. Com isso, o mercado esperaria que a *Fed Funds Rate* (FFR) chegasse a 5% no primeiro trimestre do próximo ano, tendo atingido seu *peak*.

Durante o mês de novembro, a curva de juros dos títulos do Tesouro teve um *bull flattening* -quedas maiores em prazos mais longos- impulsionando o retorno dos ativos de renda fixa, reduzindo a volatilidade da curva e aprofundando a inversão da curva no período de 2 a 10 anos, refletindo o crescente temor do mercado de que o ajuste monetário provoque uma recessão. No entanto, após a mensagem *hawkish* do Fed na reunião de dezembro, as taxas foram reajustadas para cima, a volatilidade aumentou e a inversão da curva caiu.

A alta das taxas está impactando diretamente no desempenho das ações, com quedas próximas a 8% no mês para a Nasdaq (base 20 de dezembro), revertendo os ganhos observados em novembro. As ações *growth* neste mês veem seu posicionamento reduzido por estarem mais vulneráveis a mudanças nas taxas de juros e com maior exposição a setores como tecnologia da informação e consumo discricionário. O cenário econômico continua desafiador e a probabilidade de recessão não para de aumentar, razão pela qual se optou por privilegiar ações de qualidade - *Quality factor* - aquelas que se caracterizam por fundamentos positivos: baixo endividamento, alto ROE e crescimento estável do lucro, oferecendo uma relação risco/retorno atrativa e exposição ao segmento “tradicional” do setor de tecnologia.

Por seu lado, as valorizações estão alinhadas com as médias históricas, com o S&P 500 sendo negociado com um prêmio em relação às ações globais em termos de preço/lucro de doze meses (*P/L fwd.*). Deve-se notar que as *Small Caps* negociam em torno de um desvio padrão abaixo de sua média e se beneficiarão de custos de financiamento mais baixos quando o aumento das taxas de juros atingir o pico. Os lucros cresceriam cerca de 5% em 2023, desacelerando em relação aos 15% estimados para este ano.

Após a significativa valorização das ações em novembro, decidiu-se realizar lucros em ações norte-americanas, mas mantendo a sobreponderação. É preferível manter ações de maior qualidade e aquelas que ainda apresentam defasagem de longo prazo e valorizações atraentes, como *Value* e *Smalls Caps*. As ações *Growth* podem se beneficiar de um ambiente de recessão em que as taxas de juros se estabilizam e começam a cair.

Japão: Se mantém o *underweight* em ações japonesas

A alta das taxas globais passou a pressionar a atividade econômica, deteriorando as perspectivas e levando o Japão a enfrentar uma demanda externa fraca, o que impacta especialmente suas projeções devido ao seu viés exportador.

Em outubro, tanto as vendas no varejo quanto a produção industrial desaceleraram em relação ao mês anterior, expandindo 4,3% e 3,0% na comparação anual, respectivamente, enquanto o setor industrial continuou contraindo em relação ao mês anterior, caindo 3,2%. O PMI 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 procura.

Na reunião de dezembro, o Banco Central decidiu manter a taxa referencial em -0,1%, em acordo com o esperado pelo mercado. No entanto, ele surpreendeu ao ampliar os limites de seu programa de controle da curva de juros soberana, o primeiro movimento para restringir a política monetária desde os anos 1990. Isso permitirá que a taxa de juros de 10 anos suba de 0,25% para 0,50%, o que pode levar a aumentos na curva de juros, pressão sobre os preços das ações e fortalecimento do iene à medida que o diferencial de taxas diminui com os EUA

A inflação acelerou ligeiramente, atingindo 3,7% ao ano em outubro, o maior recorde observado desde 2014. No entanto, o recorde subjacente foi de 2,5% em doze meses, com meta de inflação de 2%. À frente, as projeções de inflação mostram tendência de aceleração, o que levou a autoridade monetária japonesa a mudar o foco de sua política monetária e, juntamente com a menor valorização do dólar, poderiam aliviar as pressões sobre o iene.

As valorizações (P/L *fwd.*) estão sendo negociadas com desconto, mas menos de um desvio padrão abaixo da média de 5 anos, fazendo com que pareçam menos atraentes do que seus pares desenvolvidos. Por seu lado, os lucros teriam apresentado uma queda de ~5% em 2022, apontando para um crescimento limitado no próximo ano e com saídas líquidas de fluxos de investimento para fundos e ETFs no último mês.

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 alta exposição do índice a setores menos defensivos em recessões, como consumo discricionário e industrial, nos leva a manter a subexposição às ações japonesas para favorecer regiões e/ou países onde a perspectiva é mais positiva e tem maior potencial de valorização.

Ações de mercados emergentes: China se move para *OW*, superexposição na LatAm aumenta, diminui o *UW* na Ásia EM ex China e EMEA se mantém neutra

Em novembro, destacou-se o desempenho dos mercados emergentes asiáticos, impulsionados pelos sinais de flexibilização da política de saúde da China. Na América Latina, o cenário continua favorável e com valorizações baratas, o que nos leva a **aumentar o *OW* na América Latina através de *small caps***. Do lado chinês, **optou-se por realizar uma superexposição tática**, em acordo com o ímpeto que se tem observado nos mercados devido ao flexibilização gradual da rígida política de saúde. Relativamente **aos EM da Ásia ex China**, o gap começa a diminuir e o ***UW* diminui ligeiramente**, em acordo com as perspectivas que começariam a melhorar no segundo semestre do próximo ano. Do lado da **EMEA, o neutro é mantido**, favorecendo os países exportadores de *commodities*, que por sua vez têm uma posição fiscal mais confortável e valorizações que parecem baratas.

América Latina: Aumenta-se o *overweight*

Diante do desafiador contexto global, a América Latina estaria bem posicionada em suas perspectivas para 2023. A gestão responsável da política monetária contra a inflação leva ao início de um ciclo de cortes nas taxas de juros ao longo do próximo ano, enquanto o preço das matérias-primas se mantém seu apoio estrutural e seria impulsionado pela reativação da China –especialmente metais industriais e combustíveis-. Por sua vez, a localização geográfica da região permite que eles se beneficiem da tendência de desglobalização (especialmente *small caps*). Da mesma forma, as valorizações persistem com um desconto significativo, negociando em torno de mínimos históricos e atraentes em comparação com outras economias emergentes. Com isso, decide-se **aumentar a superexposição na região por meio de *small caps***.

