

Dezembro de 2023

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Nov	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início * **	
TAACo	6.7%	1.3%	7.5%	7.0%	-0.1%	3.6%	3.2%	4.9%	10.1%
Benchmark	6.9%	1.1%	7.7%	6.8%	-1.7%	2.8%	2.4%	3.5%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	-16	15	-17	20	162	73	76	133	
Ações	8.9%	1.3%	11.7%	8.4%	1.4%	5.0%	4.1%	3.5%	14.8%
Benchmark	8.8%	1.2%	11.8%	8.8%	1.2%	5.0%	3.9%	3.0%	14.7%
Renda Fixa	5.0%	1.0%	3.6%	4.6%	-4.3%	0.7%	1.1%	4.1%	6.2%
Benchmark	5.0%	1.0%	3.6%	4.5%	-4.9%	0.3%	0.7%	3.4%	6.2%
Caixa	0.4%	1.4%	4.6%	5.0%	2.0%	1.8%	1.2%	1.4%	0.5%
Ouro	1.9%	4.8%	12.2%	16.1%	4.9%	10.8%	5.0%	9.5%	14.5%

Resultados em 30 de novembro de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

OUTLOOK 2024: Ano de definições

Em nosso Outlook de 2023 de um ano atrás, mencionamos - primeira grande questão - duas mudanças esperadas: (i) a mudança do Fed para uma política monetária expansionista, para a qual se concluiu que ele não reduziria a taxa de referência (*Fed Funds Rate*) até ver dados consistentes e sustentados de queda da inflação, e que a convergência para a meta de 2% levaria mais de um ano; e (ii) os estímulos que a China começaria a aplicar para uma política pragmática de recuperação do crescimento, para a qual se esperava pragmatismo do governo.

No final de 2023, a taxa dos EUA está em 5,5%, pois a resiliência da economia dos EUA tem sido notável e alguns sinais de fraqueza estão apenas começando a aparecer. A inflação tem sido resiliente e, depois de ainda estar perto de 4% até setembro, em outubro houve uma queda significativa para 3,2% a.a, chegando a 3,1% em novembro. No entanto, os preços subjacentes, que não são voláteis, ainda estão em 4% ao ano.

Quanto à China, embora tenha feito uma mudança de política, o estímulo e os sinais do governo não foram suficientes para restaurar a atividade, nem a confiança dos investidores estrangeiros e dos consumidores e investidores locais. A crise imobiliária persiste e o governo "resgataria" o setor, mas está concentrado em reequilibrar o crescimento em direção à demanda e ao consumo.

A segunda grande questão é que o risco geopolítico continuaria presente e afetaria os assuntos globais. Certamente, tensões e guerras estiveram presentes: disputas entre a China e os Estados Unidos sobre Taiwan, várias sanções em diferentes regiões e países, a guerra na Ucrânia "se arrastou" e a guerra entre Israel e o Hamas estourou.

A desglobalização e o regionalismo que mencionamos há um ano se refletem na consolidação de um mundo multipolar, com múltiplas características em várias esferas. Guerras; a da Ucrânia que se perpetua ao longo do tempo e um reajuste social, geopolítico e econômico ao status quo; a do Hamas e Israel que provavelmente retornará a uma situação de instabilidade, tensão permanente e desequilíbrio que existe na região há décadas; e ambas com custos humanos e sociais enormes e irreparáveis.

ÍNDICE

OUTLOOK 2024: O ano das definições.....1

Alocação de ativos4

Outlook ativos alternativos.....19

Resultados globais do TAACo em novembro de 2023 22

Desempenho histórico 23

2023: um ano de inflação alta, aumento das taxas de juros e desaceleração global

O núcleo da inflação dos EUA permanece resiliente

O estímulo na China não foi suficiente

O risco geopolítico permanecerá

Um mundo multipolar está se consolidando

Outro aspecto dos efeitos desse mundo multipolar é a dinâmica econômica resultante das mudanças nas relações internacionais. Isso inclui o *nearshoring* e o *friendshoring* (deslocamento de atividades comerciais da China para a Índia e o México, por exemplo).

Por fim, o quarto tema principal, a transição energética, continuou, mas o ritmo de progresso diminuiu, e a geopolítica e a mudança climática, os desastres naturais associados, fizeram com que a demanda e a produção de combustíveis tradicionais aumentassem.

2024 seria o ano que definiria o desenrolar do atual ciclo econômico, que começou com a recuperação pós-pandemia no terceiro trimestre de 2020. Estímulos fiscais e monetários sem precedentes foram colocados em ação, levando ao superaquecimento econômico com taxas de inflação não vistas há quatro décadas. Os bancos centrais do mundo, liderados pelo Fed dos EUA, implementaram políticas monetárias rígidas e começaram a retirar liquidez em uma economia e mercados globais que estavam em uma postura monetária expansionista e com taxas de juros em mínimos históricos quase desde a Grande Crise de 2008 (24 anos). O baixo crescimento econômico, a ausência de inflação e a baixa produtividade caracterizaram esse período. Pela primeira vez desde a década de 1980, a economia global entrou em um ciclo de negócios clássico de recuperação-aceleração-desaceleração que agora está atingindo seu ponto mais baixo. A economia de um mundo com características estruturais diametralmente diferentes do que era há quatro décadas, que passou por uma revolução tecnológica e com uma revolução digital em andamento, a China como protagonista no cenário global e novas dinâmicas geopolíticas, políticas e sociais, torna um grande desafio posicionar um portfólio de investimentos para atravessar esse período.

Até 2024, de acordo com nossa análise, os principais impulsores de tendências para os mercados globais incluirão o seguinte:

Esse ciclo se encerrará com um aumento na atividade, um *soft landing* ou uma recessão? Os ganhos de produtividade da Inteligência Artificial e da digitalização evitarão um ajuste "doloroso" no crescimento? A China encontrará o caminho para um crescimento renovado?

Atualmente, o cenário mais provável no curto prazo é um *soft landing da* economia global. Os Estados Unidos estão começando a mostrar sinais de fraqueza no mercado de trabalho e no setor de serviços, pilares da resiliência demonstrada pela economia norte-americana. A China registra um declínio estrutural em seu crescimento (em torno de 4,5% no próximo ano), uma crise persistente no setor imobiliário e estímulos econômicos diante de uma falta de confiança entre os consumidores e investidores locais e estrangeiros que não permitiu que a recuperação econômica ganhasse força. O desempenho econômico do gigante asiático continuará a depender do equilíbrio e da predominância dessas variáveis.

A Quarta Revolução Industrial (digitalização, inteligência artificial, novas megatendências) certamente trará ganhos de produtividade. Entretanto, quando isso se manifestará e em que ritmo é imprevisível, e é difícil quantificar se isso evitará que uma taxa de juros alta de longo prazo e a retirada de liquidez criem uma recessão mais profunda.

A desglobalização impulsiona o *nearshoring* e o *friendshoring*

2024 seria um ano de desdobramento do ciclo econômico, entrando em um ciclo clássico de recuperação-aceleração-desaceleração.

Temas 2024:

Ajuste na atividade, *soft landing* ou recessão?

O *soft landing* global como cenário de base

A 4ª Revolução Industrial trará ganhos de produtividade

Isso nos deixa com pouca visibilidade em relação ao segundo semestre de 2024. Daqui a meio ano, ficará claro se esse aperto monetário levará a uma recessão e talvez saibamos se o aperto foi correto ou se houve um erro de política monetária.

Pouca visibilidade para o 2S24

II. Com que rapidez a inflação e as taxas de juros continuarão a cair?

O ano de 2024 será um ano de queda nas taxas de juros e normalização da inflação. Porém, de forma gradual, e não se espera que o Fed mude para uma postura monetária expansionista (comece a reduzir a taxa de juros de referência ou a *Fed Funds Rate*) até que tenhamos vários meses de queda na inflação (incluindo a inflação subjacente ou não volátil), juntamente com dados mais fracos de consumo e emprego. Isso também deixaria esse *pivô* esperado - ponto de inflexão - para o segundo semestre do ano.

O Fed deve esperar até a segunda metade do ano para começar a reduzir as taxas

III. Como a economia e os mercados se adaptarão à geopolítica? Os riscos estão sendo subestimados?

As tensões entre a China e os EUA, a pandemia e as guerras recentes vêm alertando governos e empresas sobre a necessidade de diversificação há mais de cinco anos. Um mundo multipolar em que a falta de liderança global é evidente. Os mercados continuarão a se adaptar, embora a um custo. Dependendo de sua localização e da natureza de suas economias, as regiões e os países absorverão de forma diferente as consequências do que acontece com a China e os EUA, as crises geopolíticas e os eventos climáticos.

A adaptação das economias à geopolítica será dispendiosa e terá várias consequências.

IV. 2024 será um ano de eleições em 67 países, envolvendo 3,6 bilhões de pessoas e 60% do PIB global. Entre eles, os Estados Unidos, a União Europeia, o Reino Unido, a Índia e a Rússia. Em alguns países, pode haver surpresas, como está acontecendo em muitos países do mundo, onde os extremos e a polarização estão ganhando terreno. Nesse sentido, é de se esperar, no caso dos Estados Unidos, que os gastos fiscais permaneçam elevados por algum tempo (até depois das eleições) (em contraponto à política monetária) e, com isso, as tensões no Congresso.

2024 será um ano de eleições globais, o que pode trazer surpresas

Os riscos para 2024 são: (i) erros de política que ocorreram ou ocorrerão, levando a uma recessão profunda; (ii) geopolíticos: um resultado catastrófico dos conflitos e tensões atuais, que está entrelaçado, em parte, com (iii) riscos de segurança digital e cibernética, embora também estejam relacionados a crime, máfia, tráfico de drogas e terrorismo; (iv) eventos climáticos extremos e perturbadores; e (v) risco à saúde, relacionado a possíveis novas pandemias.

Riscos: políticos, geopolíticos, digitais, climáticos, de saúde e de erros de saúde.

