

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	Ene	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início **	
TAACo	-3,4%	1,6%	2,1%	-8,1%	1,9%	1,1%	3,1%	6,6%	10,2%
Benchmark	-3,3%	1,2%	2,1%	-10,4%	0,4%	0,2%	2,3%	4,7%	9,9%
Out/Underperformance (bps)	-8	43	7	228	158	93	89	192	
Ações	-3,8%	0,4%	3,4%	-10,7%	4,9%	1,3%	4,2%	4,4%	14,9%
Benchmark	-3,8%	0,6%	3,3%	-10,9%	4,7%	1,2%	4,0%	3,7%	14,8%
Renda fixa	-2,8%	1,7%	0,8%	-9,1%	-3,7%	-0,8%	0,6%	5,6%	6,2%
Benchmark	-2,8%	1,7%	0,8%	-10,2%	-4,3%	-1,2%	0,2%	4,7%	6,2%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	-5,2%	4,1%	0,6%	-4,5%	4,3%	6,7%	1,4%	12,9%	13,8%

*Anualizado ** Desde abril 2001

Resultados em 28 de fevereiro de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

Para onde vão as taxas?

A grande dúvida nos mercados é até que nível de juros esse ciclo de política monetária restritiva chegará (terminal rate). Além disso, quando eles começarão a cair e o tão esperado pivot (virada). O foco está nisso porque "as taxas de juros reais são fundamentais para as perspectivas econômicas e para o cenário de investimentos. Como esvaziar os fluxos de caixa futuros para chegar a projeções decentes sem uma percepção clara da inflação futura", argumenta Gavikal, a casa de pesquisa independente com sede na Ásia.

Depois de um início de ano com um janeiro relativamente calmo nos mercados, depois de 2022 ter sido um ano excepcionalmente negativo para todas as classes de ativos, fevereiro trouxe uma repetição do que foi o ano passado. Altas correlações entre ações e renda fixa, com ambas as classes de ativos registrando quedas de preços. Dados de atividade acima do esperado e deflator do consumo nos Estados Unidos desacelerando menos do que o estimado ressurgiram os temores de novas altas nas taxas de juros, e as expectativas de que -diante da inflação "pegajosa"- estas permaneceriam altas por mais tempo. O Banco da Reserva Federal dos Estados Unidos (Fed) iria aumentar a taxa de referência (Fed Funds rate) até 5,5% e o ciclo descendente só começaria em janeiro de 2024. Por outro lado, a curva de juros ou yield curve (níveis em prazos diferentes) aumentou sua inclinação negativa para o máximo desde a década de 1980, com a taxa de 2 anos em ~5 % por ano e o de 10 anos em ~4%.

A isso se somou o aumento das tensões entre a China e os Estados Unidos, que começaram com o abate de balões pela primeira sobre o território da segunda. Posteriormente, declarações e sanções foram acrescentadas a empresas dos dois países pelos governos, o que contribuiu para o aumento da aversão ao risco.

ÍNDICE

Para onde vão as taxas?	1
Alocação de ativos	4
Resultados	14
Desempenho	15
Valorizações	16

Até que nível o Fed aumentará a taxa e por quanto tempo ela permanecerá alta é a grande questão nos mercados

Diante de uma inflação que gradualmente diminui e parece "pegajosa", a taxa de referência nos EUA deve chegar a 5,5% e o pivot ou giro da política só ocorrerá no início de 2024

Tensões geopolíticas China-EUA ressurgem

Em termos de economia, os EUA mostraram que continuam robustos, apesar dos aumentos de juros. O mercado de trabalho reflete isso, o desemprego permanece em torno de 3,5% e os salários continuam subindo em torno de 4,5% ao ano. No entanto, essa força não está impedindo que a inflação caia, mas que ela caia de forma mais gradual: o peak da inflação foi de mais de 9% ao ano em junho do ano passado; atualmente está em 6,4%. Há alguns setores que denotam desaceleração,

A economia dos EUA parece robusta, com um mercado de trabalho resiliente, embora alguns setores, como construção e relacionados, mostrem sinais de enfraquecimento

como o imobiliário: o índice de preços das moradias tem caído mensalmente desde o terceiro trimestre do ano passado e a taxa de crescimento anual passou de cerca de 20% para cerca de 5%, a tendência na construção é semelhante. Da mesma forma, os aluguéis de apartamentos caíram em todas as áreas metropolitanas nos últimos seis meses até janeiro passado (-3,5%, segundo o WSJ). Por outro lado, os resultados corporativos do quarto trimestre de 2022 ficaram praticamente em linha com as estimativas com uma leve contração nos lucros (-2,8%), mas a saúde financeira das empresas está se mostrando forte o suficiente para enfrentar taxas de juros mais altas. passar por este ciclo.

No caso da China, a atividade começou a decolar e as estimativas de crescimento econômico e lucros corporativos estão sendo corrigidas para cima. O Congresso Nacional Popular começou a entregar as diretrizes de política econômica para este ano, com meta de crescimento do PIB de 5%. O congresso partidário já foi precedido de maior ênfase e atenção das autoridades sobre a economia; a política monetária é expansiva e as pressões inflacionárias não são relevantes. Certas fragilidades prevalecem no setor imobiliário e o impulso ou driver viria do consumo e do setor de serviços. O fim da política de zero COVID na China encontra pessoas e famílias com alto nível de poupança que começaria a circular e a ser gasta no futuro.

A China colocou o pé no acelerador de crescimento e isso seria impulsionado pelo setor de serviços e consumo

MERCADOS

Objetivamente, a renda fixa parece atraente por causa dos altos rendimentos e potenciais ganhos de capital quando as taxas de juros caem. Mas é vulnerável porque há um problema técnico nessa classe de ativos, produto da normalização após anos de distorções e da retirada de liquidez, que estão sendo reabsorvidas, refletidos no índice de volatilidade da taxa de juros MOVE atingindo máximas históricas.

Embora os títulos pareçam atraentes, o mercado de renda fixa é vulnerável à alta volatilidade nas taxas de juros e à queda na liquidez da economia

Entretanto, o índice de volatilidade VIX do S&P500 mantém-se abaixo dos 25 pontos (cerca de 20), o que denota um mercado sem anomalias. O processo de normalização econômica e de mercado continua, os bancos centrais estão fazendo a coisa certa no cenário atual e a inflação está diminuindo, embora demore para voltar aos níveis da meta.

Os riscos continuam sendo erros de política, como ajuste monetário excessivo, e geopolítica, que não devem escalar a níveis disruptivos no médio prazo.

ALOCAÇÃO DE ATIVOS | Março de 2023

TAACo Global	Bench.	Fevereiro	Março	OW / UW	Câmbio
Ações	50%	55%	55%	OW	5%
Renda Fixa	50%	45%	45%	UW	-5%
Caixa				N	
Ouro				N	
Total Carteira					
Europe ex UK	13,1%	14,0%	14,0%	OW	0,9%
Europe Small Cap ex UK	1,4%	1,4%	1,4%	N	
UK	2,9%	2,9%	2,9%	N	
US Large Cap Growth	14,3%	14,3%	14,3%	N	
US Large Cap Value	15,7%	15,7%	15,7%	N	
US Small Caps	4,1%	4,1%	4,1%	N	
Japan	4,8%	1,8%	1,8%	UW	-3,0%
Mercados desenvolvidos	56,3%	54,2%	54,2%	UW	-2,1%
LatAm	4,1%	5,7%	5,7%	OW	1,6%
LatAm Small Cap	0,7%	1,7%	0,7%	N	-1,0%
China	11,8%	11,8%	12,8%	OW	1,0%
EM Asia ex China	16,5%	17,5%	17,5%	OW	1,0%
EM Asia Small Cap	4,0%	4,0%	4,0%	N	
EM Europe and Middle East	6,6%	5,1%	5,1%	UW	-1,5%
Mercados emergentes	43,7%	45,8%	45,8%	OW	2,1%
Total Ações	100,0%	100,0%	100,0%		
Treasuries 5Y	6,5%	7,5%	6,5%	N	-1,0%
Treasuries 10Y	11,2%	11,2%	12,7%	OW	1,5%
Treasuries 30Y	6,4%	6,4%	6,9%	OW	0,5%
US Tips	2,9%	0,4%	1,9%	UW	-1,0%
Global Corporate IG	26,4%	27,5%	27,5%	OW	1,1%
Global Corporate HY	4,6%	4,6%	4,6%	N	
Dívida desenvolvidos	58,0%	57,6%	60,1%	OW	2,1%
EM Sovereign IG	5,3%	2,1%	2,1%	UW	-3,2%
EM Sovereign HY	5,6%	3,0%	3,0%	UW	-2,6%
EM Corporate IG	3,9%	6,5%	5,5%	OW	1,6%
EM Corporate HY	5,0%	7,1%	6,0%	OW	1,0%
EM Local Markets	22,2%	23,7%	23,3%	OW	1,1%
Dívida emergente	42,0%	42,4%	39,9%	UW	-2,1%
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%		