No **Brasil**, a taxa de desemprego em outubro recuou para 8,3%, sendo o menor nível desde maio de 2015, enquanto a inflação segue em trajetória de desaceleração, atingindo 5,9% em doze meses em novembro. Diante disso, o Banco Central decidiu manter a taxa Selic em 13,75% sem alterações pela terceira reunião consecutiva de política monetária. No entanto, o ciclo de cortes de juros deve ser adiado devido ao aumento do risco fiscal do país, que também afetou as expectativas de atividade (PMI de serviços e manufatura desaceleraram em novembro, para 51,6 e 44,3 pontos, respectivamente). Esse risco, juntamente com o político, aumentou significativamente depois que o presidente eleito Lula da Silva promoveu uma reforma constitucional para que o financiamento do programa de transferência social "Auxílio Brasil" ficasse fora da regra de gasto fiscal ("teto de gastos"), aumentando risco devido ao alto nível de endividamento do país, juntamente com a nomeação de seu futuro ministro da Fazenda: Fernando Haddad, do Partido dos Trabalhadores. Embora ele tenha feito discursos tentando passar mensagens de moderação no caminho dos gastos fiscais, o mercado o vê como uma figura não mercantil e espera medidas concretas. Até agora, a reação do mercado foi negativa, com o real brasileiro desvalorizando mais de 2% até agora em dezembro, e a Bovespa caindo ~7,0% no mesmo período. Finalmente, em relação às valorizações, elas permanecem em níveis atraentes com a relação P/U *fwd.* e preço/valor contábil (P/VL) 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 atrativas, mas contrastadas com riscos fiscais e políticos crescentes que afetam as expectativas da atividade, optou-se por **neutralizar a exposição a ações brasileiras.**

No caso do **México**, a atividade econômica mais uma vez surpreendeu positivamente o mercado após crescer 5,2% ano-a-ano em setembro, enquanto o mercado de trabalho continua forte com a taxa de desemprego em outubro de 3,3%. Por sua vez, a inflação de novembro manteve a tendência de desaceleração, caindo para 7,8% em doze meses, mas, diante do alto nível de inflação, o Banxico elevou a taxa referencial em 50 pbs até 10,5% e espera-se que na próxima reunião de fevereiro faça uma última alta da mesma magnitude, mantendo a taxa em 11% até o 4º trimestre de 2023. Além disso, o peso mexicano valorizou 2,8% em novembro, enquanto houve entradas relevantes em fundos e ETFs para ~3,2% do total de ativos administrados no mesmo mês. Por sua vez, face à 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). Estima-se que isso adicionaria entre 1,0 e 2,5 pontos percentuais adicionais de crescimento econômico, já que as exportações de manufaturados correspondem a ~40% do PIB. Da mesma forma, este fenômeno já está presente no país tendo em vista que o investimento estrangeiro direto acumula mais de USD 32.000 milhões até setembro deste ano, superando o valor total de 2021. Quanto às valorizações, tanto o P/U *fwd.* como P/VL estão abaixo da média em termos absolutos. Com base no anterior, com bons níveis de atividade junto com um suporte estrutural que está se materializando e valorizações atraentes, decide-se **aumentar a sobre-exposição em ações mexicanas.**

No caso do **Chile**, após 3 meses de negociações entre os partidos políticos, foi alcançado um acordo moderado sobre o mecanismo para redigir uma nova constituição. A nova proposta será elaborada por um conselho constitucional formado por 50 membros eleitos pelo povo que se baseará no anteprojeto elaborado pela comissão de especialistas indicada pelo Congresso, que incluirá as 12 bases constitucionais previamente acordadas. Por sua vez, existirá uma comissão técnica de admissibilidade que fiscalizará o seu cumprimento e poderá emitir parecer a pedido do conselho constitucional ou da comissão de peritos. Por fim, a proposta será ratificada em plebiscito com votação obrigatória em 26 de novembro. Do lado econômico, a contração da atividade se aprofundou com o IMACEC de outubro (-1,2% ano-a-ano), novamente sendo melhor do que o esperado, razão pela qual o Banco Central do Chile (BCC) corrigiu o crescimento deste índice ano (+2,4%). A inflação de novembro surpreendeu para cima (13,3% em doze meses), mas não alteraria a trajetória esperada pelo Banco Central quanto à lenta convergência à meta, projetada para 2024, com a qual a autoridade monetária manteve a taxa básica de juros política monetária em 11,25% na reunião de dezembro. Por sua vez, o preço do cobre subiu 11,3% em novembro, o que beneficiou o peso chileno com uma valorização de 5,5% no mesmo mês. Em relação às valorizações, o P/U *fwd.* e P/VL permanecem em patamares atrativos, ficando abaixo da média de 5 anos, em termos absolutos e relativos à região – o primeiro por mais de 2 desvios padrão. Diante de um contexto de menor incerteza local e melhora da atividade econômica neste ano, optou-se por **uma exposição neutra às ações chilenas.**

No caso da **Colômbia**, a atividade econômica em setembro cresceu 4,2% anual, abaixo do esperado pelo mercado, começando a desacelerar, mas rumo a uma normalização da atividade para que em 2023 volte a taxas de crescimento sustentáveis (2,2 % projetado pelo FMI). Por seu lado, as pressões inflacionárias continuam, atingindo em novembro um aumento no nível de preços de 12,5% em doze meses, para o qual o Banco da República fez o último aumento na taxa de referência, 100 bps. até 12%. Pelo lado do comércio internacional, as exportações em outubro cresceram 10,9% em relação ao ano anterior, impulsionadas pelas exportações de combustíveis e produtos das indústrias extrativas, enquanto o preço do petróleo (Brent) - principal produto de exportação do país - caiu 7,2% em novembro. No nível político, as incertezas permanecem altas enquanto o governo trabalha para enviar ao Congresso a reforma da previdência e trabalhista como projeto, juntamente com uma reforma política relacionada ao sistema eleitoral. Por outro lado, o peso colombiano valorizou 2,1% em novembro, mas favorecido pela desvalorização do dólar, ainda que seja a moeda com pior desempenho da região (-15,5% até agora neste ano) afetada por sua posição vulnerável face ao elevado déficit da balança corrente (7,2% do PIB no 3º trimestre deste ano). Em relação às valorizações, elas permanecem em níveis atrativos, negociando abaixo de sua média. 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 às ações colombianas**.

A economia do **Peru** continua desacelerando, com o PIB do terceiro trimestre crescendo 1,7% em doze meses. Por sua vez, a inflação deixa para trás a desaceleração dos meses anteriores, subindo para 8,5% em novembro, em termos homólogos. Diante disso, o Reserve Bank voltou a subir 25 bps. a taxa de referência para 7,5% e uma alta final da mesma magnitude é esperada na próxima reunião de política monetária em janeiro. No comércio internacional, as exportações caíram 7% em doze meses, explicadas principalmente pela menor produção mineral, embora o preço do cobre – principal produto de exportação – tenha subido 11,3% em novembro. Por outro lado, a crise política se agravou depois que o ex-presidente Pedro Castillo dissolveu o Congresso, desferindo um golpe de estado, mas que não contou com apoio político nem das Forças Armadas. Diante disso, o Congresso se reuniu em plenário e votou pela terceira moção de vaga contra Pedro Castillo, cujo resultado foi a saída do presidente e que a ex-vice-presidente, Dina Boluarte, permaneça como atual presidente, sendo a primeira presidente da país. O novo presidente nomeou um gabinete tecnocrático e enviou um projeto para antecipar as eleições presidenciais e legislativas para dezembro de 2023 para encerrar o mandato em abril de 2024, mas foi rejeitado pelo congresso e a discussão permanecerá pendente para determinar a data das eleições. Até as próximas eleições, a presidente será obrigada a negociar com o Congresso, já que chegou ao poder com uma bancada ainda mais fraca que a antecessora. Por sua vez, o país começou a mergulhar em uma onda de protestos nas regiões montanhosas a favor de Castillo e pedindo a dissolução do Congresso, o que mantém o país no limite com os atos de violência que aumentam. Em relação às valorizações, tanto o P/U *fwd*. já que o P/VL está negociando abaixo de sua média em termos absolutos. Com base no anterior, com valorizações atrativas, mas contrastando com uma crise política que gera problemas de governança e aumenta o risco de o país afetar o investimento, decide-se **manter o *underweight* em ações peruanas**.