Em termos de posicionamento para o início do ano, não foram feitas alterações na alocação de ativos. Mantemos uma posição neutra em ações globais, com alocações que favorecem o Japão, a América Latina e os países emergentes da Ásia, exceto a China. *O UW* foi deixada em renda fixa para manter uma alocação de caixa (moderada). Na renda fixa, a alocação em títulos do Tesouro com rendimentos altos recentes foi reduzida e a alocação em TIPs (indexados à inflação) foi neutralizada, já que em novembro as taxas teriam reagido de forma exagerada (muito e muito rapidamente) aos dados positivos de inflação e aos sinais de atividade fraca nos EUA.

ALOCAÇÃO DE ATIVOS | DEZEMBRO DE 2023

TAACo Global	Bench.	Novembro	Dezembro	OW / UW	Câmbio	
Ações	50%	50%	50%	N		
Renda Fixa	50%	45%	45%	UW	-5%	
Caixa		5%	5%	OW	5.0%	
Ouro				N		
Total da Carteira						
Europe ex UK	13.5%	11.0%	11.5%	UW	-2.0%	0.5% +
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%	
UK	2.9%	1.9%	2.4%	UW	-0.5%	0.5% +
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	15.8%	N		
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	14.0%	N		
US Small Caps	3.6%	3.6%	3.6%	N		
Japan	4.9%	6.5%	6.5%	OW	1.6%	
Mercados desenvolvidos	56.0%	52.8%	53.8%	UW	-2.2%	1.0% +
LatAm	4.1%	6.1%	6.1%	OW	2.0%	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.7%	OW	1.0%	
China	12.7%	12.7%	12.7%	N		
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	16.6%	OW	1.0%	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	5.1%	UW	-1.8%	-1.0% -
Mercados emergentes	44.0%	47.2%	46.2%	OW	2.2%	-1.0% -
Total Ações						
	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	5.2%	UW	-0.8%	-0.8% -
Treasuries 10Y	11.5%	11.9%	11.9%	OW	0.4%	
Treasuries 30Y	6.6%	7.1%	6.6%	N		-0.5% -
US Tips	2.8%	1.5%	2.8%	N		1.3% +
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	27.5%	OW	1.0%	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	3.3%	UW	-1.0%	
Divida em desenvolvidos	57.7%	57.3%	57.3%	UW	-0.4%	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	5.0%	N		
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	4.0%	UW	-1.5%	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	4.6%	OW	1.0%	
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	5.0%	N		
EM Local Markets	23.2%	24.1%	24.1%	OW	0.9%	
Divida em emergentes	42.3%	42.7%	42.7%	OW	0.4%	
Total Renda Fixa						
	100.0%	100.0%	100.0%			

Neutro em ações, com overweight em caixa e underweight em bonds.

Mercados emergentes OW reduzido em relação aos mercados desenvolvidos: OW LatAm, Asia EM ex China e Japão

Em renda fixa, OW em treasuries de 10 anos, TIPS neutro. Mercados emergentes OW

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX REINO UNIDO: Redução do underweight em *Large Caps* e manutenção do underweight em *Small Caps*

Em 2024, espera-se que a estagnação econômica continue na Zona do Euro, com crescimento do PIB de apenas 0,6% (vs. 0,5% este ano), enquanto a inflação deverá manter uma trajetória de convergência para atingir níveis próximos a 2% até o final de 2024 no contexto de uma economia em rápido arrefecimento (dados decepcionantes sobre consumo, investimento, produção industrial, mercado de trabalho e imóveis, entre outros). Nessa situação, o Banco Central Europeu poderia fazer de 4 a 5 cortes nas taxas em 2024, a partir de março, a fim de parar de apertar a economia.

Apesar dos cortes nas taxas de juros, a política monetária ainda será rígida em comparação com o período anterior à pandemia. Como reflexo disso, espera-se que o consumo e o investimento permaneçam deprimidos, embora o comércio internacional e as exportações devam se recuperar um pouco.

Mais recentemente, o *momentum* econômico continua a melhorar, embora permaneça negativo. As perspectivas melhoram um pouco, com o aumento dos indicadores antecedentes do PMI para o setor industrial e de serviços, mas permanecendo, de modo geral, abaixo dos 50 pontos, o limite de expansão/contração do setor para os próximos seis a doze meses. O consumo e a produção industrial voltam a decepcionar e se contraem em setembro (os dados mais recentes disponíveis).

No nível agregado, a inflação permanece em uma trajetória de convergência e surpreendeu em novembro ao retornar ao intervalo da meta, caindo mais do que o esperado para 2,4% ao ano (2,9% em outubro); a medida do núcleo - que exclui componentes voláteis como alimentos e combustíveis - também caiu para 3,6% ao ano.

Dada a expectativa do fim do ciclo de aumento das taxas, o retorno da inflação à faixa da meta e o arrefecimento da economia, no último mês as taxas foram corrigidas para baixo. Como referência, em 11 de dezembro, a taxa do Bund alemão de 2 e 10 anos caiu cerca de 40 bps nos últimos 30 dias, para 2,59% e 2,26%, respectivamente.

Novembro reverteu três meses de quedas consecutivas também para as ações globais e europeias. O Stoxx 50 subiu 11% (em dólares), melhor do que as ações dos EUA. Apesar disso, as ações europeias continuam a ficar atrás de seus pares desenvolvidos no médio e longo prazo. A relação Preço/Utilidade (P/U *fwd.*) de doze meses é negociada abaixo da média de cinco anos, tanto em termos absolutos quanto em relação a seus pares. Este último está mais de dois desvios-padrão abaixo da média.

Espera-se que os retornos das ações sejam moderados no próximo ano, pois, apesar das pressões de custos mais baixos e dos cortes nas taxas de juros (que seriam em grande parte internalizados nos preços atuais), a demanda continuará a enfraquecer, tanto nacional quanto internacionalmente. De acordo com a Factset, até 2024, os lucros corporativos cresceriam 6,8%, o que foi corrigido para baixo no último mês e se compara negativamente com seus pares desenvolvidos. O crescimento dos lucros no próximo ano seria liderado por imóveis, tecnologia e materiais, todos com uma base de comparação baixa devido às perdas deste ano.

Por fim, um dos principais riscos políticos no horizonte é a eleição parlamentar europeia em junho de 2024. Há receios quanto à crescente popularidade de partidos mais à direita, que geralmente se inclinam para políticas menos favoráveis ao bloco europeu. As vitórias da direita mais radical na Itália e, mais recentemente, na Holanda são exemplos disso. Em suma, os resultados das eleições podem aumentar não apenas a incerteza, mas também a volatilidade do mercado.

A alta dependência comercial da China - que não consegue gerar tração -, o fraco *momentum* corporativo, os cortes nas estimativas de lucros, as saídas constantes (pela 39ª semana consecutiva, saídas de fundos e ETFs) e uma perspectiva econômica negativa, mas que parece ter atingido um piso e parece ter sido internalizada nos preços, nos levam a **reduzir a posição *underweight***.

REINO UNIDO: O *underweight* está diminuindo

A economia do Reino Unido permanecerá estagnada em 2024, como no resto da Europa. O crescimento chegaria a 0,4% e a inflação não convergiria para a meta até pelo menos 2025, pois as pressões salariais continuariam em um contexto de mercado de trabalho restrito. Portanto, diferentemente de outros países, os cortes nas taxas de juros seriam mais moderados. Por enquanto, estima-se que, a partir de junho, o Banco da Inglaterra poderá cortar as taxas de juros três vezes até 2024, para 4,5%.

A fraca situação macroeconômica se reflete no nível corporativo. Em 2024, os lucros das ações do MSCI UK cresceriam 4,6%, o que foi corrigido para baixo no último mês e está abaixo de seus pares desenvolvidos. O índice tem uma exposição aos lucros domésticos de apenas 29%, mas a desaceleração global afeta a geração de lucros internacionais, principalmente nos setores de energia e materiais.

Na frente local e mais recente, o índice de surpresa econômica permanece em torno de zero, ou seja, os dados relatados praticamente em linha com as estimativas, destacando que eles já internalizaram um cenário negativo. Os PMIs industrial e de serviços melhoraram em novembro, com o PMI de serviços em 50,9 pontos, retornando a níveis expansionistas após três meses abaixo de 50 pontos.

O mercado de trabalho continua apertado. A taxa de desemprego ficou em 4,2% no trimestre móvel encerrado em outubro, com os salários reais aumentando 1,4% em relação ao ano anterior, fazendo com que o Banco da Inglaterra se preocupe com os efeitos inflacionários do aumento dos salários. Por sua vez, o consumo não conseguiu reverter a tendência de queda devido à alta inflação, que está pressionando o poder de compra das famílias (as vendas no varejo já completaram 19 meses consecutivos de contração em relação ao ano anterior).

A inflação de outubro, que caiu mais do que o esperado para 4,6% a/a (5,7% na medida principal), deu uma trégua ao Banco da Inglaterra, que manteve a taxa de referência em 5,25% em sua última reunião. Assim, o mercado acredita que podemos ter chegado ao fim do ciclo de aumento das taxas. Em linha com os movimentos globais, a curva de rendimento soberano sofreu um *achatamento* nos últimos 30 dias, até 12 de dezembro. A taxa de 2 anos caiu 15 bps, para 4,50%, e a taxa de 10 anos caiu cerca de 40 bps, para 4,0%.

Apesar da falta de convicção em uma recuperação sustentada do país, da falta de dinamismo global, do corte nas estimativas de lucros e das saídas persistentes para fundos e ETFs, a posição vendida em ações do Reino Unido é reduzida devido à atratividade dos valuations, ao *dividend yield* atraente (4,2%) e à expectativa de que os cortes nas taxas de juros ocorrerão mais cedo.

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth e Value*, juntamente com as *small caps*, permanecem neutras

Ao contrário das previsões, a economia não aterrissou, mas continuou voando. Este ano, espera-se que a economia cresça 2,1%, assim como em 2022. O aperto monetário, a retirada de liquidez e o aumento das taxas ainda não conseguiram esfriar significativamente o consumo, e o efeito sobre o mercado de trabalho tem sido gradual. De acordo com a Alpine, o efeito econômico dos aumentos das taxas pode levar até 24 meses para se materializar, e estamos apenas no 20º mês desde o início dos aumentos em março de 2022. Entre os setores em que já estamos vendo as consequências das taxas mais altas está o imobiliário, onde a construção e as vendas de novas casas caíram consideravelmente. Na margem, a poupança também está começando a cair, o que "normalizaria" o consumo, o uso de cartões de crédito e a inadimplência estão aumentando, não apenas para as famílias, mas também para as empresas, enquanto o ritmo de criação de empregos está diminuindo. Assim, começa o pouso suave da economia, nosso cenário base.