Se mantém a alocação que sobre pondera as renda variável em relação à renda fixa

Com OW em ações europeias, chinesas e latino-americanas

Em renda fixa, a alocação para títulos do Tesouro a 5 anos foi reduzida para neutro, com uma OW tendenciosa em títulos a 10 anos e uma OW mais baixa em títulos a 30 anos. A OW é reduzida em TIPs (títulos indexados à inflação).

Isso ocorre com o custo de reduzir as sobre ponderações em todas as subclasses de títulos emergentes

Para março, a carteira da TAACo continua sendo 55% Ações e 45% títulos. A questão do ajuste monetário foi parcialmente esclarecida: teremos juros mais altos por mais tempo. Os títulos são atraentes devido aos altos *yields*, mas são vulneráveis a maior volatilidade e menor liquidez no sistema. O valor está em ações fora dos EUA: damos preferência a ações europeias, asiáticas emergentes e latino-americanas. Subimos para ações chinesas com sobre peso a partir de uma posição neutra: a reabertura econômica está começando a criar tração e melhores perspectivas de ganhos corporativos, as valorizações são atraentes e registraram uma super correção no mês passado.

RENDA VARIÁVEL

Europa Ex UK: o overweight é mantido em Large Cap e Small Cap neutra

O fim do inverno se aproxima e a região conseguiu superar a crise energética graças ao clima mais quente, ajustes na demanda e diversificação das fontes de abastecimento. O velho continente, aliás, mostra resiliência econômica com dados que surpreendem em alta, além do fato de que a reabertura da China começa a gerar tração, o que implicará em um maior fluxo de turistas para a região, um impulso à demanda e a atividade industrial. Desta forma, a probabilidade de recessão para o ano seguinte diminuiu para 54% (de 80% no início do ano).

O principal indicador PMI composto (entre manufatura e serviços) voltou a melhorar em fevereiro e subiu para 52 pontos (pts.), o maior nível desde junho do ano passado. A confiança dos investidores Sentix e a confiança dos consumidores mantêm uma tendência ascendente, embora permaneçam pessimistas. Consumo continua deprimido -com uma base de comparação exigente dada a reabertura do ano passado-, mas as expectativas melhoram significativamente com a queda dos preços da energia que libera os orçamentos das famílias e a reabertura chinesa.

Por sua vez, apesar de a inflação começar a diminuir (8,6% anual em janeiro), o núcleo -que exclui componentes voláteis como combustíveis e alimentos- continua subindo (5,3% anual em janeiro). No mês passado, a inflação surpreendeu para cima na Alemanha, França e Itália, elevando as expectativas de juros mais altos por mais tempo. Para enfrentar a inflação cada vez mais “pegajosa”, o Banco Central Europeu continuará com a política monetária contracionista e na reunião de fevereiro -na qual subiu 50 pontos base (bps.) para 2,50%- anunciou a alta de mais 50bps. para a reunião de março. Espera-se que a taxa possa subir até 150 bps. adicional de até 4,00% no meio do ano para ficar nesse patamar até o final do ano. A expectativa de taxas de juros mais altas elevou a curva de juros na maioria dos países. Na Alemanha, o bund a 2 anos subiu 70 bps. até 3,2% no último mês.

Por sua vez, o setor empresarial consegue superar as expectativas. A 6 de março reportava perto de 75% do Eurostoxx 600 com lucros que crescem ~8% e surpreendem em alta – ao contrário dos EUA, onde contraem. Estima-se que os lucros cresçam 1,1% em 2023, valor que é corrigido ligeiramente em alta no último mês. O índice de ações sofreu junto com as ações globais em fevereiro, mas caiu em menor grau (-0,7% em USD vs. -3% ACWI). As valorizações continuam atraentes em termos absolutos e relativos a seus pares, mas continuam em tendência de alta.

A elevada exposição à China na geração de rendimentos das empresas europeias apoiará o setor empresarial (a Morgan Stanley estima que em média 8% das vendas venham da China), para além do regresso dos fluxos de fundos e ETFs. Por seu lado, as ações europeias parecem baratas em comparação com as valorizações absolutas e relativas das ações norte-americanas, o que nos leva a **sobre ponderar as ações europeias**.

REINO UNIDO: alocação se mantém neutra

O país é um dos poucos que não recuperou o nível de produção pré-pandemia e várias greves afetaram a atividade nos últimos meses. O Brexit deteriorou a economia ao limitar a entrada de trabalhadores estrangeiros e o comércio com o resto da Europa, entre outros. E embora tenha sido fechado um acordo com a União Europeia na fronteira da Irlanda do Norte, o país ainda tem uma série de acordos comerciais pendentes para impulsionar a economia.

O índice de surpresa econômica torna-se negativo e a confiança do consumidor encontra-se em níveis pessimistas, apesar de as perspectivas para os serviços melhorarem com o PMI do setor a subir de 48,7 pts. em janeiro para 53,5 em fevereiro. Por sua vez, o PMI da indústria melhora, embora permaneça na zona de contração econômica nos próximos 6 a 12 meses (49,3 pts. em fevereiro).

O consumo segue em baixa, com as vendas no varejo recuando pelo décimo mês consecutivo em termos homólogos, enquanto a produção industrial registra queda pelo décimo quinto mês consecutivo. O FMI teve um dos maiores cortes nas expectativas de crescimento para este ano de 0,3% para -0,6%, o que confirmaria a recessão alertada pelo Banco da Inglaterra.

Por sua vez, a inflação supostamente atingiu o *peak* em outubro e voltou a cair em janeiro (10,1% anual), mas continua longe da meta do Banco Central em um nível alto e difícil de convergir. A taxa de referência está em 4,0% e pode chegar a 4,75% no segundo semestre. Assim como em outros países desenvolvidos, a expectativa do ritmo em que o reajuste terminará foi elevada no último mês para enfrentar uma inflação mais pegajosa. Desta forma, a curva de juros sobe em todos os termos, mantendo o investimento.

O setor corporativo, que foi resiliente em 2022, sofrerá com o menor crescimento econômico neste ano; estima-se que os lucros se contraiam em torno de 6% -dados corrigidos para baixo em relação ao mês anterior-. No início do ano, as ações britânicas ficam atrás das europeias e suas valorizações parecem baratas em relação aos seus pares europeus continentais, sendo negociadas com um desconto de 19% no preço/lucro de doze meses (P/E *fwd.*), ao qual se acrescenta um atrativo *dividend yield* de ~4%. No entanto, a deterioração das perspectivas, a inflação elevada, um ajustamento monetário que está a afetar a atividade, as saídas persistentes de fundos e ETFs e a instabilidade devido à crise política levam-nos a **manter uma posição neutra neste mercado bolsista** até observarmos sinais de maior estabilização.