A economia **argentina** também está desacelerando, com a produção industrial em outubro contraindo 1,1% em relação a setembro. Por sua vez, a inflação persiste em trajetória ascendente, atingindo 92% em doze meses em novembro, e avançando 4,9% em termos mensais, implicando desaceleração, mas explicada por fatores temporários como o programa Preços Justos (mantém o preço de 2.000 produtos e tem um limite de 4% ao aumento do preço de 30.000 produtos), o que no longo prazo aumenta a pressão sobre a espiral inflacionária. Desta forma, estima-se que este ano termine nos 95% e que em 2023 seja superior a 100%. No comércio internacional, o preço da soja -uma das principais exportações do país- subiu 4,4% em novembro. Da mesma forma, foi criada uma nova versão do dólar da soja utilizado em setembro (superior ao câmbio oficial), que beneficiará as exportações da matéria-prima e melhorará o acúmulo de reservas, tornando provável que o Banco Central consiga cumprir com a meta de reservas para o quarto trimestre deste ano com o FMI. Neste cenário de condições macroeconômicas complexas, decidiu-se **manter o *underweight* em ações argentinas**.

China: Se leva a OW desde neutro

Após a divulgação sucessiva de dados econômicos negativos que decepcionaram o mercado, as autoridades chinesas decidiram mudar o rumo da política para apoiar a atividade de forma efetiva. Assim, em meio aos protestos, foram anunciadas uma série de medidas que impulsionaram o mercado de ações. Na primeira semana de dezembro, a Comissão Nacional de Saúde publicou instruções com dez medidas que incluíam a possibilidade de quarentena domiciliar para casos positivos e contatos próximos, não é mais necessário teste negativo para entrar em determinados locais públicos e o aumento da vacinação na população idosa, entre outros. O fato foi conhecido posteriormente a uma reunião do Politburo, cuja declaração destacou a importância de uma política monetária e fiscal que suporte a atividade econômica. Por sua vez, essa declaração não continha pela primeira vez as palavras “zero COVID” nem continha em sua versão dinâmica, implicando na mudança de foco da política de saúde da erradicação de casos positivos para o controle de surtos. Nesse contexto, altos funcionários do governo estão discutindo a meta de crescimento para 2023, apontando para um 5%.

Embora na última reunião de política monetária o Banco Central tenha decidido manter as taxas dos empréstimos de 1 e 5 anos em 3,65% e 4,3%, respectivamente, a baixa taxa de inflação de novembro (1,6% anual) pode sustentar eventuais cortes futuros que darão apoio à atividade. Isso, em um contexto em que o PMI da indústria e serviços manteve-se contrativo em novembro, este último aprofundando suas quedas. Por sua vez, os dados do comércio exterior mostraram as maiores contrações desde o início da pandemia.

O mercado de ações teve um *rally* em novembro, mas ainda caiu mais de 20% no ano. As valorizações continuam atrativas em termos históricos, comparando aos últimos 5 anos e as expectativas de ganhos começam a corrigir-se em alta para este ano, e continuam a fazê-lo no próximo, enquanto se observa uma entrada líquida de fluxos para o principal ETF. Assim, como decisão tática, decide-se levar a **China para OW**.

Ásia emergente ex China: Se reduz ligeiramente o UW

Em novembro, os mercados de Ásia Emergente registraram retornos positivos de dois dígitos, impulsionados por melhores perspectivas na China. A inflação começa a diminuir e parece ter atingido o *peak* em algumas dessas economias, apoiada por uma política monetária que continua com o ciclo de ajustes. As melhores perspectivas para a China dão sustentação ao preço das *commodities*, o que nos leva a privilegiar esses países, juntamente com aqueles cuja atividade é definida em alto percentual pelo desempenho doméstico e com perspectivas positivas. Neste contexto, é **decidido reduzir ligeiramente a subexposição na Ásia EM ex China**.

O mercado de ações da **Índia** apresentou retornos positivos em novembro, embora abaixo de seus pares emergentes, continuando seu comportamento menos volátil e defensivo. Os PMIs de manufatura e serviços permanecem em amplo território de expansão em novembro e aceleram a partir de outubro, impulsionados pela resiliência da atividade doméstica e pelo investimento estrangeiro. Na reunião de dezembro, o Reserve Bank voltou a elevar a taxa de juro de política monetária para 6,25%, com a inflação a continuar a abrandar em novembro e a entrar pela primeira vez no ano no intervalo de tolerância (2% a 6%). O PIB do terceiro trimestre cresceu 6,3% em relação ao ano anterior, surpreendendo o mercado e impulsionado pelo investimento e pelo consumo. Por sua vez, a Índia conta com apoio estrutural, figurando entre os países com maior crescimento econômico projetado até 2023 segundo o FMI, fruto de sua resiliente atividade doméstica. Além disso, este país é apoiado pela tendência de desglobalização que está sendo observada globalmente, principalmente com o *outsourcing* de tecnologias de informação, como o desenvolvimento de software. Embora suas valorizações pareçam relativamente caras em relação ao seu histórico, ao ajustar para o P/U *fwd*. pela taxa de títulos soberanos de 10 anos, essa métrica está ligeiramente abaixo de sua média de 3 anos. **Diante do exposto, decide-se manter a OW em ações indianas**.

A **Coreia do Sul** continua com perspectivas menos positivas do que os seus pares, com o primeiro semestre de 2023 em que a contração monetária e fiscal continuará, juntamente com as exportações que caíam em termos homólogos. Embora a inflação tenha começado a desacelerar em novembro, avançando 5% ao ano, o Banco Central mantém seu viés contracionista e as altas de juros ainda estão pendentes, pressionando ainda mais a atividade econômica. O PMI industrial de novembro ficou em 49 pts, aproximando-se ligeiramente do neutro, mas ainda sugerindo uma contração na atividade do setor. Com o desempenho positivo do mercado de ações, as valorizações parecem menos atraentes e estão sendo negociadas cerca de meio desvio padrão abaixo de suas médias de cinco anos (P/U *fwd.* e P/VL). No último mês, a perspectiva de lucro começou a ser corrigida para cima e observa-se uma entrada líquida de fluxos para o ETF mais representativo. Em particular, o setor de semicondutores deve apresentar melhores perspectivas no segundo semestre do próximo ano, razão pela qual se decidiu começar a fechar o gap de subexposição com a Coreia do Sul, **reduzindo ligeiramente o UW nas ações sul-coreanas.**