As ações dos EUA, o principal mercado de ações do mundo (~63% do índice ACWI global), subiram quase 20% no ano, recuperando-se de um 2022 com perdas semelhantes. A ascensão das Big 7¹, os possíveis ganhos de produtividade com a inteligência artificial e a resiliência econômica, entre outros, impulsionaram os retornos, o que foi acentuado em

¹ Ações da Apple, Amazon, Alphabet (empresa controladora do Google), Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla.

novembro com a flexibilização da inflação e dando espaço para que o Fed seja mais agressivo na redução das taxas no próximo ano.

2024 será um ano desafiador para as ações dos EUA, portanto, dada a falta de visibilidade, adotamos um posicionamento neutro. A alta deste ano foi concentrada em algumas ações e haveria espaço para que ela permeasse outros setores. Entretanto, as avaliações se tornaram mais caras, a desaceleração econômica se tornará mais evidente e a eleição presidencial, juntamente com a geopolítica, injetará volatilidade nos retornos.

O aumento de 9% do S&P500 em novembro reverteu as perdas observadas entre agosto e outubro e aumentou os múltiplos. O aumento também reflete a força do setor corporativo. Apesar do enfraquecimento da demanda e das perspectivas econômicas, espera-se que os lucros cresçam quase 12% no próximo ano, superando o desempenho de seus pares desenvolvidos. Espera-se que o crescimento dos lucros seja impulsionado pelos setores de serviços de saúde, tecnologia e comunicação.

Do lado monetário, a inflação está se aproximando da faixa da meta, caindo para 3,1% a.a. em novembro, com o núcleo da medida permanecendo em 4,0%. Entretanto, ela não atingiria 2% até o início de 2025. De qualquer forma, a confirmação da convergência levaria o Fed a descartar novos aumentos de taxas e, em sua reunião de dezembro, a projetar pelo menos três cortes de taxas em 2024. O mercado internaliza que os cortes nas taxas começariam entre março e maio, com até 5 cortes nas taxas em 2024. Como resultado, a curva de rendimento do Tesouro recuou no último mês. A taxa de 10 anos caiu cerca de 40 bps, para 4,25%, e a taxa de 2 anos caiu 35 bps, para 4,70%.

Enquanto isso, na frente política, a aprovação do orçamento de 2024 foi adiada para janeiro com a assinatura de um projeto de lei provisório para evitar a *paralisação* em novembro. No momento, a discussão entre democratas e republicanos está centrada no nível geopolítico em questões como o financiamento da guerra na Ucrânia, Israel e o apoio a Taiwan diante de uma eventual invasão chinesa. À medida que o ano avança, o foco mudará para as eleições presidenciais de novembro de 2024, que terão Donald Trump como candidato republicano e Joe Biden como candidato conservador.

A vulnerabilidade às condições financeiras restritivas, os sinais incipientes de deterioração econômica e a alta volatilidade das taxas de juros, mas contrabalançados pelo bom *momentum* das ações e pelos fluxos de entrada (principalmente para as *grandes empresas* nas últimas 8 semanas), nos levam a permanecer **cautelosos em relação às ações dos EUA em todos os estilos, com uma posição neutra.**

JAPÃO: Continua o overweight às ações japonesas

O Japão é uma exceção. Uma das poucas economias em que a inflação tem sido um problema favorável, o país tem mantido uma política monetária expansiva - mesmo com taxas de juros negativas - e está conseguindo acelerar seu crescimento em 2023. A liberação das políticas de COVID, a chegada de turistas, o aumento dos salários, a inflação saudável que permitiu a lubrificação da economia, entre outros, estão impulsionando o consumo - e o crescimento.

No lado corporativo, também estão sendo tomadas medidas. Há uma série de reformas que visam aumentar a transparência do mercado de capitais e melhorar a governança corporativa. Ao incentivar as empresas a pagar mais dividendos na recompra de ações, o objetivo é melhorar os valuations das empresas por meio do aumento da eficiência do uso do capital. Também está promovendo uma maior participação das mulheres nos conselhos de administração, apresentando demonstrações financeiras em inglês, entre outros.

Com relação à política monetária, a inflação foi de 3,3% a.a. em outubro e espera-se que converja para 2% até o segundo semestre de 2024. De acordo com o mercado, o Banco do Japão encerraria as taxas negativas no primeiro trimestre do próximo ano e removeria o controle da curva. Essa medida poderia permitir uma trajetória de valorização do iene que aumentaria os retornos para os investidores globais em dólares.

As ações japonesas subiram em novembro, mas ficaram atrás das ações globais (USD +8,3% MSCI Japan). O índice P/U *fwd.* é negociado abaixo de sua média de 5 anos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares desenvolvidos. Os lucros cresceriam 8,8% em 2024, um pouco abaixo de seus pares desenvolvidos.

Apesar das saídas líquidas para fundos e ETFs nas últimas 5 semanas, decidimos manter **a posição em ações japonesas como overweight**. A decisão baseia-se no bom *momento* econômico e corporativo, no desempenho defasado, na redução das avaliações e nas reformas estruturais que darão suporte de longo prazo ao mercado.

DIMINUIÇÃO DO OW EM AÇÕES EMERGENTES: OW América Latina e Ásia EM ex China, UW EMEA e China neutra

Com vistas ao final do ano, decidimos manter o overweight em ações emergentes (menos acentuado), em um contexto em que, apesar das condições financeiras apertadas, a posição externa, fiscal e monetária dessas economias é saudável. Na China, o futuro é incerto e, apesar do estímulo fiscal e monetário, a confiança permanece deprimida, a demanda doméstica fraca e o mercado imobiliário apertado. No lado da Ásia Emergente ex-China, apesar da menor atratividade das avaliações, há certos mercados que podem ter um desempenho superior em 2024, vinculados à força macroeconômica e corporativa e a uma recuperação no setor de semicondutores. Na América Latina, o início antecipado do ciclo de corte das taxas de juros de referência diminui as pressões sobre a atividade econômica e permitirá a manutenção da estabilidade. Na EMEA, a *UW está* aumentando para financiar outras posições nas quais temos mais convicção, antes de um ano em que vemos divergências significativas nas perspectivas econômicas, monetárias e corporativas dos países da região.

AMÉRICA LATINA: Overweight permanece o mesmo

2024 será um ano marcado por eventos políticos na região, o que tende a ter impactos significativos no mercado. No México, o ano terá uma história de duas metades, a primeira metade no período que antecede as eleições e a segunda metade com a posse do novo governo e suas políticas pró-mercado de proximidade/remoto. No Brasil, a agenda fiscal permanecerá na vanguarda da discussão, com as eleições municipais que, como no Chile, ocorrerão em outubro. Apesar da agenda política agitada, o pragmatismo tem prevalecido nos governos, e as avaliações continuam a ser descontadas. Além disso, os Bancos Centrais estão à frente do ciclo de cortes, liberando alguma pressão sobre as famílias e as empresas, mas ainda com taxas em território contracionista. Nesse contexto, foi tomada a decisão de **manter o overweight na América Latina**.

No **Brasil**, a agenda fiscal liderará o noticiário político do próximo ano, em um contexto em que o atual governo Lula tem um índice de aprovação estável (38% de acordo com o Datafolha e 51% de acordo com o IPEC). A tendência política do executivo fez com que a responsabilidade fiscal estivesse no centro da discussão e, ao não revisar a meta de equilíbrio fiscal primário de 0% do PIB até 2024, uma nova avaliação será feita em março, com algumas informações sobre como virão as receitas fiscais. Nesse contexto, o governo está promovendo uma série de projetos de lei para aumentar a receita, incluindo, entre outros, impostos sobre fundos exclusivos e *offshore* (aprovados) e redução dos benefícios fiscais dos juros sobre a riqueza líquida. Para simplificar a estrutura tributária, uma reforma do IVA, planejada para ser neutra em termos de receita, também está em andamento. Embora uma desaceleração econômica já tenha começado a ser observada, no próximo ano a economia permanecerá resiliente e, de acordo com a desaceleração global, a economia brasileira crescerá

1,5%. Além do desempenho econômico, destaca-se também a força do real brasileiro, cuja balança comercial permanece atraente, com preços favoráveis de *commodities* e termos de troca que a beneficiam. Vale ressaltar que, ao contrário do resto do mundo, as exportações do Brasil têm aumentado e, em linha com a desglobalização, cinco países do Sudeste Asiático agora representam uma parcela maior do comércio brasileiro do que a Europa. Com relação à política monetária, o Banco Central começou a cortar a taxa de referência em agosto de 2023 e as projeções são de que pelo menos as próximas três reuniões mantenham o ritmo de cortes, continuando esse ciclo até o próximo ano. A inflação continuou a diminuir, e em novembro ficou em 4,7% a/a, e espera-se que continue nessa tendência para cerca de 4,2% até o final de 2024, considerando que já está dentro da faixa de tolerância do banco central ($3,5\% \pm 1,5\%$). As avaliações continuam a ser descontadas, e os lucros para 2024 devem crescer em torno de 10%, com entradas líquidas de fluxos de investimento para ETFs de 1,8% do total de ativos sob gestão (AUM) no mês passado. Dessa forma, a atividade econômica do Brasil permanecerá positiva, embora menos dinâmica na margem, com um banco central que continuará a cortar as taxas e um governo que parece ser mais responsável do ponto de vista fiscal do que o esperado, **o OW em ações brasileiras é mantido.**