ESTADOS UNIDOS: posição em *Large Cap Growth e Value*, assim como *Small Caps*, permanece neutra

A queda dos preços das ações em fevereiro não conseguiu aliviar as valorizações devido ao ajuste que também foi visto nas estimativas de lucros. Após uma temporada de relatórios corporativos terminando no quarto trimestre de 2022 quase em linha com as expectativas, o crescimento estimado dos lucros para este ano foi corrigido para 0,7%, de 2,2% no mês anterior.

Por outro lado, a inflação superou as expectativas em janeiro e desacelerou menos do que o esperado, confirmando que não será fácil fazê-la convergir. O recorde de janeiro foi de 6,4% em relação ao ano anterior, ante 6,5% no mês anterior. O mercado de trabalho continua apertado e a criação de empregos não agrícolas superou as estimativas nos últimos dez meses. A taxa de desemprego está no nível mais baixo em 5 décadas, em 3,4%, enquanto a participação da população permanece abaixo dos níveis pré-pandêmicos (62,4% vs. 63,3% em Dez-19).

Desta forma, o mercado interioriza que a taxa de juro de referência subiria pelo menos 25 bps. nas reuniões de março, maio e junho para atingir um nível de 5,50-5,75% (5,25% há um mês). Dada a persistência da inflação e dados que demonstram resiliência econômica não só no mercado de trabalho, mas também no consumo, no último mês a curva de juros dos títulos do Tesouro aprofundou o investimento no intervalo de 2 a 10 anos com um *bear flattener* (altas de juros que são maiores na extremidade mais curta da curva).

Apesar do aumento das taxas de juros e das tensões geopolíticas com a China, o mercado de ações continuou subindo e a volatilidade implícita do S&P 500 -medida pelo VIX- diminuiu em linha com um cenário de aterrissagem suave para a economia dos EUA. O mercado de trabalho continua aquecido, o consumo desacelerando ligeiramente e os indicadores antecedentes do PMI, tanto da indústria quanto dos serviços, melhoram na margem, superando o composto de 50 pts. pela primeira vez desde junho do ano passado. Assim, a surpresa econômica volta modestamente a ser positiva. Apesar disso, face às valorizações em níveis justos, à falta de catalisadores ascendentes e ao risco de reduções adicionais nas estimativas de resultados que gerem uma correção para baixo no mercado de ações, **optou-se por uma posição neutra nas ações norte-americanas.**

JAPÃO: Se mantém o *underweight* nas ações japonesas

Em uma reviravolta inesperada, o governo nomeou Kazuo Ueda como o novo governador do Banco do Japão. Há pouca clareza do acadêmico sobre como ele conduzirá o fim de uma década de política monetária ultra expansionista, embora se espere cautela no processo de elevação dos juros, apesar de a inflação estar em seus níveis mais altos desde o início dos anos.80 (4,3% A/A em janeiro).

A economia vive um bom *momentum* econômico e devido à sua proximidade à China, espera-se que a economia comece a ganhar dinamismo. O principal indicador PMI composto melhora novamente em fevereiro e fica em 51 pts., com uma melhora mais significativa em serviços, pois a manufatura permanece em território de contração.

No nível das ações, nos últimos meses as ações japonesas ficaram para trás devido às expectativas de taxas de juros mais altas. As valorizações (P/L fwd.) são negociadas com desconto em termos históricos e em relação aos pares desenvolvidos. Por sua vez, os lucros cresceriam 7,9% este ano, cifra corrigida para cima no último mês e uma das mais altas dos países desenvolvidos.

Em suma, ainda não há luz quanto à decolagem da economia japonesa (a produção industrial e as vendas no varejo continuam deprimidas), o que aumenta a incerteza e a volatilidade quanto ao retorno de suas ações, a que se somam saídas de fluxo persistentes no início de o ano. Assim, **optou-se por manter taticamente a subexposição às ações japonesas** enquanto parte da incerteza sobre como evoluirá sua política monetária e se a recuperação econômica não gera tração seja esclarecida, privilegiando-se regiões e/ou países onde as perspectivas são mais positivas e têm maior potencial de valorização.

AÇÕES EMERGENTES: China trazida para OW de neutro, sobre-exposição na América Latina reduzida pela neutralização de Small Cap LatAm, Ásia EM ex China mantida em OW e UW EMEA

Fevereiro foi um mês marcado pela aversão ao risco, o que é particularmente prejudicial para os mercados emergentes. Os retornos positivos (em USD) concentraram-se nos países da Europa Emergente, enquanto o mercado chinês caiu mais de USD 10%. Com isso, as valorizações foram ajustadas e à medida que o Congresso Nacional do Povo se desenvolve, decide-se **levar a China para OW de neutro**. Na **América Latina**, devido à maior incerteza e volatilidade global que caracteriza a **Small Cap**, é **decidido neutralizar a sobre-exposição que foi trazida**, enquanto **o OW é mantido no índice Large Cap**. Do lado da **Ásia EM ex China**, uma eventual recuperação no mercado de ações chinês impulsionaria esses mercados, de modo **que a posição OW será mantida**. **A exposição neutra continua na região EMEA**, devido a mercados menos cíclicos.

AMÉRICA LATINA: O overweight é reduzido

A América Latina conta com o suporte estrutural dos preços das *commodities*, beneficiando-se da transição energética e da reativação da economia chinesa. Além disso, as valorizações continuam sendo negociadas abaixo da média de 10 anos - alguns países perto de suas mínimas históricas -, permanecendo atraentes em comparação com o restante das economias emergentes. Por sua vez, é sustentado por tendências estruturais como o *nearshoring*, que pode ser utilizado através do México e *small caps*. No entanto, essas empresas de menor capitalização caracterizam-se por serem suscetíveis a maior volatilidade, sendo afetadas pela maior incerteza global. Com isso, **decidiu-se reduzir a sobre-exposição na América Latina, neutralizando a posição em LatAm small caps**.

No caso do **Brasil**, o PMI industrial melhora na margem (de 47,5 para 49,2 pts.), enquanto a economia cresceu 2,9% em 2022. Por sua vez, o mercado de trabalho mantém resiliência com a taxa de desemprego caindo para 7,9%, melhor que esperado, o menor nível desde fevereiro de 2015. Por outro lado, a inflação permaneceu em 5,8% em doze meses, destacando que o Banco Central tem comunicado sua preocupação com a menor velocidade de desaceleração, e o mercado elevou suas expectativas de inflação para 5,9% para este ano, ligeiramente superior à projeção da entidade monetária (5,6%). Enquanto isso, as expectativas em relação à taxa Selic continuam esperando que ela encerre o ano em 12,75% (dos atuais 13,75%). No plano político, Lula gerou polêmica em torno da modificação da meta de inflação (elevando-a de 3,25% para 4,5%), mas moderou o tom contra o Banco Central e garantiu que a autonomia da entidade monetária não seria discutida até 2024. No entanto, há ainda é um risco fiscal alto em relação ao nível de gastos e ao compromisso do governo com a sustentabilidade, então o mercado espera que eles anunciem a nova âncora fiscal no final de março para ter maior clareza a esse respeito. Por outro lado, os fluxos retornam aos ativos de risco brasileiro com entradas líquidas em fundos e ETFs para ~1,4% do total de ativos administrados em fevereiro. 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 atraente em relação à região no caso do primeiro-. Com base no exposto, com resiliência nos indicadores econômicos e valorizações atraentes, mas contrastadas com o risco fiscal e político, decide-se **manter uma posição neutra nas ações brasileiras**.