Em **Taiwan**, a atividade econômica continua piorando e o PMI industrial de novembro (41,6 pts.) mostra cortes de estoques não observados desde fevereiro de 2009. As exportações e importações de novembro caíram 13,1% e 8,6% na comparação anual, a queda nas exportações mais altas em quase 7 anos e a terceira consecutiva. Especificamente pelo lado dos produtos eletrônicos e semicondutores, as exportações caíram ~5% e 3,4% em doze meses. Embora a empresa *Taiwan Semiconductors* (TSMC) tenha anunciado a construção de uma fábrica no estado do Arizona, nos EUA, para ser menos afetada pela eventual implementação de mais restrições ao comércio ou pela materialização de tensões geopolíticas, o setor segue com perspectivas negativas e Taiwan está sujeita a mais incertezas do que seus pares. A inflação taiwanesa ficou em 2,4% anual em novembro, desacelerando e sem grandes pressões (núcleo de 2,9%, recorde em doze meses). Nesse sentido, o Banco Central decidiu aumentar sua taxa referencial na reunião de dezembro em 12,5 bps, para 1,75%. Suas valorizações continuam baratas em comparação com seu histórico, mas quando ajustadas pela taxa de títulos soberanos de 10 anos, elas agora são negociadas com um desconto menor. Por sua vez, as perspectivas de lucro começam a ser corrigidas para cima neste e no próximo ano. Com o exposto, **decide-se manter o UW que se trazia nas ações taiwanesas.**

Referente ao Sudeste Asiático, a **Indonésia** manteve seu comportamento defensivo e exibiu um desempenho mais limitado do que o restante da região em novembro. O *momentum* mantém-se positivo, embora tenha abrandado em novembro, com o PMI da indústria a situar-se nos 50,3 pts. A inflação segue em baixa e apresentou variação anual de 5,4% em novembro, enquanto o Banco Central voltou a aumentar a taxa básica de juros em 75 bps, para 5,25%, reiterando seu compromisso de controlar a inflação. A projeção de crescimento para 2023 está entre as maiores entre as economias emergentes, impulsionada pela resiliência da economia doméstica. As valorizações (P/U *fwd.*) estão sendo negociadas mais de um desvio padrão abaixo da média de cinco anos e há uma entrada líquida de fluxos para o principal ETF do país. Na **Tailândia**, o PMI manufatureiro manteve-se em território expansionista em novembro e com o desempenho positivo do mercado, as valorizações estão sendo negociadas com menor desconto, juntamente com saídas líquidas do ETF mais representativo. Com tudo o que foi dito acima, decide-se **manter a sobre-exposição na Indonésia e a neutra na Tailândia.**

EMEA: Permanece neutro

Em novembro, os mercados da EMEA renderam resultados positivos, com exceção da Arábia Saudita, em acordo com a queda do preço do petróleo. No entanto, a flexibilização da política de saúde na China sustentaria o preço do petróleo bruto, que se manteria em patamares acima de USD 60 o barril, com os quais as margens dos produtores de petróleo continuariam favoráveis. Por sua vez, os anúncios da Rússia sobre o corte de embarques para o Ocidente fornecem suporte adicional às *commodities*, mas ao mesmo tempo adicionam incerteza às economias mais próximas da guerra entre a Rússia e a Ucrânia. Isso nos leva a **manter uma exposição neutra à região EMEA.**

O PMI industrial da **economia sul-africana** de novembro entrou em território expansivo e situou-se em 50,6 pontos. As valorizações parecem atraentes em uma base histórica e os ganhos esperados estão começando a corrigir ligeiramente para cima, mas as projeções de crescimento permanecem apertadas para o próximo ano e além, levando-nos a manter a subexposição **nas ações sul-africanas.**

A **economia turca** continuou a perder o *momentum* e o PMI industrial de novembro continuou a se aprofundar em território contrativo, situando-se em 45,7 pontos. Em novembro, a inflação desacelerou após atingir a maior alta em 24 anos, para 84,4%. O Banco Central continua cortando as taxas e no mês passado o fez em 150 bps. adicional de até 9,0%. Em 2023, serão realizadas eleições gerais e presidenciais na Turquia, o que pode trazer perspectivas mais favoráveis caso seja eleito um candidato mais *market friendly*. No entanto, isso não seria observado até o segundo semestre do próximo ano, razão pela qual, apesar das valorizações descontadas, decidiu-se **manter a subexposição nas ações turcas**.

Se mantém o neutro nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria). O *momentum* econômico continua a deteriorar-se, em particular na Polônia e na República Tcheca. Mesmo quando as valorizações são negociadas abaixo de suas médias históricas, esses países enfrentam altas pressões inflacionárias com saídas líquidas dos principais ETFs.

Em relação à economia **saudita**, o PMI industrial de novembro acelerou para 58,5 pontos. No entanto, o comportamento do mercado foi negativo, em acordo com a sua correlação com o preço do petróleo. Como nos meses anteriores, este país não enfrenta pressões inflacionárias e destaca sua saúde fiscal e externa. Referente as valorizações, o P/U *fwd*. negocia com desconto histórico, com mais de um desvio padrão de desconto em relação à média de 5 e 10 anos. Conforme mencionado acima, embora a desaceleração global tenha um impacto negativo nos preços do petróleo, a melhora da atividade econômica na China interromperia parcialmente a queda, fornecendo suporte. Diante disso, decide-se **manter a sobre-exposição à Arábia Saudita**.

Renda fixa

Conforme mencionado no início do documento, o ano de 2022 foi marcado pela queda dos preços dos ativos globais tanto em ações quanto em renda fixa, tornando-se o único ano da história em que tanto o S&P 500 quanto os títulos do Tesouro 10 anos caíram em mais de dois dígitos, dificultando encontrar posições de refúgio contra a inflação. No entanto, após mais de uma década de taxas em patamares mínimos, os ajustes monetários e aumentos de taxas em todo o mundo geraram um aumento substancial nos *yields* dos ativos de renda fixa, aumentando significativamente seu potencial de retorno para o próximo ano. Por exemplo, há um ano, os títulos *High Yield* dos EUA ofereciam um rendimento de 4,2%, enquanto hoje os títulos de maior qualidade, como o US *Investment Grade*, oferecem um retorno de mais de 5%. Desta forma, até 2023, a atratividade da renda fixa retorna como geradora de renda corrente e como possível fonte de desconexão frente ao mercado de ações no próximo ano, beneficiando-se de taxas de juros mais baixas. É assim que, no próximo ano, tanto o *pivot* do Federal Reserve quanto a recessão nos Estados Unidos terão papel central no mercado de renda fixa, pois são os dois principais eventos que afetam as taxas.