No **México**, o próximo ano será um conto de duas metades e será marcado pelas eleições gerais a serem realizadas em junho. Em novembro, surgiram novas notícias sobre os pré-candidatos presidenciais, e o governador de Nuevo León, Samuel García, retirou sua candidatura para permanecer à frente do governo. Assim, embora a intenção de voto para o candidato fosse redirecionada para Xóchitl Gálvez, ainda é o cenário básico que Claudia Sheinbaum (Morena) será a próxima presidente do México. Até o momento, a candidata do partido governista tem mantido um discurso moderado, o que estaria de acordo com a tendência do atual governo. Por outro lado, a economia mexicana continua resiliente, tanto que o Banxico revisou para cima sua projeção de crescimento para este ano e para o próximo, elevando-a para 3,0%. O benefício do *próximo trimestre*, que favorece o México em particular, está sendo sentido na economia e espera-se que o investimento estrangeiro direto atinja US\$ 40 bilhões este ano e permaneça relativamente estável no próximo ano. Nesse contexto, a Secretária do Tesouro dos EUA, Janet Yellen, visitou o México e confirmou o compromisso da potência mundial em impulsionar o *nearshoring* em uma reunião com o presidente mexicano. Embora a inflação em novembro tenha se acelerado na margem (para 4,3% a.a.), o núcleo da inflação continuou a cair para 5,3% em doze meses. Assim, o consenso do mercado prevê que os cortes nas taxas de juros de referência começarão no primeiro trimestre do próximo ano, desvinculando-se do Fed, e de acordo com as declarações dos governadores do Banco do México, fornecendo apoio adicional à economia mexicana. Os principais indicadores de manufatura e não manufatura do IMEF continuaram a se expandir em novembro, indicando que, apesar do enfraquecimento global, a economia mexicana continua dinâmica. As avaliações continuam a ser descontadas, com o P/U *fwd.* e o P/Book Value (P/BV) sendo negociados em torno de 1 desvio padrão abaixo de suas médias históricas. Os lucros continuarão a crescer no próximo ano e nos anos seguintes, sendo que o último será de dois dígitos. Ao mesmo tempo, os ingressos líquidos em ETFs no último mês foram de aproximadamente 4,2% do AUM. Embora o peso mexicano tenha sido uma das moedas que mais ganharam no ano, com uma valorização de aproximadamente 12%, no futuro a perspectiva não é tão positiva, considerando, em parte, que o *spread* entre a taxa do Fed e a do Banco do México diminuirá no curto prazo. Entretanto, os fatores positivos para o overweight às ações mexicanas superaram os negativos, portanto, decidiu-se **manter o OW no México.**

O Chile 2024 será marcado por questões políticas e econômicas que definirão a direção do mercado. Em primeiro lugar, o que acontecer no plebiscito constitucional de 17 de dezembro terá influência sobre o desempenho das ações, pois elas incorporariam uma vitória da opção "contra". Assim, em caso de resultado contrário, a incerteza política na qual o país está imerso como resultado do debate constitucional dos últimos cinco anos diminuiria significativamente. Olhando para 2024, a agenda política deve ser clara quanto às medidas que permitirão que o país saia da estagnação econômica em que se encontra, bem como quanto à contenção da deterioração fiscal, limitando o crescimento da dívida pública e

restaurando a poupança pública, que foi um dos pontos fracos destacados pela agência de classificação de risco S&P Global para revisar a perspectiva da classificação de risco do Chile de estável para negativa. Nesse contexto, as negociações estão avançando em um pacto fiscal (reforma tributária), com medidas para impulsionar o crescimento, mas as propostas de mudanças tributárias serão anunciadas em março. Ao mesmo tempo, o resultado da breve lei sobre isapres permitirá avaliar se serão necessárias mudanças estruturais no atual sistema de saúde. Com relação à reforma previdenciária, o processo ainda está em suspenso e parece que será retomado após o plebiscito. No aspecto econômico, a deterioração é inegável e, embora a atividade econômica tenha parado de cair (em doze meses), isso se deve a uma baixa base de comparação e as projeções de crescimento para o próximo ano apontam para uma expansão de cerca de 1,7%, abaixo da tendência de crescimento (2,1%). A inflação continuou caindo e, em novembro, ficou em 4,8% a/a (núcleo de 6,0%), e estaria em torno da meta (3,0%) no segundo semestre de 2024. Nesse contexto, o banco central começou a cortar a taxa de política monetária (TPM) em julho, e espera-se que esse ciclo continue. Para a reunião de dezembro, o mercado está dividido entre um corte de 50 e 75 bps, o que levaria a TPM para 8,5% ou 8,25%, respectivamente. Até 2024, espera-se que a TPM termine o ano em torno de 5,25%. As avaliações das ações chilenas permanecem em níveis atraentes, e as projeções de lucros para 2024 estão normalizadas, enquanto foram observados fluxos de entrada em ETFs no último mês, equivalentes a 3,4% dos AUM. Nesse contexto, **dado que o cenário negativo já está embutido nos preços das ações chilenas, o overweight é mantido.**

A atividade econômica na **Colômbia** continua deprimida. O PIB contraiu -0,3% em relação ao ano anterior no 3T23, acumulando uma expansão de 1% até agora neste ano. Nesse contexto, as projeções de crescimento para este e o próximo ano foram corrigidas para baixo e devem chegar a 1,3% e 1,1%, respectivamente. Por outro lado, e apesar da menor atividade econômica, a inflação está desacelerando e ficou em 10,2% anualizada em novembro (10,6% para o núcleo da inflação). Isso foi pressionado pela retirada gradual do subsídio à gasolina, o que desaceleraria uma queda mais abrupta da inflação. Mesmo assim, o mercado espera que os cortes nas taxas de referência comecem na reunião de dezembro. Por fim, o mercado de trabalho continua apertado e a taxa de desemprego está em seu nível mais baixo em dez anos. Do ponto de vista político, o governo continuou a perder capital político, com diferentes partidos optando por se retirar da coalizão governamental (Liberais, Conservadores, Partido de la U e Alianza Verde) após a vitória esmagadora da oposição nas eleições regionais de outubro. Enquanto isso, a desaprovação de Petro continua alta, em torno de 60%. Isso, em um contexto em que, contra todas as probabilidades, a reforma da saúde foi aprovada no Congresso, que propõe, entre outros aspectos, a transformação das Entidades Promotoras de Saúde (EPS) e que teria um custo estimado de 0,4% do PIB. Com relação às outras duas reformas-âncora do governo, a previdenciária e a trabalhista, a probabilidade de aprovação continua baixa. Embora o presidente tenha se mostrado um pouco mais amigável com os grupos empresariais e a oposição, seu baixo capital político torna improvável que essas reformas sejam aprovadas com sucesso da maneira radical como foram propostas. Em relação ao aspecto fiscal, o Comitê de Regras Fiscais garantiu o cumprimento das regras este ano, mas sugeriu que serão necessários cortes nos gastos para cumpri-las até 2024, limitando ainda mais a margem de manobra do executivo. As avaliações continuam a ser negociadas em torno de 1 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos (tanto P/U *fwd.* quanto P/VL). Por sua vez, os lucros se contrairão em 2024, mesmo com o *momentum* negativo. Portanto, embora a perspectiva política continue complexa para o governo, melhorando um pouco o sentimento em relação ao país, a incerteza política continua alta, assim como o *momentum* econômico deprimido. **A posição neutra em ações colombianas é mantida.**

No **Peru**, o cenário macroeconômico continua a se deteriorar e a atividade contraiu-se no terceiro trimestre pelo terceiro período consecutivo (y-o-y). Assim, apesar do crescimento nos setores de mineração e comércio, o declínio nos setores de pesca, construção e manufatura teve um impacto maior. Nesse contexto, e olhando para 2024, espera-se que o PIB do Peru cresça 2,0%, ajudado por uma baixa base de comparação. A inflação vem convergindo para a meta do banco central

e espera-se que esteja ancorada na meta (3,0%) no próximo ano. Nesse contexto, o banco central reduziu a taxa de referência em 25 bps. por reunião desde setembro, e isso deve ser mantido nesse ciclo, com a possibilidade de acelerar o ritmo em direção a 2024 se a atividade não decolar. Do lado político, eventos perturbadores no curto prazo mudaram as prioridades. No final de 2023, um escândalo de corrupção foi descoberto no gabinete do procurador nacional, suspendendo o procurador e parte de sua equipe. Isso ocorre em um momento em que tanto o Congresso quanto o Executivo têm índices de desaprovação de mais de 80%. O procurador-geral respondeu apresentando uma acusação constitucional contra a presidente Dina Boluarte, mas isso não deve ser aprovado. Portanto, o cenário básico continua sendo o de que o atual governo, juntamente com o Congresso, permaneça no cargo até 2026. No entanto, os eventos recentes aumentam a incerteza e, historicamente, os presidentes peruanos são removidos pelo Congresso quando o descontentamento público aumenta, portanto, esse seria um fator a ser monitorado para 2024. Com relação às reformas, o Congresso tem se concentrado em avançar com medidas mais populistas, como uma nova retirada de fundos de pensão. Embora sua aprovação seja lenta, pois precisa ser revisada pelo governo, o cenário base é que ela seja aprovada no próximo ano. Isso aumenta a pressão sobre o sistema previdenciário, considerando que se estima que entre 8% e 25% do AUM dos fundos de pensão serão retirados, o que deixa pouco espaço para uma eventual reforma previdenciária. Com relação às avaliações, tanto o P/U *fwd.* quanto o P/VL estão ~0,5 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos. Com relação às projeções de lucros, elas cresceriam cerca de 12% em 2024 e foram corrigidas para baixo no último mês. Ao mesmo tempo, continuaram a ser observadas saídas líquidas de ~4,7% dos AUMs dos ETFs no último mês. Por fim, com relação ao fenômeno El Niño, o cenário base continua sendo de que haverá um evento moderado antes do período mais chuvoso (final de março), o que já está incorporado nas projeções. Assim, com valorizações próximas de suas médias, um Banco Central que iniciou o ciclo de cortes e pode acelerá-los, mas uma atividade econômica deprimida e um aumento na incerteza política, **a posição neutra nas ações peruanas é mantida.**