A economia **mexicana** continua com uma demanda interna sólida que melhora as expectativas com o IMEF industrial e não industrial de fevereiro avançando para 51,3 e 52,9 pts. respectivamente, enquanto o mercado de trabalho continua

a mostrar resiliência com a taxa de desemprego para janeiro em 3,0%. Por sua vez, a inflação de janeiro acelerou para 7,9% em doze meses, fazendo com que o Banxico surpreendesse o mercado na reunião de política monetária de fevereiro com uma alta de 50 bps, levando a taxa referencial para 11%. Isso fortaleceu o peso mexicano, que valorizou 2,9% em fevereiro, destacando-se entre as moedas emergentes de melhor desempenho, enquanto até agora acumula

uma valorização de 8,6%, juntamente com uma entrada de fluxos de fundos e ETFs de ~ 4,2% do total de ativos sob gestão. Por sua vez, o país conta com o apoio estrutural do *nearshoring* (transferência de parte da produção para outro país com menores custos e proximidade geográfica), dado o avanço no mundo da tendência de desglobalização. Exemplo da materialização desse fenômeno é o investimento de USD 5 bilhões com o objetivo de instalar a maior fábrica de veículos elétricos do mundo, que deve gerar cerca de 6.000 empregos e produzir cerca de um milhão de veículos elétricos. Em relação às valorizações, tanto o P/E *fwd.* como P/BV estão abaixo da média de 5 anos. Desta forma, com bons níveis de atividade aliados a um suporte estrutural que se concretiza e valorizações atrativas, decide-se **manter a sobre-exposição nas ações mexicanas.**

No **Chile**, iniciou-se um novo processo Constituinte com o início do funcionamento do comitê de especialistas e do comitê técnico de admissibilidade, sem maiores complicações conseguiram realizar a votação para escolher a diretoria das organizações e comissões. A comissão de especialistas será encarregada de redigir o esboço preliminar que servirá de base para o futuro conselho constitucional, com uma composição que integra a diversidade de forças políticas, mantendo o carácter moderador deste novo processo. Nos números econômicos, a economia voltou a surpreender, após a atividade econômica em janeiro ter crescido 0,4% em doze meses, bem acima da expectativa de contração de 0,5%. O recorde foi impulsionado pela resiliência do setor de serviços aliada ao aumento da produção da mineração, o que gerou melhores perspectivas econômicas para este ano, levando a um consenso para reduzir a contração esperada para 2023. Por outro lado, a surpresa inflacionária de janeiro (12,3% ano-a-ano) corrigiu em alta as expectativas de inflação para o final do ano e atrasou o início dos cortes na taxa de política monetária, onde os investidores esperam que ocorra em junho e atingiram cerca de 8,0% (dos atuais 11,25%). Por sua vez, os fluxos voltaram aos ativos de risco chilenos com entradas líquidas em fundos e ETFs para ~1,4% do total de ativos sob gestão em fevereiro. Em relação às valorizações, o P/L *fwd.* e P/BV permanecem em patamares atrativos, em termos absolutos e relativos à região – o primeiro em ~1,5 dev. padrão-. Com base no exposto, com menos incerteza política devido ao avanço da nova constituição e maior impulso externo da China, juntamente com uma atividade econômica que continua surpreendendo, **decide-se manter uma sobre-exposição nas ações chilenas.**

No caso da **Colômbia**, a economia continua com tendência de desaceleração, com a atividade econômica em dezembro decepcionando o mercado após crescer 1,3% em doze meses, enquanto o mercado de trabalho perde força, com a taxa de desemprego urbano em janeiro subindo para 14,5%, após a população ocupada cair 3,9% em relação ao mesmo período de 2022. Já a inflação de fevereiro ficou em 13,3% em doze meses, com a qual o mercado espera 2 altas adicionais de 25 bps. levando a taxa de política monetária até 13,25%. Além disso, o peso colombiano desvalorizou 3,9% em fevereiro, enquanto o déficit em transações correntes encerrou 2022 em 6,2% do PIB, sendo 19,3% superior ao final de 2021, o que pode aumentar a pressão sobre a moeda. No comércio internacional, o preço do petróleo (Brent) - principal produto de exportação do país - caiu 3,4% em fevereiro. A nível político, a incerteza continua a aumentar, com a agenda do governo a incluir o envio de 3 reformas estruturais para este ano: a da previdência, a trabalhista e a da saúde, tendo já mostrado o rascunho das 2 últimas, causando grande rejeição mesmo dentro do partido no poder, levando o governo para fazer sua primeira mudança de gabinete, trocando 3 ministros. 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 atraentes, mas contrastado com uma desaceleração econômica, moeda pressionada e alta incerteza política, juntamente com uma situação fiscal complicada, **decide-se colocar as ações colombianas em *underweight*.**

No caso do **Peru**, as mobilizações sociais diminuíram significativamente, concentrando-se no sul do país, em Puno, em menor escala. No entanto, a Câmara de Comércio e Produção estimou que até 28 de fevereiro os protestos geraram um custo de mais de 295 milhões de soles, deixando fracas expectativas de atividade econômica para o primeiro trimestre do ano. Por sua vez, a inflação de fevereiro ficou em 8,7% em doze meses, depois que o BC surpreendeu o mercado ao manter a taxa de juros em 7,75%, declarando que haverá uma pausa no processo de ajuste monetário. evolui, que, embora tenham se mantido estáveis em Lima, não está descartada a possibilidade de surpresas inflacionárias, projetando que a inflação permanecerá alta durante pelo menos o primeiro trimestre do ano, para retornar a uma trajetória lenta de

convergência à meta da instituição monetária. Pelo lado do comércio internacional, o preço do cobre - principal produto de exportação - caiu 3,4% em fevereiro e ainda não foi normalizada a produção da mineradora Las Bambas, mineradora que representou 10,5% da produção nacional de cobre em 2022. Quanto às valorizações, tanto a relação P/E fwd. já que o P/BV está sendo negociado abaixo de sua média de 5 anos. Com base no exposto, com valorizações atraentes, mas contrastadas com uma crise política que gera problemas de governança e aumenta o risco do país, afetando o investimento, é decidido **manter a *underweight* em ações peruanas**.

No caso da **Argentina**, a economia mantém trajetória de desaceleração após contrair 1,2% na comparação anual em dezembro, a primeira queda da atividade em doze meses desde a pandemia, enquanto a produção industrial no mesmo mês caiu 2,7%. Por sua vez, a inflação acelerou, atingindo 98,8% em doze meses em janeiro, com o que o cuidadoso programa de preços (fixa aumentos de preços para mais de 2.000 produtos) continuará ao longo do ano e o Banco Central decidiu manter a taxa de referência em 75%. No comércio internacional, a seca afetou negativamente as culturas de milho e soja, fazendo com que a Bolsa de Grãos corrigisse novamente para baixo a estimativa de produção para este ano (para 33,5 milhões de toneladas, uma redução de 4,5 milhões de toneladas em uma semana). No plano político, o chefe de governo Horacio Rodríguez Larreta anunciou sua candidatura presidencial para disputar as primárias em 13 de agosto, que decidirão os candidatos que se enfrentarão nas eleições presidenciais de 22 de outubro, em um cenário que até agora o a oposição é mais favorecida, mantendo-se o risco de que o partido no poder adote medidas populistas ao longo do ano para reverter esse quadro. Neste cenário de condições macroeconômicas complexas e risco político, é decidido **manter a *underweight* em ações argentinas**.

CHINA: OW é trazido do neutro

As comemorações do Ano Novo Lunar chinês culminaram com o Festival das Lanternas em 5 de fevereiro e, a partir desse dia, a economia chinesa voltou ao normal. Os níveis de congestionamento no metrô e nos voos domésticos voltaram à normalidade, e este aumento da atividade traduziu-se num recorde expansionista do PMI da indústria em fevereiro, surpreendendo o mercado e situando-se nos 51,6 pts. No entanto, o mês também foi marcado pelo aumento das tensões geopolíticas entre a China e outras potências mundiais. O conflito que começou com o governo dos EUA derrubando o “balão de vigilância” do governo chinês levou a novas sanções do gigante asiático a duas empresas norte-americanas ligadas ao setor de defesa. Por sua vez, os EUA anunciaram o aumento das suas tropas em Taiwan e a venda de armas à ilha por USD 619 milhões de dólares, o que despertou a ira do governo chinês e o ministério da defesa taiwanês anunciou que 19 aviões e 5 navios chineses em território taiwanês. Por seu lado, a China tentou assumir um papel neutro e emitiu um documento com 12 propostas para restabelecer a paz no conflito entre a Rússia e a Ucrânia. No entanto, esta proposta foi totalmente rejeitada, tanto pela Rússia como pelo Ocidente, devido à sua ambiguidade. Além disso, a China afirmou que, apesar de seu papel neutro, suas relações diplomáticas com a Rússia permanecem “sólidas como uma rocha”.