US Treasuries: neutro em títulos nominais e a exposição em TIPS é reduzida levando-a a *underweight*

Após dois meses consecutivos de inflação surpreendentemente baixa e taxas mais baixas, o Fed retomou sua postura *hawkish* durante a reunião de política monetária de dezembro, reafirmando seu compromisso de continuar o ajuste monetário até que a política monetária mostre sinais de contração suficiente, buscando atingir sua meta de 2%. Desta forma, os membros do comitê reajustaram para cima suas expectativas para o nível da taxa de referência até o final de 2023, em torno de um valor de 5,1%, o que implica para o mercado que eles não esperam um *pivot* na política monetária durante o próximo ano. Neste cenário, com os dados da inflação de outubro e novembro empurrando as taxas para baixo, após o restabelecimento das expectativas do Fed, espera-se que elas permaneçam em um nível elevado por mais tempo. Atualmente, a taxa dos títulos a 10 anos é de cerca de 3,6%, enquanto a taxa dos títulos a 2 anos é de 4,25%, portanto, a curva de juros permanece invertida na faixa de 2 a 10 anos. No que se refere a volatilidade, as taxas diminuíram e o índice MOVE - que mede a volatilidade através da curva de juros - está em 113 pts, bem abaixo do nível de 160 pts atingido em outubro. Por sua vez, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, foram reduzidos no último mês e continuam se aproximando da meta de inflação de 2%, ancorando as expectativas de longo prazo. Face ao exposto, apesar da menor volatilidade na curva de rendimentos, decide-se manter a posição neutra nas *treasuries* dada a forte queda

que as taxas já experimentaram e as expectativas de que se mantenham em patamar elevado por mais tempo. Por outro lado, reduz-se a exposição ao TIPS levando-o para *UW*, percebendo-se um menor risco inflacionário de longo prazo.

US Mortgages: o overweight é mantido

Apesar de o Fed continuar com o ajuste monetário, no último mês observamos as primeiras quedas taxa tanto no curto quanto no longo prazo da curva. As taxas do crédito hipotecário não foram exceção e depois de atingirem um peak de ~7% começaram a cair para níveis de 6,3%, gerando mais-valias. Embora se estime que as taxas permanecerão altas por algum tempo, considerando que ainda duplicam os níveis de 2021, as perspectivas não são totalmente negativas. O setor financeiro mantém a força empresarial e as finanças das famílias estão saudáveis para enfrentar uma possível recessão no próximo ano, por sua vez, o mercado de trabalho mostra sinais mistos em resposta ao ajuste monetário, mas segue resiliente com a desaceleração da inflação. Neste sentido, optou-se por manter o *OW* em *US Mortgages* devido ao *yield* atrativo e à elevada qualidade do crédito.

US Investment Grade: o overweight é reduzido

No atual cenário macroeconômico, o risco de uma recessão nos Estados Unidos permanece presente, porém, com os dados econômicos recentes, as perspectivas para a economia norte-americana estão melhorando e uma recessão mais rasa é esperada para o próximo ano. Por outro lado, embora o *US Investment Grade* tenha se beneficiado das quedas das taxas do último mês e continue sendo uma opção atraente em termos de risco/retorno, as taxas permanecerão altas por um tempo e o dólar mostrará menos força em relação a outras moedas, portanto, o *OW* no *US IG* é reduzido.

US High Yield: eles permanecem neutros

No mesmo contexto anterior, com a recessão do próximo ano, espera-se um alargamento dos *spreads* e um aumento limitado das taxas de incumprimento nas empresas norte-americanas devido à sua solidez empresarial, com balanços saudáveis face aos ciclos anteriores. Assim, a posição em *US High Yield* permanece neutra.

Europe Broad: o underweight é reduzido

No caso da Europa, continua em um cenário macroeconômico complexo. No entanto, a região tem se mostrado bastante resistente durante o inverno e com as expectativas negativas do mercado. As temperaturas mais elevadas e os altos níveis de gás armazenado têm ajudado a atenuar a crise energética, no entanto, mantém-se a incerteza quanto ao desenrolar da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, junto de pressões inflacionistas elevadas, o que nos leva a mantermo-nos cautelosos na região. Dado o exposto e a recuperação do euro em relação ao dólar, a subexposição no *Europe Broad* é reduzida.

Europe High Yield: neutro é mantido

Em acordo com o acima descrito, e apesar de termos uma *yield* em níveis elevados, o risco decorrente do complexo contexto macroeconômico da região leva-nos a manter uma posição neutra na *Europa HY*.

Japan Broad: o underweight é reduzido

Apesar de o índice oferecer um *yield* real menor do que outros ativos do mundo desenvolvido, juntamente com a longa duração, o dólar mais fraco e a reabertura da economia chinesa abriram as portas para a recuperação do iene. Diante disso, a subexposição no *Japan Broad* é reduzida.

Dívida Emergente: reduz-se a overweight em Títulos corporativos HY e aumenta-se a exposição aos local markets

Já a dívida emergente oferece um *yield* maior do que o mundo desenvolvido em troca de maior risco de crédito. No entanto, o nível de risco permanece relativamente baixo com taxas de *default* esperadas limitadas e em acordo com suas médias históricas. Dessa forma, o mundo emergente se posiciona como uma das alternativas mais atraentes dentro da renda fixa. Nesse sentido, favorece-se a dívida corporativa emergente, tanto *High Yield* quanto *Investment Grade*, principalmente na América Latina, região menos exposta a conflitos geopolíticos, mais avançada no ciclo de ajuste monetário do que o mundo desenvolvido e as empresas contam com boas saúde corporativa e baixos níveis de alavancagem. A dívida soberana emergente nos últimos meses tem beneficiado das quedas das taxas por ter uma

duration maior do que outros ativos; no entanto, a sua menor qualidade de crédito no atual contexto de um cenário recessivo e as perspectivas de que as taxas se mantenham altas por mais tempo, tornam-na uma opção menos opção atraente em termos de risco/retorno em comparação com outras alternativas, como dívida corporativa. Do lado dos *local markets*, o dólar continua apresentando maior desvalorização nos últimos meses e segue revertendo parte da alta acumulada no ano, o que nos leva a assumir uma posição favorável à valorização das moedas emergentes. Em acordo com o acima exposto, este mês foi decidido manter o OW em *Investment Grade* dívida corporativa, A exposição em dívida corporativa *High Yield* é reduzida, enquanto a exposição nos local markets é aumentada, levando-a para OW e a dívida soberana permanece neutra.

Exposição a moedas – dezembro de 2022

| Moedas | Bench. | Novembro | Dezembro | OW/UW | | Câmbio |
|--------|-------------|-------------|---------------|-------|-------|--------|
| USD | 41,8% | 51,5% | 39,2% | UW | -2,7% | - |
| EUR | 17,5% | 11,9% | 17,5% | N | 0,0% | + |
| GBP | 1,5% | 1,4% | 1,5% | N | | + |
| JPY | 6,4% | 2,6% | 6,4% | N | | + |
| GEMs | 33,0% | 32,7% | 35,6% | OW | 2,6% | + |
| | 100% | 100% | 100,0% | | | |

O resultado da alocação da TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, que, caso não reflita nossa visão, é ajustada com posições compridas e/ou curtas. Este mês, a subexposição resultante no euro e no iene é neutralizada por uma posição menor no dólar. Essa moeda teria atingido um *peak* e junto com a proximidade do fim da política monetária contracionista nos EUA começaria a perder valor.

Ativos alternativos

Embora esta classe de ativos não seja coberta pela carteira da TAACo Global, por ser composta por instrumentos/índices líquidos, os ativos alternativos são um complemento eficiente para as carteiras globais de investimentos multiativos. Assim, eles serão incluídos anualmente em nossa perspectiva para o ano seguinte.