Na **Argentina**, 2024 será um ano de transição e, com a posse do governo do político libertário Javier Milei, a viabilidade das mudanças radicais que ele propôs em sua campanha terá de ser avaliada. Nesse contexto, a nomeação do ministro da Fazenda (Caputo) e do diretor do Banco Central (Bausili) sugere que a dolarização da economia argentina não é uma das prioridades no início do governo. No entanto, há mudanças que serão feitas, entre elas as anunciadas por Luis Caputo, que incluem trazer o dólar oficial para ARS 800 (desvalorizando-o em mais de 55%), não renovar os contratos de trabalho do Estado com menos de um ano de vigência, reduzir os ministérios pela metade, bem como as secretarias, eliminar novas licitações do Estado, reduzir os subsídios de energia e transporte, entre outros. Assim, a autoridade deu a entender que meses difíceis estão por vir e que medidas como essas pressionarão ainda mais o nível de preços, que continuará a crescer a dois dígitos (mensalmente) nos próximos períodos. Embora o mercado tenha recebido as notícias da vitória e da posse de Milei como positivas, os desequilíbrios macroeconômicos permanecerão no curto e médio prazo e podem mudar o sentimento *de risco* que se instalou no mercado argentino. Assim, a atividade econômica continuou a cair em setembro e teria contraído 0,7% a.a. no terceiro trimestre, enquanto o mercado espera uma contração de 2,1% do PIB este ano e de 1,6% até 2024. A inflação foi de 142,7% a.a. em outubro e espera-se que se acelere ainda mais em novembro. Nesse contexto, em que parte da incerteza política se dissipou, mas a posse do novo governo e as mudanças que ele propõe podem acrescentar ruídos adicionais, decidiu-se **manter o *underweight* em ações argentinas.**

CHINA: Manutenção da posição neutra

A recuperação econômica acidentada e desafiadora após a reabertura em 2023 nos faz repensar uma mudança estrutural no crescimento econômico **da China** para níveis de longo prazo de cerca de 3% a 4%, abaixo do observado na última década. A *Conferência Central de Trabalho Econômico* - um evento que reúne os principais líderes da China para

determinar as principais prioridades econômicas - terminou em dezembro, anunciando medidas que decepcionaram os investidores, devido à falta de ênfase na solução dos problemas imobiliários. Entretanto, entre as prioridades anunciadas estavam a modernização e a industrialização do país, além da expansão da demanda doméstica e do progresso na promoção do desenvolvimento verde e de baixo carbono. No curto prazo, deverá ser anunciada a meta de crescimento para 2024, que deverá permanecer em torno de 5%. O estímulo monetário e fiscal coordenado do governo chinês não foi capaz de reverter a confiança enfraquecida dos consumidores e investidores, levando o mercado a apresentar retornos no acumulado do ano bem abaixo de seus pares. Nesse contexto, o governo reafirmou a mudança de discurso, com um comunicado do Politburo confirmando que os apoios fiscal e monetário serão mantidos. Esses apoios serão fundamentais para navegar pelas perspectivas econômicas em 2024. Outro foco continua sendo o mercado imobiliário, que já teria chegado ao *fundo do poço*. Espera-se que o governo mantenha seus esforços para estabilizá-lo, embora essas medidas tenham como objetivo "resgatar" o setor e não impulsioná-lo, o que significaria que ele deixaria de ser um motor econômico e teria uma incidência menor no PIB total (atualmente estimado em 30%).

Após o rebaixamento da perspectiva dos títulos soberanos da China pela Moody's de estável para negativa, o banco central reagiu, alterando a taxa de câmbio diária para evitar uma maior depreciação do yuan. Apesar da contração da inflação em seus dois últimos registros, espera-se que ela retorne gradualmente à meta, com a autoridade monetária mantendo sua postura atual até 2024, considerando que em novembro decidiu manter as taxas de empréstimo de 1 ano e 5 anos em 3,45% e 4,2%, respectivamente, em linha com as expectativas.

Do ponto de vista geopolítico, embora a reunião da APEC entre Xi e Biden tenha buscado melhorar as relações deterioradas entre os países, as tensões sobre a eleição de Taiwan seriam uma pressão adicional que poderia deteriorar ainda mais as relações cristalizadas pelas restrições dos EUA ao comércio, aos investimentos e ao acesso da China a semicondutores de alta qualidade. Em outra frente, os riscos à saúde estão de volta à mesa, depois que a Organização Mundial da Saúde solicitou relatórios sobre o aumento de casos respiratórios não identificados em crianças.

Com relação à atividade econômica, o PMI do setor industrial do Caixin voltou ao território de expansão em novembro, com 50,7 pontos, ao contrário do registro oficial, que permanece em território de contração, enquanto o PMI de serviços permaneceu em território de expansão, ligeiramente acima de 50 pontos. Ao mesmo tempo, as exportações surpreenderam e cresceram 0,5% em novembro, o primeiro aumento após seis meses consecutivos de contração, enquanto as importações decepcionaram com um declínio de 0,6% em doze meses. No lado dos lucros industriais, eles cresceram 2,7% a.a. em outubro, em comparação com o crescimento de 11,9% em setembro, embora seja o terceiro mês consecutivo de ganhos, foi ajudado pela baixa base de comparação em 2022, dando um sinal de fraco impulso no setor industrial. Enquanto isso, do lado do estímulo, o governo chinês elaborará uma lista de 50 empresas do setor imobiliário que receberão apoio estatal. A lista preliminar incluirá incorporadoras como a Country Garden e a China Vanke, bem como incorporadoras privadas e estatais. O objetivo é apoiar o setor por meio de empréstimos bancários, dívidas e financiamento de capital, buscando aliviar as preocupações crescentes sobre inadimplência, apartamentos inacabados e a contração do investimento imobiliário.

As avaliações continuam a ser negociadas com mais de 1 desvio padrão abaixo da média de 5 anos (P/U e P/VL). As projeções de lucros apontam para um crescimento de cerca de 14% no próximo ano, mas são corrigidas para baixo. Assim, decidimos **manter nossa posição neutra em relação às ações chinesas**, considerando que, apesar das avaliações atraentes e do estímulo fiscal, a crise no setor imobiliário continua e os baixos níveis de confiança estão impedindo o desempenho do mercado.

EMERGING ASIA EX CHINA: O *overweight* permanece.

A Ásia emergente verá uma melhora no *impulso* econômico em direção a 2024. Embora alguns países comecem a reduzir as taxas de referência, a política monetária permanecerá rígida e a inflação será mantida sob controle. A Índia continuará a se beneficiar do *friendshoring*, em face da dissociação econômica parcial do Ocidente em relação à China, enquanto economias como Taiwan e Coreia do Sul verão melhorias em seus fundamentos corporativos, à medida que os declínios no setor de semicondutores forem deixados para trás. A região também testemunhará um grande número de eleições, incluindo eleições gerais na Índia e na Indonésia, eleições presidenciais na Indonésia e em Taiwan e eleições para a Assembleia Geral na Coreia do Sul. Alguns desses eventos acrescentarão mais incerteza ao mercado do que outros e devem ser monitorados de perto. Ao mesmo tempo, embora a região esteja exposta a certos riscos, como a incerteza geopolítica, seus pontos fortes compensariam a materialização desses eventos.

Overweight para as ações indianas é mantido. O *impulso* econômico é mantido e os PMIs de manufatura e de serviços estão em território amplamente expansionista, atingindo 56,0 e 56,9 pontos, respectivamente, em novembro. Enquanto isso, espera-se que o crescimento econômico permaneça em níveis próximos a 6% tanto em 2024 quanto em 2025. A inflação de novembro foi de 5,6% em doze meses, dentro do intervalo da meta do Banco Central (entre 2% e 6%), e espera-se que a inflação continue em uma tendência de desaceleração. No entanto, ela poderá ser pressionada pelo aumento dos preços das commodities, como petróleo e alimentos, embora para esses últimos o próximo ano seja um ano normal de monções, reduzindo as pressões inflacionárias, além da intensificação dos controles sobre os produtos agrícolas com o objetivo de manter os preços baixos. Na reunião de política de dezembro, o banco central manteve sua taxa de juros em 6,50% e espera-se que mantenha a taxa até o primeiro semestre de 2024 e inicie o ciclo de cortes no segundo semestre. Com relação às avaliações, elas tendem a ser negociadas acima das médias históricas, estando acima da média de 5 anos (P/U *adiantado*). Com relação às projeções de lucros, a Índia se destaca entre seus pares emergentes, com crescimento de dois dígitos nos lucros tanto para o próximo ano quanto para 2025, embora ambos tenham sido corrigidos para baixo no último mês. Do lado político, uma eleição geral será realizada em maio do próximo ano e o mercado está internalizando uma vitória e um terceiro mandato de Modi e, portanto, uma continuação das reformas e políticas, depois que o partido venceu as eleições em três estados com base em altos índices de aprovação e consolidação internacional. Um resultado surpreendente teria implicações para o crescimento e a estabilidade macroeconômica. Do ponto de vista geopolítico, as tensões com o Canadá e os EUA não parecem influenciar as relações com ambas as economias e parecem afetar as expectativas sobre a Índia e sua estabilidade política e econômica.

As ações sul-coreanas passaram de neutras para *overweight*. Melhoria do *momento* econômico na Coreia do Sul, o PMI industrial de novembro subiu para 50 pontos, o maior desde junho de 2022. A inflação em novembro surpreendeu e desacelerou para 3,3% a/a; o mercado espera que a inflação se estabilize em 2,5% no 1S2024 (meta de 2,0%). Ao mesmo tempo, o banco central manteve a taxa de referência inalterada na reunião de novembro a fim de manter a inflação e o aumento da dívida das famílias sob controle. No entanto, o mercado internaliza que os cortes podem começar depois que o Fed começar a reduzir as taxas. As preocupações com o efeito de longo prazo da dívida das famílias continuam, embora se espere que desacelere seu ritmo de crescimento durante o 1S24. Quanto ao setor de semicondutores, espera-se que o setor entre no "*ciclo de alta*" em 2024, projetando um crescimento anual composto de 31% entre 2023 e 2027. Na mesma linha, uma recuperação nas exportações de semicondutores já está no horizonte, com as exportações de semicondutores crescendo 12,9% em relação ao ano anterior em novembro, a primeira expansão em 16 meses. Nesse contexto, as exportações se tornam o principal *impulsionador* da economia, deixando para trás o consumo como o principal motor. A Samsung (uma empresa com peso significativo no índice) projeta uma maior demanda por chips de ponta impulsionada pela inteligência artificial, o que esgotaria os estoques. As ações coreanas subiram USD 16,2% em novembro, o melhor desempenho dentro da Ásia Emergente, apesar de as avaliações serem negociadas 1 desvio padrão

acima de suas médias históricas, com entradas líquidas em ETFs de 11,3% do AUM no último mês. Por fim, as projeções de lucros para 2024 e 2025 estão entre as mais altas da Ásia emergente e cresceriam em dois dígitos.