O mês de março será pautado pelo que acontece e se anuncia no Congresso Nacional Popular, que é uma instância anual que teve início a 5 de março e terá a duração de 8 dias. Ele relata o rumo que a política econômica seguirá ao longo do ano, bem como a meta de crescimento (5% para 2023, decepcionando o mercado que esperava em torno de 5,5%). Porém, desta vez é diferente porque também há troca de comando após o Congresso Nacional do Partido Comunista

realizado em outubro passado. Embora já sejam conhecidos os nomes de vários políticos que ocuparão os cargos vagos, há incerteza se os que chegam manterão os critérios tecnocráticos dos que ocuparam cargos elevados.

A inflação continua em níveis controlados, com dados de janeiro em 2,1% em doze meses e subjacente recorde de 1,0%. Isso tem levado o mercado a esperar eventuais cortes nas taxas de referência para estimular a economia, que permaneceram inalteradas até sua reunião em fevereiro. Após a queda de USD 10% da ação em fevereiro, as valorizações se ajustaram e voltaram a ser negociadas com desconto em relação às médias de 5 anos. O índice de surpresa econômica subiu para território positivo, acima de seus pares emergentes. No último mês, continuou a verificar-se uma entrada líquida de fluxos de investimento para o ETF mais representativo e as projeções de crescimento econômico continuam

a ser corrigidas em alta, o que seria impulsionado por um aumento considerável do consumo doméstico, dado o elevado nível de poupança. Com tudo e taticamente, decide-se assumir **uma posição OW na China, de neutro.**

ÁSIA EMERGENTE EX CHINA: OW permanece

Assim como o mercado chinês, o desempenho do resto da Ásia emergente foi negativo em fevereiro. O *momentum* econômico melhorou nos países asiáticos e os bancos centrais continuaram a aderir à pausa nas altas de juros. Todas as moedas da região depreciaram e a Indonésia foi o único mercado com rentabilidade positiva (em USD), associada ao aumento do preço do óleo de palma, um dos seus principais produtos de exportação. Nesse contexto, com perspectivas de maior apetite por risco nos próximos meses e sua alta correlação com o mercado chinês, **se mantém o OW na Ásia EM ex China.**

Na **Índia**, o *momentum* econômico é mantido com um PMI de manufatura em 55,3 pontos. e sobre seus pares na região. A queda dos mercados, que acumula uma queda de 11,2% nos últimos 3 meses, levou a uma correção nas valorizações e em ambos os índices P/L *fwd.* como P/BV eles começam a negociar abaixo da média dos últimos 5 anos. As projeções de lucro para este ano são corrigidas para cima em relação aos demais países emergentes e observa-se uma entrada líquida de fundos e ETFs. Os relatórios corporativos do quarto trimestre mostram um crescimento ano-a-ano estável, com surpresas ligeiramente positivas, apesar do fato de a economia ter crescido 4,4% ano-a-ano no último trimestre de 2022. A inflação acelerou em janeiro para 6,5% às doze meses, enquanto o recorde subjacente permaneceu em 6,3% ao ano. Diante dessa informação, o Banco Central decidiu elevar novamente a taxa referencial em 25 bps. na reunião de fevereiro até 6,5% e sugeriram que haveria aumentos pendentes nas reuniões seguintes, o que pode impactar o desempenho do mercado. Por sua vez, o conflito com o grupo Adani continua, injetando volatilidade no mercado. Em uma notícia mais positiva, 5,9 milhões de toneladas de lítio foram descobertas durante o mês de fevereiro, o que pode impulsionar o desenvolvimento da indústria de veículos elétricos. **Diante do exposto, decide-se manter a posição neutra nas ações indianas.**

A **Coreia do Sul** caracteriza-se por ser um mercado cíclico e intimamente ligado à indústria de semicondutores. Em fevereiro apresentou retornos negativos de 6,9% (em dólares) e um *momentum* econômico que se manteve em relação a janeiro, apresentando um PMI industrial de 48,5 pts. Enquanto a relação de P/U *fwd.* está negociando em torno de sua média de 5 anos, o múltiplo P/BV está quase um desvio padrão abaixo dele. No último mês, as entradas de fundos e ETFs continuaram e os relatórios corporativos do quarto trimestre de 2022 mostraram uma queda significativa nos lucros, mas com ~ 50% de surpresas positivas. Os dados de inflação de fevereiro desaceleraram para 4,8% no comparativo anual e o núcleo da inflação continua desacelerando. Na reunião de fevereiro, o Banco Central decidiu manter a taxa referencial em 3,5%, em consonância com o esperado, após 10 altas consecutivas num total de 300 bps. Embora no comunicado tenham reconhecido a fragilidade da economia coreana, referiram que esperam que esta comece a recuperar na segunda metade do ano. Embora as tensões com a Coreia do Norte continuem, elas não injetaram mais volatilidade no mercado. Por seu lado, Gavekal destacou a possibilidade da Coreia do Sul entrar na corrida para ser reclassificada como país desenvolvido pela MSCI, o que poderá significar um impulso adicional. Neste contexto, decide-se levar **a posição em ações sul-coreanas a um ligeiro OW.**

Em fevereiro, o *momentum* econômico de **Taiwan** continuou em território negativo com um PMI industrial de 49 pontos, acima do recorde do mês anterior e impulsionado pela celebração do Ano Novo Lunar Chinês. Os mercados em fevereiro mostraram uma queda bastante limitada (0,2% em dólares) em relação aos seus pares, apoiados por entradas líquidas de investimento. No entanto, os pedidos de exportação para janeiro caíram 19,3% em relação ao ano anterior, com quedas de 46% da China. Os relatórios corporativos do quarto trimestre do ano passado mostram queda nos lucros e surpresas negativas, enquanto a projeção de lucro para este ano continua corrigida para baixo. A relação P/U *fwd.* negocia com desconto em relação à sua média de 5 anos, enquanto o P/BV negocia acima de seus valores históricos. Embora o mercado taiwanês se caracterize pela sua ciclicidade, mais recentemente tem estado exposto a tensões acrescidas com a China e os EUA. Como mencionado antes os EUA anunciou o fortalecimento do apoio militar e político a Taiwan, que mais uma vez enviou aviões e navios militares para solo taiwanês. Por sua vez, o Congresso Nacional do Povo insistiu na

reunificação pacífica de Taiwan. Embora o cenário base não consista num desfecho catastrófico deste conflito, o potencial do mercado taiwanês é parcialmente dissipado pela possibilidade de aumento das tensões. Assim, decide-se **manter a posição neutra que foi trazida nas ações taiwanesas.**