Este ano, após a terceira pior queda histórica de uma carteira de 60% de renda variável e 40% de renda fixa, ficou demonstrada a importância de incluir ativos alternativos em uma carteira de investimentos. Em particular, enquanto as rendas fixas e variáveis caíram 15,7% e 20,3% respectivamente - índices Global Agg e MSCI ACWI em de 19 de dezembro -, os ativos alternativos (*Private Equity* (PE), *Private Credit*, *Real Estate* (RE) e *Infraestrutura*) em média tiveram uma rentabilidade de 4,7% no final do 2º trimestre deste ano. Enquanto algumas dessas classes de ativos já foram afetadas pelo ciclo econômico, como *Private Equity* e *Real Estate*, outras se beneficiaram do aumento das taxas de juros e das megatendências que impulsionarão a economia nos próximos anos.

Private Equity

O mercado privado não ficou imune ao ambiente macroeconômico e à alta volatilidade. Em particular, as captações para esta classe de ativos caíram 20% em relação ao ano anterior, para USD 726 bilhões, o valor mais baixo desde 2016. Por seu lado, a atividade também desacelerou como resultado da cautela dos investidores no face ao aumento das taxas e à inflação elevada. O valor total das transações caiu 13,3% em relação a 2021 e um ajuste nas valorizações começa a ser visto, com os múltiplos de entrada EV/EBITDA para transações de estratégia de *buyout* caindo 5% no ano (base 19 de dezembro). poderia aprofundar sua queda se as taxas de juros continuarem subindo. Em 2023, a atividade em PE deve deteriorar-se à medida que as valorizações se ajustam, o custo do capital aumenta e a

diminuição da liquidez na economia desencoraja as *exits*. Mas nem tudo é negativo, aliás, esse ajuste de valorizações levará a uma normalização da classe de ativos para números que estarão mais alinhados com os verdadeiros fundamentos das empresas, entrando em múltiplos mais atrativos. Por sua vez, megatendências como transição energética, desglobalização e digitalização continuarão a apoiar o PE a longo prazo.

Crédito Privado

Beneficiado pela subida das taxas de juro e pelas restrições ao crédito tradicional, a captação desta classe de ativos conseguiu superar os valores de 2021, captando USD 218 *bilhões* no acumulado do ano até 12 de dezembro. A taxa básica utilizada para esses tipos de empréstimos aumentou ~350 bps. no ano, beneficiando os investidores com maiores pagamentos de juros, mas pressionando os emissores, principalmente aqueles que iniciaram o ano com altos níveis de alavancagem. Nesse contexto, embora as taxas de *default* permaneçam relativamente baixas (entre 1%-2%), elas já apresentam tendência de alta, risco que deve ser monitorado. Por outro lado, com a saída dos bancos, o crédito privado tem suprido essa demanda com melhores condições para seus investidores, posições mais elevadas na estrutura de capital das empresas e garantias mais favoráveis. Para 2023, esta classe de ativos continua atraente, especialmente pela cobertura que oferece em um cenário de altas taxas de juros (taxa flutuante) e bom desempenho em ciclos econômicos recessivos (*downside protection*), embora a seletividade seja fundamental, pois as condições de crédito em vários setores continuam a se deteriorar.

Real Estate

Com as taxas de hipoteca a30 anos chegando a 7%, o mercado imobiliário foi duramente atingido. A acessibilidade é a mais baixa desde 1992 e os pedidos de crédito e refinanciamento de hipotecas nos EUA caíram 64% no ano, o que impactou uma queda de 32% nas vendas de moradia existentes em 2022. Por sua vez, os preços já estão começando a mostrar uma tendência negativa, com 3 meses de quedas consecutivas até setembro, embora até agora os preços tenham subido 6,7%. Após a crise financeira de 2008, o ritmo de construção desacelerou, produzindo um déficit de 2 a 4 milhões de residências nos EUA, acentuado pela pandemia. Esse fenômeno, somado ao aumento das tarifas, impulsionou os aluguéis de moradia e os seus preços. Por outro lado, o comércio eletrônico e a digitalização deram suporte ao setor industrial neste ano, com o preço do aluguel industrial crescendo 12,3% no primeiro semestre e a vacância em níveis próximos a 0%. Até 2023, os ativos que beneficiam de rendas, tanto industriais como residenciais, continuarão a ser suportados. As taxas de juros continuarão altas por mais tempo e os inventários continuarão sendo ajustados pelo aumento dos custos de construção (financiamento e materiais).

A infraestrutura

Este ano a captação superou todos os recordes históricos, arrecadando USD 160 *bilhões*, 22% a mais que em 2021. O impulso vem principalmente do esforço que está sendo feito mundialmente para migrar para uma economia líquida de emissões. Nesse sentido, segundo o *World Economic Forum*, até 2040 o mundo enfrentaria um déficit de USD 15 *trilhões* em infraestrutura, sendo o setor de energia o mais atrasado, o que demonstra a necessidade imperante de investir na classe de ativos. A partir de 2023, o investimento em infraestrutura parece atrativo e com suporte estrutural de longo prazo baseado na transição energética, digitalização e descentralização. Além disso, esses ativos têm demonstrado em seu histórico retornos pouco voláteis e resistentes aos ciclos econômicos, proporcionando também um rendimento estável no longo prazo e cobertura contra a inflação.