As ações de Taiwan permanecem neutras. As ações taiwanesas subiram US\$ 13,1% em novembro, enquanto o dólar taiwanês valorizou-se 3,6%. Apesar disso, o *impulso* econômico continua a se deteriorar e o PMI industrial de novembro ficou em 48,3 pontos. Do lado da inflação, a inflação moderou para 2,9% a/a em novembro, enquanto o núcleo da inflação ficou em 2,4%, o menor desde março de 2022, e o índice de preços deverá convergir para a meta (2,0%) durante o primeiro trimestre do próximo ano. Em linha com a inflação controlada, o banco central decidiu manter a taxa de referência em setembro e espera-se que a mantenha na reunião de dezembro, de modo que o mercado projeta o início dos cortes nas taxas para o 3T24. Do lado das avaliações, as ações taiwanesas parecem caras, sendo negociadas acima de 1 desvio padrão da média de 5 anos do índice P/U *fwd*. O principal foco de incerteza para essa economia está nas eleições presidenciais de 13 de janeiro do próximo ano, devido às tensões com a China e a uma possível escalada militar, com a intervenção dos EUA. Até o momento, as pesquisas mostram Lai Ching-te, membro do Partido Democrático Progressista, o partido do atual presidente, como o provável vencedor, que tem uma postura mais pró-independência em relação a Taiwan e aumenta a possibilidade de escalada das tensões. Impulsionados por uma recuperação na demanda da China, no lado dos pedidos de semicondutores, os pedidos caíram 0,3% em relação aos 16,7% do mês anterior. Embora os registros continuem negativos, espera-se que o ciclo de semicondutores impulse a economia de Taiwan até 2024.

Manutenção da posição neutra na Indonésia. As ações da Indonésia ficaram atrás da Ásia Emergente durante a alta de novembro (USD 5,9%). Embora as avaliações pareçam atraentes, elas estão abaixo de sua média histórica (P/U e P/VL). No lado econômico, o *impulso* positivo continua e espera-se que dure no próximo ano, crescendo em torno de 5%. O PMI industrial está em 51,7 pontos em novembro, embora com uma tendência de queda nos últimos quatro meses. A inflação está abaixo do intervalo da meta do Banco Central (1,9% a/a em novembro, intervalo de 3% \pm 1%) e espera-se que retorne ao intervalo no próximo ano. Na última reunião, em novembro, a taxa de referência foi mantida em 6,0%, após um aumento de 25 bps em outubro, como medida para estabilizar a rúpia. Na frente política, as eleições presidenciais serão realizadas em fevereiro, sendo o principal risco, já que a continuidade das políticas pró-mercado depende disso. **No lado tailandês, o *underweight* está aumentando.** Espera-se que a recuperação da economia tailandesa permaneça lenta e incerta, já que a desaceleração na China pode atrasar a recuperação do turismo e das exportações. Isso poderia apresentar uma dependência do estímulo do governo para manter uma trajetória de crescimento um pouco mais estável. O *ímpeto* econômico continua a se deteriorar e o PMI industrial permanece em território contracionista em novembro. No lado dos preços, a inflação continua a cair em novembro e, pelo segundo mês consecutivo, tem registros negativos (-0,4% em doze meses). O mercado internaliza que, durante o segundo trimestre, a inflação retomará a convergência para a meta (2,0%), enquanto em sua última reunião de política monetária, em novembro, a taxa de referência foi mantida em 2,5% e espera-se que permaneça nesse nível durante 2024. Enquanto isso, as avaliações das ações estão sendo negociadas em torno de suas médias de 5 anos (P/U *fwd*.) e as projeções de lucro para o próximo ano foram corrigidas para baixo.

EMEA: aumento do *underweight*

Para 2024, a perspectiva econômica da região está melhorando na margem, após um 2023 particularmente difícil. Na frente política, embora as propostas dos governos em exercício tenham se tornado mais pragmáticas, permanecem os riscos da implementação de medidas populistas, por exemplo, no período que antecede as eleições municipais na Turquia (março), as eleições gerais na África do Sul ou a pressão da Arábia Saudita dentro da OPEP+ para reduzir a produção de petróleo. Os bancos centrais da região permanecem em caminhos divergentes, com os níveis de inflação convergindo na maior parte da região, com exceção da Turquia. Os preços *das commodities* continuam voláteis. Embora as expectativas sejam de que eles permaneçam relativamente estáveis nos níveis atuais até 2024, apesar dos eventos recentes que

tenderiam a pressionar os preços do petróleo para cima, o excesso de oferta parece mais do que compensar esses eventos e o preço está próximo das mínimas do ano.

O crescimento da **África do Sul** no próximo ano será impulsionado principalmente pela redução das interrupções de energia, devido a uma melhoria na capacidade da estatal Eskom e à incorporação de fontes de energia renováveis. Enquanto isso, o PMI do setor industrial para novembro sobe para 50 pontos. Quanto à inflação, ela continua controlada dentro do intervalo da meta (3,0% a 6,0%), com 5,9% ao ano em outubro, enquanto o núcleo da inflação cai para 4,4%, acima das expectativas. Nesse contexto, o Banco Central, em sua última reunião, em novembro, manteve a taxa de juros em 8,25% e espera-se que os cortes comecem no segundo trimestre do próximo ano, já que a inflação está projetada em torno de 5%, embora possa haver pressões inflacionárias dos preços do petróleo e dos alimentos. Entretanto, o lado político é o principal risco devido às eleições gerais de 2024. A principal preocupação é que um tom populista possa ser adotado antes da votação, afetando assim a estabilidade da política macroeconômica e a saúde fiscal. Em relação às valuations, as ações estão sendo negociadas em torno de suas médias de 5 anos (P/U *fwd.*), enquanto as projeções de crescimento dos lucros para 2024 e 2025 são positivas e de dois dígitos, com ambas sendo corrigidas para cima no último mês. Nesse contexto, a **postura neutra é mantida**.

É tomada a decisão de neutralizar as ações turcas da UW. 2023 tem sido um ano volátil para os ativos turcos, pois a atividade econômica continua a mostrar sinais de fraqueza, embora com uma mudança para políticas ortodoxas, principalmente para combater a inflação alta. Embora a *dinâmica* econômica continue fraca e o PMI industrial de novembro tenha caído para 47,2 pontos, a inflação surpreendeu pelo terceiro mês consecutivo, ficando abaixo das expectativas. Em novembro, ela ficou em 62,0% ao ano, enquanto o núcleo da medida acelerou para 69,8%. Espera-se que a inflação atinja o pico em maio do próximo ano em um nível acima de 70% e depois comece a cair, principalmente devido a uma base de comparação favorável, atingindo uma taxa de inflação no final de 2024 de cerca de 40%. Isso força o Banco Central a continuar com o aperto da política monetária, o que o levou a aumentar sua taxa de referência em 500 bps. na reunião de novembro para 40%, e espera-se que ainda haja pelo menos mais dois aumentos, o que afeta o crescimento, que deve ficar abaixo do potencial. Por sua vez, a lira turca desvalorizou US\$ 35,3% até o momento neste ano, sendo uma das moedas mais castigadas. Do lado político, no próximo ano serão realizadas eleições municipais, que são fundamentais para o voto de confiança no presidente Erdogan, reeleito este ano, e nas políticas implementadas para combater a inflação, já que um dos principais riscos é a interrupção dessas medidas de normalização, afetando a confiança dos investidores. Por outro lado, as tensões com Israel continuam devido à posição do presidente turco em relação ao conflito no Oriente Médio e ao apoio à causa palestina. No lado das ações, as ações estão sendo negociadas abaixo de suas médias de cinco anos. As projeções de crescimento dos lucros são positivas e de dois dígitos para 2024 e 2025. Em resumo, embora o Banco Central mantenha seu viés contracionista para combater a inflação e a economia continue a se deteriorar, a implementação contínua de medidas ortodoxas é otimista e, juntamente com avaliações atraentes, decide-se **neutralizar as ações turcas da UW**.

A posição UW trazida pelas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria) aumenta. As perspectivas de crescimento para essas economias são fracas e até mesmo abaixo da tendência de crescimento no caso da República Tcheca. Por outro lado, embora o ciclo de aperto já tenha começado na Hungria e na Polônia, ele pode ser afetado por pressões inflacionárias contínuas e permanecer consistentemente acima da meta. Além disso, o *ímpeto* econômico continua a se deteriorar, com os PMIs do setor industrial na Polônia e na República Tcheca permanecendo em território contracionista, enquanto a Hungria está em território expansionista. Embora as avaliações continuem atraentes, o *underweight* em ações do C3 está aumentando.

O PMI industrial da **Arábia Saudita** caiu marginalmente em novembro para 57,5 pontos, em território amplamente expansionista. A inflação continua sua tendência de desaceleração e cai para 1,6% a.a. em outubro, mantendo a ausência de pressões inflacionárias. Quanto às avaliações, elas estão sendo negociadas em níveis justos e as projeções de crescimento dos lucros passaram de negativas para este ano para positivas e de dois dígitos para 2024 e 2025. Durante a reunião de novembro da OPEP, não houve acordo geral e cada país anunciará seus respectivos níveis de produção. A Arábia Saudita continuará com os cortes voluntários de produção para manter os preços do petróleo em um patamar mínimo e espera-se que os cortes continuem pelo menos até o primeiro trimestre de 2024, devido à demanda sazonalmente mais fraca e à maior oferta dos EUA; esses cortes afetaram as exportações e o crescimento. Projeta-se que a atividade econômica seja apoiada por investimentos públicos e privados e reformas estruturais alinhadas com a "estratégia Saudi Vision 2030" para diversificar a economia, enquanto durante a COP28 a Arábia Saudita procurou definir um futuro claro para petróleo, carvão e gás. Em um contexto de resiliência econômica e baixas pressões inflacionárias, mas com uma perspectiva incerta para os preços do petróleo no curto prazo e avaliações apertadas, decidiu-se **manter a posição neutra em ações sauditas**.