No lado do Sudeste Asiático, a **Indonésia** continua a mostrar um PMI manufatureiro em território positivo em (51,2 pts.). Em fevereiro, foi o único mercado emergente da Ásia com desempenho positivo (em dólares), em linha com seu viés mais defensivo e com o aumento do preço do óleo de palma, que é um de seus principais produtos de exportação. Por sua vez, o Banco Central interrompeu o ajuste monetário na reunião de fevereiro, com a inflação subjacente continuando a desacelerar para 3,1% ao ano naquele mês. Embora as valorizações sejam negociadas com desconto histórico (somente para P/U *fwd.*), os fundos e ETFs apresentam saídas líquidas de fluxos de investimento no último mês. Do lado **tailandês**, o PMI industrial de fevereiro continuou a acelerar, atingindo 54,8 pontos. Em fevereiro, o Banco Central não atendeu, e a inflação desacelerou para 3,8% naquele mês, fazendo com que esta autoridade se unisse aos vizinhos na pausa do ajuste. Embora o turismo tailandês se beneficie da reabertura chinesa, as valorizações estão próximas de suas médias de 5 anos e as projeções de lucro para este ano são corrigidas para baixo. Com tudo o que foi dito acima, é decidido **levar um leve UW Indonésia e manter o neutro na Tailândia.**

EMEA: UW é mantido

Em fevereiro, observaram-se quedas dos preços do petróleo na ordem dos 3%. O anterior levou à deterioração dos termos de troca dos países da região que se especializaram na exportação desta *commodity*, enquanto os países da Europa emergente apresentaram os melhores retornos dentro dos países emergentes. Na Turquia, houve uma série de terremotos/tremores durante o mês que injetaram volatilidade nos mercados. Depois do fevereiro negativo para os mercados, no curto prazo esperaríamos um desempenho mais positivo nos mercados de países mais cíclicos, então **mantemos o UW na EMEA.**

O PMI manufatureiro da **África do Sul** entrou em território levemente expansionista em fevereiro (50,5 pts). No entanto, os novos pedidos continuam a cair e o emprego cai pela primeira vez em um ano. As quedas de energia continuaram, mas com menor frequência na segunda quinzena do mês. Dentro da EMEA, o Banco Central da África do Sul foi o único que não se reuniu em fevereiro e na reunião de janeiro manteve um viés de dados dependente, enquanto os demais países da região já interromperam seus ajustes ou começaram a cortar taxas (Turquia). O recorde de inflação desacelerou em janeiro, enquanto o núcleo se manteve em 4,9% anuais. A relação P/U *fwd.* negocia um desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos, enquanto a relação P/BV está em torno de sua média. Projeções de lucro para 2023 continuam corrigidas para baixo e saída líquida de fundos de investimento e ETFs continua sendo observada. Portanto, **a subexposição nos ações sul-africanas é ligeiramente aumentada.**

Em fevereiro, o **mercado turco** apresentou uma rentabilidade positiva em dólares (5,5%), porém, foi um mês particular devido ao fato de o mercado ter ficado fechado por alguns dias para evitar uma saída de fluxos de investimento muito

pronunciada como resultado do terremoto, que não pôde ser evitado com saídas de 21% do AUM do ETF mais representativo no último mês. O PMI industrial de fevereiro permaneceu estável em 50,1 pontos, fortemente afetado pelo terremoto. Na reunião de fevereiro, o Banco Central cortou a taxa básica de juros em 50 bps. alta de 8,5%, abaixo do corte esperado de 100 bps. No comunicado, ele deu um viés expansivo, por isso o mercado espera que os cortes de juros continuem, voltando a patamares de 7% não vistos desde 2013. Isso, em ano de eleições presidenciais. A inflação em fevereiro desacelerou para 55,2%, mas bem acima da meta. Pelo lado das valorizações o P/U *fwd.* continue negociando com um desconto de 1 dev. abaixo de sua média de 5 anos, mas a previsão de ganhos para este ano continua sendo corrigida para baixo. Embora as perspectivas econômicas sejam negativas, face aos elevados níveis de inflação, o mercado turco revelou-se um bom local para os investidores se refugiarem das taxas reais negativas. Neste contexto, **a subexposição nas ações turcas é reduzida.**

Se mantém o neutro nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria). A partir de fevereiro, o mercado tcheco mostra o melhor desempenho acumulado entre os países emergentes, associado a um melhor sentimento em relação à Europa, depois de ter saído menos afetado pela guerra entre a Rússia e a Ucrânia do que o esperado. Enquanto as economias C3 continuam a ser negociadas com valorizações descontadas, o PMI para manufatura na República Tcheca e na Polônia permanece em território contracionista. Os bancos centrais interromperam o ajuste monetário, mas a inflação segue bem acima da meta e segue acelerada. Por seu lado, a projeção de lucros para este ano é corrigida em baixa na Polônia no último mês, e ligeiramente em alta na República Checa e na Hungria.

A inflação da **Arábia Saudita** voltou a acelerar para 3,4% em janeiro, mas ainda próxima da meta de 3,0%. Com a queda do preço do petróleo em fevereiro, os termos de troca deste país continuaram a deteriorar-se, mas o *momentum* econômico acelerou com um PMI industrial de fevereiro de 59,8 pts. O mercado caiu USD 6,3% em fevereiro, pressionado pelos preços mais baixos do petróleo, que ajustaram as valorizações e a relação P/U *fwd.* negocia mais de 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos. Embora se preveja um fraco crescimento dos lucros para este ano, no último mês eles continuaram a ser corrigidos para baixo e não foram observadas entradas nem saídas líquidas no último mês para o ETF mais representativo do país. Neste contexto, mantém-se uma **posição neutra nas ações sauditas.**

RENDA FIXA

US TREASURIES: duração do overweight, o overweight é aumentado na parte longa da curva, a parte mais curta é neutralizada e o underweight é reduzido em TIPS

Durante o mês de fevereiro, a economia americana surpreendeu o mercado ao mostrar um mercado de trabalho forte e resistente aos ajustes da política monetária, enquanto os dados de inflação mudaram a tendência dos últimos meses e surpreenderam em alta, gerando preocupação nos mercados. Dessa forma, as expectativas do mercado começam a se alinhar com a visão do Fed e elevam suas projeções para a taxa de juros, esperando altas de pelo menos 25 bps. nas próximas três reuniões, levando a taxa referencial ao patamar de 5,50%-5,75% e adiando a expectativa de corte de juros para 2024. Assim, foram observadas altas de juros em todos os termos da curva, em linha com a expectativa de mais inflação persistente e taxas mais altas por mais tempo. As obrigações do tesouro a 10 anos ultrapassaram o patamar dos 4%, enquanto as obrigações a 2 anos registaram um nível próximo dos 5%, de forma que a curva de rendimentos se encontra no seu nível de investimento mais elevado dos últimos 40 anos. Do lado da volatilidade, o índice MOVE -que mede a volatilidade através da curva de juros- teve um aumento considerável durante o mês, voltando a 128 pts. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, voltam a aumentar e atingem patamares de 3,27% e 2,38%, respectivamente, mostrando que as expectativas de inflação se desancoraram diante das surpresas. inflacionário. Diante do exposto, neste mês aumenta a exposição aos títulos soberanos dos Estados Unidos, posicionando-se na parte longa da curva devido à reação exagerada que o mercado tem tido diante da força da economia norte-americana. Desta forma, se neutraliza o OW na *treasury* de 5 anos é neutralizado, enquanto o OW de 10 e 30 anos é levado. Por outro lado, com o aumento dos riscos inflacionários e buscando reduzir o nível de risco, o OW é diminuído no TIPS.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: o overweight é mantido

Os países desenvolvidos seguem a mesma tendência, e assim como nos Estados Unidos, tanto na Europa quanto no Reino Unido o recorde de inflação de janeiro também surpreendeu para cima, fazendo com que o mercado aumente suas expectativas de alta de juros e comece a se alinhar com uma visão “hawkish”. Por sua vez, o *Investment Grade* continua sendo uma alternativa atrativa em termos de risco/retorno, com o reajuste das taxas do mês passado, os *yields* voltaram a ser atrativos, enquanto sua maior qualidade de crédito oferece proteção contra eventos de risco. Diante do exposto, a sobre-exposição é mantida.