Resultados TAACo Global- novembro de 2022

| Classe de ativo / Região | Benchmark | Compass | Over/Under | Rentabilidade mensal índices | Contribuição ao Portfólio | | Attribution Analysis | |
|--|--------------|--------------|--------------|------------------------------|---------------------------|--------------|----------------------|--------------|
| | | | | | Benchmark | Compass | Classe de Ativo | Seletividade |
| Ações | 50% | 48% | -2% | 10,1% | 5,0% | 4,5% | -4,6 | -34,7 |
| Renda Fixa | 50% | 50% | 0% | 5,5% | 2,7% | 2,6% | 0,0 | -11,2 |
| Caixa | 0% | 2% | 2% | 0,3% | 0,0% | 0,0% | -14,9 | |
| Ouro | 0% | 0% | 0% | 7,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0 | |
| Cobertura | | | | | | 0,0% | 0,0 | |
| Portfólio | | | | | 7,77% | 7,12% | -19,5 | -45,9 |
| <i>Outperformance / Underperformance (bps)</i> | | | | | | | | |
| Europe ex UK | 13,1% | 10,5% | -2,6% | 11,5% | 1,50% | 1,20% | -3,7 | |
| Europe Small Cap ex UK | 1,4% | 0,0% | -1,4% | 10,5% | 0,15% | 0,00% | -0,6 | |
| UK | 2,9% | 2,9% | 0,0% | 10,4% | 0,30% | 0,30% | 0,0 | |
| US Large Cap Growth | 14,3% | 16,3% | 2,0% | 4,3% | 0,62% | 0,71% | -11,4 | |
| US Large Cap Value | 15,7% | 18,5% | 2,8% | 5,8% | 0,91% | 1,07% | -11,9 | |
| US Small Caps | 4,1% | 5,1% | 1,0% | 4,0% | 0,16% | 0,20% | -6,1 | |
| Japan | 4,8% | 1,8% | -3,0% | 9,6% | 0,46% | 0,17% | 1,2 | |
| Desenvolvidos | 56,3% | 55,1% | -1,2% | 7,3% | 4,10% | 3,66% | -32,4 | |
| LatAm | 4,1% | 7,3% | 3,2% | -0,8% | -0,03% | -0,06% | -34,8 | |
| LatAm Small Cap | 0,7% | 0,7% | 0,0% | -5,0% | -0,04% | -0,04% | 0,0 | |
| China | 11,8% | 11,8% | 0,0% | 29,7% | 3,51% | 3,51% | 0,0 | |
| EM Asia ex China | 16,5% | 14,5% | -2,0% | 12,6% | 2,08% | 1,83% | -5,1 | |
| EM Asia Small Cap | 4,0% | 4,0% | 0,0% | 11,9% | 0,47% | 0,47% | 0,0 | |
| EM Europe and Middle East | 6,6% | 6,6% | 0,0% | -0,7% | -0,04% | -0,04% | 0,0 | |
| Emergentes | 43,7% | 44,9% | 1,2% | 13,6% | 5,95% | 5,67% | -39,9 | |
| Equities | | | | | 10,05% | 9,33% | -72,3 | |
| US Govt Agencies | 11,3% | 11,3% | 0,0% | 2,7% | 0,30% | 0,30% | 0,0 | |
| US TIPS | 1,4% | 1,5% | 0,1% | 1,8% | 0,03% | 0,03% | -0,4 | |
| US Mortgages | 7,9% | 9,5% | 1,6% | 4,1% | 0,32% | 0,39% | -2,3 | |
| US Corps | 7,1% | 10,5% | 3,4% | 5,2% | 0,37% | 0,54% | -1,1 | |
| US High Yield | 1,7% | 1,7% | 0,0% | 2,2% | 0,04% | 0,04% | 0,0 | |
| Europe Broad | 19,7% | 13,0% | -6,7% | 7,8% | 1,54% | 1,02% | -15,8 | |
| Europe High Yield | 0,7% | 0,7% | 0,0% | 9,0% | 0,06% | 0,06% | 0,0 | |
| Japan Broad | 7,9% | 3,4% | -4,5% | 7,2% | 0,57% | 0,24% | -7,7 | |
| Dívida Desenvolvidos | 57,7% | 51,6% | -6,1% | 5,6% | 3,23% | 2,62% | -27,1 | |
| EM Sovereign IG | 4,1% | 4,1% | 0,0% | 6,0% | 0,25% | 0,25% | 0,0 | |
| EM Sovereign HY | 6,0% | 6,0% | 0,0% | 8,3% | 0,50% | 0,50% | 0,0 | |
| EM Corporate IG | 3,6% | 6,5% | 2,9% | 4,3% | 0,16% | 0,28% | -3,3 | |
| EM Corporate HY | 6,4% | 9,6% | 3,2% | 8,0% | 0,51% | 0,77% | 8,1 | |
| EM Local Markets | 22,2% | 22,2% | 0,0% | 3,8% | 0,85% | 0,85% | 0,0 | |
| Dívida Emergente | 42,3% | 48,4% | 6,1% | 5,3% | 2,26% | 2,64% | 4,8 | |
| Fixed Income | | | | | 5,49% | 5,27% | -22,3 | |

*Anualizado ** Desde 2001
Dados em 30 de setembro de 2022.

Em novembro, a carteira da TAACo Global registrou ganho de 7,1%, 65 bps. abaixo do desempenho do *benchmark*. Ao nível da *attribution analysis* (i) a subexposição em renda variável com valores reduzidos, devido a uma melhor performance relativos aos títulos e (ii) a seleção de instrumentos gerou perdas principalmente em ações devido à sobreexposição a ações latino-americanas e *US Large Cap Value e Growth*. Em renda fixa, a seletividade diminuiu nosso valor pela posição curta em títulos europeus.