RENDA FIXA

TESOURARIA DOS EUA: assumir uma posição underweight em títulos do tesouro de 5 anos, manter o overweight em 10 anos e neutralizar o overweight em 30 anos, juntamente com o underweight em TIPS.

2023 foi um ano de incertezas e volatilidade nos mercados de renda fixa. Enquanto no início do ano, após os episódios de estresse financeiro, a recessão e o início dos cortes nas taxas pareciam ser um evento de mercado, a resiliência da economia dos EUA e, conseqüentemente, a postura *hawkish* do Federal Reserve Bank pegaram os mercados de surpresa, fazendo com que as taxas se ajustassem ao novo cenário de *pouso suave* e taxas "*mais altas por mais tempo*". Por sua vez, a surpreendente resiliência da atividade econômica dos EUA ao aperto monetário é explicada pela força do setor de serviços e do mercado de trabalho dos EUA, que foram os pilares do crescimento econômico durante 2023 e estão apenas começando a mostrar alguns sinais de fraqueza. Por outro lado, a inflação continua a desacelerar, atingindo 3,1% em novembro; no entanto, o núcleo da inflação ainda permanece elevado em níveis de 4% e espera-se que a redução da inflação para sua meta de 2% seja mais difícil e demore mais do que o estimado. Assim, as taxas atingiram níveis não vistos desde antes da crise financeira de 2008, com a taxa dos títulos do tesouro de 10 anos subindo acima de 5% e, após a *recuperação* de novembro, voltando a 4,2%, enquanto a taxa de 2 anos atingiu 5,22% e voltou a 4,72% (em 12 de dezembro). Por outro lado, ao longo do ano, a inversão da curva entre o título de 10 e 2 anos foi mantida, atingindo valores mínimos de -108 pts. em março, após os episódios de estresse no sistema bancário, enquanto na recente *venda* de *títulos do Tesouro* atingiu um máximo de -11 pts., aproximando-se de um desinvestimento. Quanto a 2024, o cenário econômico de curto prazo mais provável é um *soft landing*, com a atividade econômica e o mercado de trabalho continuando a esfriar e, por outro lado, a inflação continuaria a se normalizar gradualmente, o que acabaria permitindo que o Fed iniciasse os cortes nas taxas. Atualmente, o mercado estaria esperando cerca de 5 cortes nas taxas a partir de maio, mas isso nos parece excessivo e nosso cenário base é que o Fed mude para uma postura monetária expansionista durante o segundo semestre de 2024. Quanto à volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimento dos títulos do Tesouro - permanece estável em torno de 126 pontos, níveis historicamente altos, mas mostrando moderação em relação aos níveis dos últimos meses, uma tendência que esperamos que continue no próximo ano. Enquanto isso, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, foram ajustados para os níveis de 2,03% e 2,19% (em 12 de dezembro), uma vez que as pressões inflacionárias geradas

pelo petróleo diminuíram, trazendo as expectativas de inflação de longo prazo de volta à meta do Fed (2%). Assim, após a *recuperação* iniciada em novembro e as expectativas agressivas de corte de taxas do mercado para o próximo ano, permanece a incerteza quanto à trajetória das taxas no curto e médio prazo, e esperamos que o Fed retome um discurso mais *hawkish* na reunião de dezembro para realinhar as expectativas do mercado e manter as taxas em um nível restritivo. Diante do exposto, uma **posição tática vendida em títulos do Tesouro de 5 anos é adotada, dados os deslocamentos de expectativas entre o Fed e o mercado, a exposição a títulos do Tesouro de 10 anos é mantida e a posição de 30 anos é neutralizada, aproveitando a recuperação de novembro. Por outro lado, a posição em TIPS permanece neutralizada, dado o nível atraente das taxas reais.**

INVESTMENT GRADE GLOBAL: OW mantido

Do lado do *investment grade*, durante grande parte do ano, observamos que tanto o Federal Reserve Bank quanto o Banco Central Europeu se alinharam com a mensagem "*higher for longer*", indicando ao mercado que manteriam as taxas altas em níveis contracionistas pelo tempo necessário para garantir a convergência da inflação para a meta de 2%. Assim, embora o Fed e o BCE não tenham alterado a taxa referencial desde julho e setembro, respectivamente, as taxas continuaram a subir para os máximos do ciclo atual. No entanto, a partir de novembro, após dados econômicos mais fracos e mensagens *dovish* de ambas as entidades monetárias, as taxas começaram a cair, pressionando os retornos dos ativos de duração mais longa. No próximo ano, esperamos que a atual divergência econômica entre os EUA e a Europa continue, com a economia dos EUA permanecendo resiliente, mas começando a ver mais dos efeitos do aperto monetário em linha com um cenário de *pouso suave*. Na Europa, a atividade econômica continuaria a se deteriorar e o mercado de trabalho seria fraco, de modo que a economia europeia enfrentaria estagnação econômica no próximo ano, tornando mais provável que o BCE comece a cortar as taxas mais cedo. A classe de ativos continua a oferecer um alto *rendimento* de mais de 5,5%, enquanto a melhor qualidade de crédito oferece maior proteção contra eventos de risco não realizados e deterioração da atividade econômica. Por outro lado, a duração mais longa geraria ganhos de capital de longo prazo à medida que os bancos centrais dos países desenvolvidos iniciassem o ciclo de corte de taxas no segundo semestre do ano. Com base no exposto, o **OW** é mantido **em Global Investment Grade**.

HIGH YIELD GLOBAL: UW mantido

Quanto ao *high yield*, durante 2023 a classe de ativos permaneceu resiliente ao aperto monetário, oferecendo maior proteção contra aumentos de taxas devido à sua duração mais curta e gerando um *desempenho superior* em relação a outros ativos de renda fixa. Por sua vez, o bom desempenho da classe de ativos é explicado pelo comportamento dos *spreads* que, após superarem os episódios de estresse financeiro em março e as tensões geopolíticas em outubro, comprimiram-se novamente para níveis abaixo de sua média histórica, impulsionados pela resiliência econômica da atividade e pela força do mercado de trabalho dos EUA. Olhando para 2024, embora a classe de ativos continue a oferecer um nível de *rendimento* relativamente alto, após a recente *alta das* taxas, ela apresentou uma queda significativa e, após atingir níveis de 9,5%, caiu para 8,3%, tornando-a menos atraente em termos de retorno. Por outro lado, embora a duração mais baixa tenha beneficiado a classe de ativos no último ano, esperamos que, em 2024, o Fed inicie o ciclo de redução gradual no segundo semestre do ano, o que seria positivo para as alternativas de duração mais longa. Em termos de riscos, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos proporciona um grau menor de proteção contra eventos geopolíticos e cenários de maior deterioração econômica, enquanto os níveis atuais de *spread* parecem superestimar a resiliência econômica dos EUA, tornando a classe de ativos vulnerável a uma ampliação dos *spreads* em 2024. Com base no exposto, o **underweight** em **Global HY** é mantido.

DÍVIDA EMERGENTE: Underweight em títulos soberanos HY e neutra em títulos soberanos IG. A exposição a títulos corporativos HY e o **overweight** em títulos corporativos IG e **mercados locais** são mantidos.

Com relação à dívida dos mercados emergentes, 2023 foi marcado pela forte correlação das taxas dos mercados emergentes com as taxas do Tesouro dos EUA, em um ano em que o *Tesouro* de 10 anos subiu acima de 5%. Assim, embora muitas economias emergentes tenham iniciado o ciclo de cortes de taxas, as taxas locais foram acopladas aos movimentos *do Tesouro* e os bancos centrais emergentes moderaram suas políticas monetárias expansionistas a fim de evitar mais depreciações em suas moedas. No entanto, no início de novembro, começamos a ver mudanças no ambiente global e, em sua última reunião, o Fed adotou uma postura *dovish*, impulsionando uma *recuperação* dos ativos de renda fixa e reduzindo as pressões sobre as taxas locais. Nesse cenário, mantemos uma perspectiva positiva para a renda fixa emergente em 2024; a dívida emergente continua atraente não apenas por causa dos altos *rendimentos* em relação ao mundo desenvolvido, mas também por causa do potencial de valorização dos preços dos títulos em face da queda das taxas, à medida que os países emergentes migram para uma política monetária expansionista, que pode se tornar agressiva à medida que as pressões externas diminuem e a inflação continua a desacelerar. Em relação à dívida soberana emergente, embora a classe de ativos se beneficie de sua duração mais longa diante de eventuais cortes nas taxas dos países desenvolvidos e dos cortes já iniciados nos países emergentes, a incerteza geopolítica em um ano eleitoral e a desaceleração econômica global nos levam a permanecer cautelosos em relação à classe de ativos devido à sua qualidade de crédito mais baixa. Com relação à dívida corporativa emergente, para o próximo ano, mantemos nossa preferência pelo *investment grade*, do ponto de vista do risco-retorno. A qualidade de crédito mais alta da classe de ativos oferece maior proteção contra eventos de risco locais e globais, sua duração mais longa geraria retornos de capital em face da queda das taxas, mantendo um *rendimento* atraente de 6%. Quanto ao *High Yield*, a classe de ativos *teve um desempenho inferior ao* do mundo desenvolvido no ano passado, afetado principalmente pelas tensões geopolíticas globais e pela instabilidade no setor imobiliário chinês, mantendo *os spreads* em níveis historicamente baixos, mas sem as grandes compressões que vemos na dívida desenvolvida. No entanto, para 2024, vemos menos vulnerabilidade nos *spreads de high yield* dos países emergentes em relação aos países desenvolvidos, já tendo incorporado este ano uma série de *defaults* esperados para o próximo ano e um setor imobiliário chinês em que a incerteza permanece, mas teria atingido um piso. Por outro lado, a classe de ativos continua a oferecer um *rendimento* atraente (9,6%) acima dos níveis do mundo desenvolvido, ao custo de um risco de crédito mais alto, de modo que a preferência pela qualidade na classe de ativos permanece. No lado *dos mercados locais*, a dívida de mercados emergentes emitida em moedas emergentes passou por momentos difíceis durante o ano, com períodos em que o dólar se valorizou fortemente, apoiado por um Federal Reserve Bank *hawkish* e uma economia chinesa incapaz de gerar tração e impulsionar significativamente o crescimento. No entanto, no último trimestre, quando os países desenvolvidos fizeram uma pausa em seu aperto monetário, as moedas emergentes recuperaram terreno, valorizando-se e impulsionando os retornos da dívida emergente local, com a América Latina sendo responsável por grande parte do desempenho positivo da classe de ativos no ano. No futuro, mantemos uma perspectiva positiva em relação à dívida emergente local, pois esperamos pressões menores sobre o dólar no próximo ano em termos de política monetária, à medida que o Fed se aproxima de cortes nas taxas. De acordo com o exposto acima, mantemos **nosso *underweight* em títulos soberanos HY e neutralidade em títulos soberanos IG. Enquanto isso, mantemos uma exposição neutra em títulos corporativos HY e um *overweight* em títulos corporativos IG e mercados locais.**