GLOBAL HIGH YIELD: neutro é mantido

Os *spreads* do segmento *High Yield* permanecem bastante apertados e em torno de suas médias históricas, portanto, não parecem incorporar um cenário recessivo ou de materialização de um evento de risco; assim, diante de qualquer deterioração da situação econômica, tenderiam a se expandir. Neste sentido, apesar de o *Global High Yield* apresentar rentabilidades atrativas com uma *yield* de 8,5%, o nível de *spreads* e a menor qualidade de crédito que oferece face a alternativas de maior qualidade leva-nos a manter a prudência na classe de ativos. Diante do exposto, uma posição neutra é mantida no *Global HY*.

DÍVIDA EMERGENTE: mantém-se a underweight em títulos soberanos, reduz-se a overweight em títulos corporativos e local markets

Com o aumento dos *yields* em fevereiro, a atratividade dos ativos de renda fixa retorna e, dentro destes, a dívida emergente se destaca por oferecer *yields* mais elevados do que a dívida dos países desenvolvidos, em troca de maior risco de crédito; no entanto, esse risco permanece limitado e estima-se de *defaults* de dívidas emergentes para este ano foram corrigidos para baixo. Por outro lado, os países emergentes continuam a beneficiar da reabertura da China. Em relação à dívida soberana emergente, após o reajuste das taxas no mês passado, a expectativa de uma eventual queda nas taxas pode ser um impulso para a classe de ativos devido a sua maior duração, porém, sua menor qualidade de crédito oferece menor proteção contra eventos de risco, o que torna é menos atraente em comparação com outras alternativas. Relativamente à dívida empresarial emergente, nos últimos meses os *spreads* têm-se estreitado consideravelmente e encontram-se em torno das suas médias históricas, no entanto, mantém-se ainda uma visão favorável tanto nos ativos *High Yield* como nos *Investment Grade*, devido à melhoria das perspectivas na Ásia, especialmente no Segmento de *High Yield* com sinais de recuperação no setor imobiliário chinês, enquanto na América Latina empresas mantêm boa saúde corporativa e baixos níveis de alavancagem. Ao lado de *local markets*, durante o último mês, o dólar beneficiou do ajuste feito pelo mercado, que espera um *peak* de taxa mais elevado, recuperando parte da força que a moeda apresentou no ano passado; no entanto, espera-se que essa força diminua e o dólar volte a desvalorizar como vemos uma normalização nos registros de inflação, portanto, ainda se mantém uma visão favorável em relação às moedas emergentes para 2023. De acordo com o mencionado anteriormente, mantém-se o *UW* em dívida soberana, reduz-se a exposição a dívida corporativa *HY*, *IG* e *local markets*.

EXPOSIÇÃO CAMBIAL | Março de 2023

Moedas	Bench.	Febrero	Marzo	OW/UW	Câmbio	
USD	56,0%	53,1%	53,3%	UW	-2,7%	0,2%
EUR	7,3%	8,5%	8,5%	OW	1,2%	
GBP	1,5%	1,6%	1,6%	OW	0,1%	
JPY	2,4%	1,0%	1,0%	UW	-1,4%	
GEMs	33,0%	35,9%	35,7%	OW	2,7%	-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. Neste mês não são tomadas posições ativas de moeda e a exposição resultante da alocação de ativos é deixada em vigor.

RESULTADOS TAACO GLOBAL | Fevereiro de 2023

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição ao Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Selectividade
Ações	50%	55%	5%	-3,8%	-1,9%	-2,1%	-2,5	-2,5
Renda Fixa	50%	45%	-5%	-2,8%	-1,4%	-1,3%	-2,5	-0,9
Caixa	0%	0%	0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0	0,0
Ouro	0%	0%	0%	-5,2%	0,0%	0,0%	0,0	0,0
Cobertura						0,0%	0,0	0,0
Portfólio					-3,28%	-3,36%	-5,1	-3,4
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13,1%	14,0%	0,9%	-0,9%	-0,12%	-0,13%	2,6	
Europe Small Cap ex UK	1,4%	1,4%	0,0%	0,7%	0,01%	0,01%	0,0	
UK	2,9%	2,9%	0,0%	-0,2%	-0,01%	-0,01%	0,0	
US Large Cap Growth	14,3%	14,3%	0,0%	-1,3%	-0,19%	-0,19%	0,0	
US Large Cap Value	15,7%	15,7%	0,0%	-3,6%	-0,57%	-0,57%	0,0	
US Small Caps	4,1%	4,1%	0,0%	-1,8%	-0,08%	-0,08%	0,0	
Japan	4,8%	1,8%	-3,0%	-3,9%	-0,19%	-0,07%	0,3	
Desenvolvidos	56,3%	54,2%	-2,1%	-2,0%	-1,14%	-1,03%	2,8	
LatAm	4,1%	5,7%	1,6%	-6,4%	-0,26%	-0,36%	-4,1	
LatAm Small Cap	0,7%	1,7%	1,0%	-7,6%	-0,05%	-0,13%	-3,8	
China	11,8%	11,8%	0,0%	-10,4%	-1,22%	-1,22%	0,0	
EM Asia ex China	16,5%	17,5%	1,0%	-4,3%	-0,71%	-0,75%	-0,5	
EM Asia Small Cap	4,0%	4,0%	0,0%	-2,7%	-0,11%	-0,11%	0,0	
EM Europe and Middle East	6,6%	5,1%	-1,5%	-4,4%	-0,29%	-0,23%	0,9	
Emergentes	43,7%	45,8%	2,1%	-6,1%	-2,64%	-2,80%	-7,5	
Equities					-3,78%	-3,83%	-4,6	
Treasuries 5Y	6,5%	7,5%	1,0%	-2,3%	-0,15%	-0,18%	0,4	
Treasuries 10Y	11,2%	11,2%	0,0%	-3,1%	-0,35%	-0,35%	0,0	
Treasuries 30Y	6,4%	6,4%	0,0%	-4,5%	-0,29%	-0,29%	0,0	
US Tips	2,9%	0,4%	-2,5%	-1,4%	-0,04%	-0,01%	-3,5	
Global Corporate IG	26,4%	27,5%	1,1%	-3,2%	-0,85%	-0,88%	-0,5	
Global Corporate HY	4,6%	4,6%	0,0%	-1,6%	-0,08%	-0,08%	0,0	
Dívida Desenvolvidos	58,0%	57,6%	-0,4%	-3,0%	-1,75%	-1,77%	-3,6	
EM Sovereign IG	5,3%	2,1%	-3,2%	-2,1%	-0,11%	-0,04%	-2,2	
EM Sovereign HY	5,6%	3,0%	-2,6%	-2,4%	-0,13%	-0,07%	-1,0	
EM Corporate IG	3,9%	6,5%	2,6%	-1,5%	-0,06%	-0,10%	3,3	
EM Corporate HY	5,0%	7,1%	2,1%	-2,0%	-0,10%	-0,14%	1,5	
EM Local Markets	22,2%	23,7%	1,5%	-2,8%	-0,62%	-0,66%	0,0	
Dívida Emergente	42,0%	42,4%	0,4%	-2,4%	-1,02%	-1,02%	1,6	
Fixed Income					-2,77%	-2,79%	-2,0	