Desempenho histórico

| TAACo Global | Desempenho | | | | | | | | Volatilidade 5 anos* |
|---------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|-------------|----------------|----------------------|
| | 1 mês | 3 meses | YTD | 1 ano | 3 anos* | 5 anos* | 10 anos* | Desde início** | |
| TAACo | 7,1% | 0,7% | -13,9% | -12,1% | 0,7% | 1,4% | 3,4% | 6,5% | 10,1% |
| Benchmark | 7,8% | 0,9% | -16,4% | -14,9% | -0,6% | 0,5% | 2,4% | 4,6% | 9,8% |
| Out/Under perf. (bps) | -65 | -13 | 247 | 287 | 129 | 95 | 94 | 189 | |
| Ações | 9,3% | 2,1% | -17,0% | -14,2% | 2,9% | 2,0% | 4,9% | 4,4% | 14,8% |
| Benchmark | 10,1% | 2,0% | -17,6% | -14,9% | 2,6% | 1,9% | 4,7% | 3,7% | 14,7% |
| Europe ex UK | 11,5% | 9,3% | -19,8% | -14,7% | 0,9% | 0,1% | 3,3% | 3,0% | 19,5% |
| Europe Small Cap ex UK | 10,5% | 4,1% | -28,4% | -25,0% | 1,0% | -0,5% | 6,5% | 9,2% | 23,3% |
| UK | 10,4% | 6,3% | -8,0% | -1,5% | -1,6% | -2,0% | -0,7% | 0,1% | 19,0% |
| US Large Cap Growth | 4,3% | -2,6% | -26,8% | -26,0% | 10,9% | 12,3% | 13,8% | -- | 21,4% |
| US Large Cap Value | 5,8% | 8,2% | -3,6% | 3,0% | 6,0% | 5,4% | 8,2% | 5,4% | 17,6% |
| US Small Caps | 4,0% | 3,6% | -13,1% | -10,3% | 7,2% | 6,0% | 9,8% | 11,0% | 22,9% |
| Japan | 9,6% | 0,3% | -18,6% | -17,2% | -2,4% | -1,7% | 4,1% | 1,5% | 15,6% |
| Desenvolvidos | 7,0% | 4,0% | -14,5% | -10,9% | 7,5% | 7,4% | 9,5% | 8,3% | 18,0% |
| LatAm | -0,8% | 5,0% | 4,9% | 9,6% | -5,6% | -3,9% | -4,6% | 5,6% | 30,7% |
| LatAm Small Cap | -5,0% | -1,2% | -3,9% | 2,7% | -7,8% | -4,2% | -6,6% | 7,9% | 33,3% |
| China | 29,7% | -7,8% | -25,8% | -28,1% | -6,6% | -5,1% | 2,4% | 10,2% | 26,0% |
| EM Asia ex China | 12,6% | 0,3% | -16,7% | -12,6% | 7,9% | 4,4% | 5,6% | -- | 19,9% |
| EM Asia Small Cap | 11,9% | -3,0% | -22,4% | -19,5% | 7,7% | 0,4% | 3,1% | 9,1% | 20,5% |
| EM Europe and Middle East | -0,7% | -3,8% | -35,2% | -34,3% | -10,0% | -6,1% | -6,5% | 1,5% | 21,3% |
| Emergentes | 14,8% | -1,8% | -19,0% | -17,4% | 0,1% | -0,4% | 2,1% | 10,5% | 18,9% |
| Renda fixa | 5,3% | -0,7% | -14,7% | -14,3% | -3,5% | -0,9% | 0,4% | 5,5% | 6,1% |
| Benchmark | 5,5% | -0,5% | -15,4% | -15,2% | -4,1% | -1,4% | -0,1% | 4,6% | 6,1% |
| US Govt Agencies | 2,7% | -2,2% | -12,0% | -12,5% | -2,6% | 0,1% | 0,6% | 4,4% | 5,1% |
| US TIPS | 1,8% | -3,7% | -10,9% | -10,7% | 1,7% | 2,5% | 1,2% | 6,1% | 5,8% |
| US Mortgages | 4,1% | -2,6% | -11,4% | -11,5% | -3,0% | -0,4% | 0,8% | 4,5% | 4,8% |
| US Corps | 5,2% | -1,4% | -15,4% | -15,5% | -2,6% | 0,7% | 2,0% | 6,2% | 7,9% |
| US High Yield | 2,2% | 0,7% | -10,6% | -9,0% | 0,9% | 2,5% | 4,3% | 9,1% | 9,1% |
| Europe Broad | 7,8% | 2,2% | -21,3% | -22,1% | -6,6% | -4,3% | -1,1% | 5,5% | 5,3% |
| Europe High Yield | 9,0% | 4,6% | -17,9% | -16,9% | -3,2% | -2,1% | 1,5% | 9,6% | 9,3% |
| Japan Broad | 7,2% | -1,0% | -20,0% | -21,5% | -9,1% | -4,5% | -4,3% | 0,4% | 8,7% |
| Dívida Desenvolvidos [1] | 5,1% | -0,7% | -15,5% | -15,7% | -3,6% | | | | |
| EM Sovereign IG | 6,0% | -1,8% | -18,5% | -17,8% | -4,4% | -0,2% | 1,3% | 7,8% | 9,1% |
| EM Sovereign HY | 8,3% | 4,0% | -14,1% | -12,2% | -3,8% | -2,3% | 1,1% | 9,6% | 14,5% |
| EM Corporate IG | 4,3% | -1,8% | -14,8% | -14,7% | -2,8% | 0,4% | 1,9% | -- | 6,1% |
| EM Corporate HY | 8,0% | -0,2% | -16,3% | -15,8% | -3,8% | -0,2% | 3,0% | -- | 10,5% |
| EM Local Markets | 3,8% | -1,6% | -11,0% | -9,9% | -3,3% | -1,2% | -1,2% | -- | 10,9% |
| Dívida Desenvolvidos [1] | 5,5% | -0,7% | -13,9% | -13,0% | -3,7% | | | | |
| Caixa | 0,3% | 0,7% | 1,1% | 1,2% | 0,6% | 1,2% | 0,7% | 1,7% | 0,3% |
| Ouro | 7,0% | 2,2% | -2,9% | -2,8% | 6,3% | 6,5% | 0,2% | 12,6% | 13,4% |

* Anualizado ** 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 |
| DM | 15.9x | 14.9x | 2,0% | 2.9x | 2.2x | 11% | 5% | 17% | 1,4 |
| US | 17.8x | 16.1x | 2,0% | 4.1x | 2.9x | 15% | 6% | 26% | 1,2 |
| Europe | 12.7x | 13.0x | 4,0% | 2.0x | 1.7x | 13% | 1% | 13% | 1,0 |
| Japan | 13.8x | 14.6x | 3,0% | 1.4x | 1.3x | -8% | 2% | 9% | -1,7 |
| EM | 11.6x | 11.4x | 3,0% | 1.7x | 1.7x | -9% | 1% | 12% | -1,3 |
| EM Asia | 12.5x | 12.1x | 3,0% | 1.7x | 1.8x | -9% | 3% | 11% | -1,4 |
| CEEMEA | 10.6x | 9.2x | 4,0% | 1.9x | 1.5x | -34% | 4% | 24% | -0,3 |
| LatAm | 7.8x | 11.9x | 8,0% | 1.6x | 1.9x | 19% | -14% | 20% | 0,4 |
| China | 10.5x | 11.4x | 3,0% | 1.4x | 1.9x | -7% | 14% | 11% | -1,5 |
| S.Korea | 10.9x | 9.7x | 3,0% | 1.0x | 1.2x | -14% | -13% | 8% | -0,8 |
| Taiwan | 12.5x | 14.4x | 4,0% | 2.4x | 1.9x | -5% | -12% | 20% | -2,5 |
| India | 22.6x | 17.0x | 1,0% | 3.9x | 3.1x | 1% | 23% | 14% | 22,6 |
| Indonesia | 14.5x | 14.1x | 4,0% | 2.7x | 3.2x | 19% | 4% | 18% | 0,8 |
| Malaysia | 14.5x | 14.8x | 4,0% | 1.6x | 1.9x | -2% | 13% | 11% | -7,3 |
| Thailand | 18.8x | 13.5x | 3,0% | 2.2x | 2.0x | 1% | 9% | 10% | 18,8 |
| Philippines | 15.6x | 16.2x | 2,0% | 1.9x | 2.5x | 16% | 19% | 10% | 1,0 |
| S.Africa | 9.6x | 12.2x | 5,0% | 1.9x | 2.3x | 0% | 13% | 19% | - |
| Turkey | 5.7x | 8.0x | 6,0% | 1.8x | 1.4x | 113% | -16% | 24% | 0,1 |
| Poland | 7.7x | 11.4x | 5,0% | 1.0x | 1.3x | 3% | -21% | 12% | 2,6 |
| Czech R. | 8.3x | 12.2x | 9,0% | 2.2x | 1.7x | 163% | -21% | 20% | 0,1 |
| Saudi | 14.4x | 14.4x | 3,0% | 2.4x | 2.1x | 20% | 7% | 30% | 0,7 |
| UAE | 12.3x | 11.6x | 4,0% | 1.9x | 1.4x | -4% | 6% | 14% | -3,1 |
| Brazil | 6.5x | 10.7x | 8,0% | 1.5x | 1.8x | 10% | -17% | 24% | 0,7 |
| Mexico | 13.2x | 15.0x | 4,0% | 2.1x | 2.5x | 25% | 7% | 19% | 0,5 |
| Chile | 8.4x | 15.1x | 20,0% | 1.5x | 1.9x | 105% | -22% | 15% | 0,1 |
| Colombia | 5.8x | 13.0x | 15,0% | 1.2x | 1.5x | 32% | -8% | 27% | 0,2 |
| Peru | 11.7x | 12.5x | 4,0% | 2.0x | 2.8x | 16% | 5% | 17% | 0,7 |

Fonte: Bloomberg, MSCI e J.P. Morgan. Dados de 30 de novembro 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 de 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.