*Anualizado ** Desde 2001
Dados de 28 de fevereiro de 2023

No final de fevereiro, o TAACo Global teve uma perda de 3,4%, 8,5 bps. abaixo do desempenho de *benchmark*. Ao nível da *attribution analysis*, (i) a alocação de ativos gerou um *underperformance* face ao *benchmark* dadas as quedas mais limitadas dos títulos do que das ações, (ii) a seleção de instrumentos prejudicou o valor tanto em renda variável como em renda fixa. No primeiro, a sobre-exposição na América Latina e na Ásia EM ex. A China diminuiu o valor, ao contrário da OW Europe, UW Japan e EMEA. Em renda fixa, a seletividade foi negativa, principalmente pela subexposição em TIPS e mercados emergentes soberanos.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	
TAACo	-3,4%	1,6%	2,1%	-8,1%	1,9%	1,1%	3,1%	6,6%	10,2%
Benchmark	-3,3%	1,2%	2,1%	-10,4%	0,4%	0,2%	2,3%	4,7%	9,9%
Out/Under perf. (bps)	-8	43	7	228	158	93	89	192	
Ações	-3,8%	0,4%	3,4%	-10,7%	4,9%	1,3%	4,2%	4,4%	14,9%
Benchmark	-3,8%	0,6%	3,3%	-10,9%	4,7%	1,2%	4,0%	3,7%	14,8%
Europe ex UK	-0,9%	8,3%	8,3%	-3,6%	6,3%	1,6%	3,4%	3,5%	19,6%
Europe Small Cap ex UK	0,7%	12,3%	10,3%	-9,3%	7,0%	1,0%	6,4%	10,0%	23,3%
UK	-0,2%	5,7%	6,2%	-3,9%	4,5%	-1,0%	-0,4%	0,5%	18,8%
US Large Cap Growth	-1,3%	-0,4%	9,0%	-16,6%	11,0%	10,8%	13,4%	--	22,0%
US Large Cap Value	-3,6%	-5,2%	-1,6%	-4,3%	7,9%	4,4%	6,7%	5,1%	17,6%
US Small Caps	-1,8%	1,6%	8,3%	-4,8%	11,3%	6,7%	8,9%	11,1%	23,4%
Japan	-3,9%	2,2%	2,1%	-11,3%	1,3%	-2,0%	3,1%	1,6%	15,8%
Desenvolvidos	-2,4%	0,1%	4,5%	-7,3%	9,9%	6,9%	8,8%	8,3%	18,1%
LatAm	-6,4%	-2,1%	2,7%	-8,7%	-3,2%	-6,6%	-5,4%	5,5%	30,5%
LatAm Small Cap	-7,6%	-0,2%	1,9%	-9,5%	-7,1%	-6,3%	-7,8%	7,9%	33,5%
China	-10,4%	5,4%	0,2%	-16,1%	-6,2%	-5,5%	2,4%	10,6%	26,3%
EM Asia ex China	-4,3%	-2,9%	1,9%	-14,8%	8,5%	3,1%	4,8%	--	20,1%
EM Asia Small Cap	-2,7%	1,8%	3,4%	-13,3%	10,3%	0,2%	2,5%	9,3%	20,5%
EM Europe and Middle East	-4,4%	-5,3%	-2,2%	-25,9%	-5,7%	-9,4%	-5,9%	2,8%	20,8%
Emergentes	-6,5%	-0,5%	0,9%	-15,3%	1,0%	-1,9%	1,5%	10,5%	18,9%
Renda fixa	-2,8%	1,7%	0,8%	-9,1%	-3,7%	-0,8%	0,6%	5,6%	6,2%
Benchmark	-2,8%	1,7%	0,8%	-10,2%	-4,3%	-1,2%	0,2%	4,7%	6,2%
Treasuries 5Y	-2,3%	-1,0%	-0,5%	-8,4%	-3,5%	0,4%	0,4%	4,3%	4,3%
Treasuries 10Y	-3,1%	-1,3%	-0,2%	-14,1%	-6,1%	0,1%	0,2%	4,8%	7,6%
Treasuries 30Y	-4,5%	-1,2%	1,4%	-27,9%	-13,3%	-1,5%	0,4%	6,2%	16,2%
US Tips	-1,4%	-0,6%	0,4%	-10,4%	0,2%	2,6%	1,2%	6,0%	5,9%
Global Corporate IG	-3,2%	0,9%	0,7%	-11,7%	-4,1%	-0,4%	1,0%	5,7%	8,3%
Global Corporate HY	-1,6%	2,9%	2,4%	-6,4%	0,1%	1,5%	3,3%	9,1%	9,8%
Dívida Desenvolvidos [1]	-3,1%	0,4%	0,6%	-12,1%	-4,3%				
EM Sovereign IG	-2,1%	0,6%	0,5%	-10,0%	-5,3%	0,4%	1,6%	7,9%	9,1%
EM Sovereign HY	-2,4%	2,0%	1,4%	-5,5%	-3,6%	-1,8%	1,1%	9,7%	14,6%
EM Corporate IG	-1,5%	1,9%	1,0%	-7,4%	-3,2%	1,1%	2,0%	--	6,2%
EM Corporate HY	-2,0%	5,7%	2,0%	-3,4%	-2,6%	0,9%	3,1%	--	10,8%
EM Local Markets	-2,8%	3,4%	0,8%	-6,1%	-1,9%	-1,5%	-1,2%	--	10,9%
Dívida Emergentes [1]	-2,4%	3,2%	1,1%	-6,0%	-3,1%				
Caixa	0,3%	1,0%	0,7%	2,2%	0,8%	1,3%	0,8%	1,8%	0,4%
Ouro	-5,2%	4,1%	0,6%	-4,5%	4,3%	6,7%	1,4%	12,9%	13,8%

* 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	2023e	2024e		2023e
DM	15.8x	14.9x	2,0%	2.8x	2.2x	0%	10%	14%	-
US	17.9x	16.1x	2,0%	4.0x	3.0x	0%	12%	18%	-
Europe	12.6x	13.0x	3,0%	1.9x	1.7x	-2%	8%	12%	-6,3
Japan	12.2x	14.6x	3,0%	1.2x	1.3x	-5%	3%	9%	-2,4
EM	11.5x	11.4x	3,0%	1.6x	1.7x	-6%	15%	11%	-1,9
EM Asia	12.5x	12.1x	3,0%	1.6x	1.7x	-3%	19%	11%	-4,2
CEEMEA	9.8x	9.2x	5,0%	1.7x	1.5x	-4%	9%	14%	-2,5
LatAm	8.1x	11.8x	6,0%	1.6x	1.9x	-16%	1%	14%	-0,5
China	10.5x	11.3x	2,0%	1.4x	1.8x	13%	13%	11%	0,8
S.Korea	11.7x	9.7x	4,0%	0.9x	1.2x	-32%	46%	7%	-0,4
Taiwan	14.0x	14.4x	4,0%	2.2x	1.9x	-18%	20%	15%	-0,8
India	19.6x	17.0x	2,0%	3.3x	3.1x	14%	19%	15%	1,4
Indonesia	13.2x	14.1x	4,0%	2.4x	3.2x	8%	6%	17%	1,7
Malaysia	12.6x	14.8x	4,0%	1.4x	1.9x	10%	6%	10%	1,3
Thailand	16.8x	13.6x	3,0%	1.9x	2.0x	5%	12%	11%	3,4
Philippines	14.8x	16.2x	2,0%	1.9x	2.5x	18%	14%	12%	0,8
S. Africa	8.5x	12.2x	5,0%	1.7x	2.3x	-2%	13%	17%	-4,3
Turkey	4.8x	7.9x	7,0%	1.7x	1.4x	-18%	9%	26%	-0,3
Poland	7.0x	11.4x	5,0%	0.9x	1.3x	-31%	2%	13%	-0,2
Czech R.	12.9x	12.1x	7,0%	2.5x	1.7x	-38%	16%	14%	-0,3
Saudi	14.4x	14.3x	4,0%	2.2x	2.1x	3%	10%	14%	4,8
UAE	11.2x	11.6x	5,0%	1.7x	1.3x	4%	1%	14%	2,8
Brazil	6.8x	10.6x	7,0%	1.5x	1.8x	-21%	-1%	13%	-0,3
Mexico	12.8x	15.0x	4,0%	2.1x	2.5x	15%	15%	15%	0,9
Chile	7.9x	15.0x	9,0%	1.2x	1.9x	-22%	-12%	17%	-0,4
Colombia	5.3x	12.9x	4,0%	0.9x	1.5x	0%	-11%	22%	-
Peru	10.6x	12.5x	5,0%	1.8x	2.8x	1%	9%	16%	10,6

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 23 de febrero de 2023

* 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 do mesmo. 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.