PERSPECTIVAS DE ATIVOS ALTERNATIVOS

Os ativos alternativos continuam a ganhar participação nos *portfólios* de múltiplos ativos e começaram a se tornar uma posição *central* nesses portfólios. Assim, em vários relatórios de investidores institucionais, *family offices* e investidores *de alto patrimônio líquido*, sua participação é de cerca de 50% da ponderação total dos *portfólios*. Essa tendência foi impulsionada pela criação de instrumentos semilíquidos nos últimos anos em *Real Estate*, Crédito Privado e, mais recentemente, em *Secondary* e *Private Equity*.

No entanto, é importante observar que os fundos ilíquidos tiveram aumentos de capital lentos. Essa situação surgiu por dois motivos principais: (i) investidores que tendem a reciclar capital para subscrever novos compromissos; no entanto, foi um ano de baixas distribuições e (ii) gestores que estão captando recursos em períodos mais curtos. Uma pesquisa recente da Preqin estima que os níveis de captação de capital observados em 2021 não se recuperariam até 2028.

CRÉDITO PRIVADO

Após onze aumentos consecutivos na taxa de juros de referência dos EUA, agora se fala em um cenário "*higher for longer*" e até mesmo "*higher forever*". As consequências desse aumento rápido e acentuado das taxas ainda não estão claras para a economia, mas uma coisa é certa: o crédito privado será um vencedor nesse ciclo monetário. Durante 2023, o rendimento médio da *Direct Lending* sobre os empréstimos emitidos aumentou ~200 bps. até dezembro, todos com posicionamento *sênior* na estrutura de capital e *primeira garantia*. Além disso, diante do declínio da atividade e do aumento do risco de crédito para muitas empresas, as transações observadas no mercado foram de empresas de melhor qualidade de crédito e com um nível moderado de alavancagem, tornando o perfil de risco/retorno da *Direct Lending* mais atraente. A demanda por esses empréstimos foi impulsionada pela queda de 63% na emissão de *high yield* e *leverage loans* desde 2021, juntamente com a retirada de bancos e um alto volume de empréstimos com vencimento nos próximos 4 anos que geraram um aumento nas necessidades de refinanciamento.

Embora um grande risco para a classe de ativos seja a *inadimplência*, que aumentou de 0,9% em 2022 para 3,1% em 2023, há evidências de que, à medida que o tamanho da empresa aumenta, as taxas de *inadimplência* tendem a diminuir. É por isso que o investimento em empresas de *médio porte* e de *grande capitalização* (EBITDA acima de US\$ 100 milhões) em setores contracíclicos, como tecnologia e saúde, é o preferido, o que protegeria os investidores nesse ciclo econômico. Para 2024, continuamos a ver atratividade no Crédito Privado, especialmente pela cobertura que ele oferece em um cenário de altas taxas de juros (beneficiado pela taxa flutuante) e pelo bom desempenho em ciclos econômicos recessivos (*proteção contra queda*), embora a seletividade seja fundamental, pois as condições de crédito em vários setores continuam a se deteriorar.

PRIVATE EQUITY

Embora o aumento das taxas de juros tenha favorecido o segmento de crédito privado, a menor disponibilidade de crédito e seu alto custo estão causando um impacto significativo na estratégia. Os investidores estão mais cautelosos em relação à classe de ativos, e espera-se que o levantamento de capital diminua 8,5% a partir de 2022, fechando o ano em US\$ 500 bilhões, excluindo o capital de risco, de acordo com a Preqin. Além disso, a atividade global de fusões e aquisições (M&A) sofreu uma contração, com uma queda de 20% no valor total transacionado durante o terceiro trimestre de 2023, marcando o trimestre mais baixo dos últimos 10 anos. Crucialmente, as transações se concentraram em ativos de alta qualidade, o que manteve as avaliações em níveis elevados.

Embora não se preveja uma recuperação significativa da atividade, espera-se que ela se torne mais dinâmica em 2024 por dois motivos: (i) as empresas de private equity têm aproximadamente US\$ 1.460,3 bilhões de capital *seco*. Os General Partners (GPs) precisam colocar esse capital para trabalhar, mesmo que isso signifique uma maior participação *acionária* em seus investimentos, dado o nível das taxas de juros. Essa situação não foi vista nos últimos 15 anos, e é por isso que a ênfase está na seleção de gestores com longo histórico, e (ii) a liquidez será um dos principais *fatores*, os investidores viram baixas distribuições durante 2023 e maior participação de Private Equity como resultado do NAV não realizado. Poderemos ver em 2024 em que as avaliações entre compradores e vendedores estarão próximas, e os gestores poderão gerar liquidez.

SECUNDÁRIO

Depois de um ano de 2022 em que muitos investidores ficaram superexpostos a ativos privados, o mercado secundário viu um aumento no volume e nas oportunidades de investimento, com estratégias como o Venture Capital obtendo descontos de cerca de 35% em relação ao NAV no primeiro trimestre de 2023. No entanto, o volume de negociação deste

ano caiu 25% em relação ao ano anterior até junho, atingindo US\$ 43 bilhões. Enquanto isso, as altas nos mercados públicos diluíram a concentração em alternativas (*alocação geral*), com *os spreads de compra e venda* começando a se contrair.

Por outro lado, as transações de GP Led continuam a ganhar importância no setor em face do aumento das necessidades de liquidez, com um baixo nível de atividade tanto em M&A quanto em IPO. Esses veículos para a continuação de um ou mais ativos permitiram períodos mais longos de manutenção de ativos de alta qualidade e, por sua vez, proporcionaram liquidez aos investidores. É por esse motivo que o apetite por transações de alta qualidade lideradas por GPs e portfólios diversificados de investidores prevalece, juntamente com o crescimento projetado para esse mercado nos próximos anos.

REAL ESTATE

Nesse cenário "*mais alto por mais tempo*", o mercado imobiliário não ficou imune. Com as taxas de hipoteca de 30 anos atingindo um pico de 8% e agora em 7,3%, a acessibilidade das famílias nos EUA foi duramente atingida. Em particular, o índice que mede esse fator atingiu o mínimo de 40 anos, impactando as vendas de casas (-15% a.a. em outubro de 2023), os pedidos de empréstimo e o refinanciamento de hipotecas (-14% a.a. em dezembro de 2023), entre outros. Entretanto, os preços das casas nos EUA não foram afetados; pelo contrário, tiveram um crescimento de 4,6% entre janeiro e setembro de 2023. Isso é explicado principalmente por dois motivos: i) déficit de estoque que vem se arrastando desde a crise financeira de 2008 e se aprofundou após a pandemia com atrasos na construção e o alto custo de financiamento que desacelerou vários projetos, e ii) aumento das taxas. As pessoas não querem vender suas casas e depois ter de fazer uma hipoteca nos níveis atuais. Em média, os proprietários de imóveis nos EUA hoje têm hipotecas a uma taxa de 3,5%, o que torna a troca muito cara para eles.

Por sua vez, essa contração na atividade de compra/venda impulsionou os preços de locação residencial e de aluguel, embora o crescimento dos preços de aluguel tenha desacelerado significativamente. Em outubro de 2023, os preços cresceram 3,2% a.a., longe do crescimento recorde de 16% a.a. registrado no primeiro trimestre de 2022, em linha com a desaceleração da inflação nos EUA e o influxo de novas ofertas de imóveis para aluguel. Até 2024, esperamos que o mercado imobiliário dos EUA permaneça "congelado" até que o Fed comece a reduzir as taxas. O estoque permaneceria em níveis historicamente baixos e os preços estáveis. Quando os custos de financiamento começarem a diminuir, deveremos ver um aumento na atividade mais para o final de 2024 e início de 2025.

INFRAESTRUTURA

Depois de um 2022 recorde em termos de captação de capital (US\$ 160 bilhões) e atividade, 2023 foi um ano lento para a classe de ativos. A captação de recursos caiu 74,4% até dezembro de 2023, principalmente devido a uma queda nas *saídas* e ao alto valor captado em 2022 que *os gestores* ainda não implantaram. No entanto, em termos de desempenho, ela teve um retorno estável (+3,4% entre janeiro e junho de 2023), atraindo cada vez mais novos investidores que agora consideram a classe de ativos como uma posição *central* em seus *portfólios*. De acordo com uma pesquisa com investidores da Preqin, 47% dos entrevistados esperam aumentar sua exposição à infraestrutura nos próximos anos, sendo o principal motivo a proteção contra a inflação que os ativos de infraestrutura proporcionam e a baixa volatilidade que eles trazem. Em relação a 2024, continuamos otimistas em relação à classe de ativos, principalmente devido ao suporte estrutural de longo prazo de seu papel na transição energética, na digitalização e na desglobalização, além de ser um ativo que proporciona renda estável de longo prazo e proteção contra a inflação.

EXPOSIÇÃO CAMBIAL | DEZEMBRO DE 2023

Moedas	Bench.	Novembro	Dezembro	OW/UW	Câmbio
USD	55.1%	55.9%	55.9%	OW	0.8%
EUR	7.4%	5.5%	5.8%	UW	-1.7%
GBP	1.5%	1.0%	1.2%	UW	-0.3%
JPY	2.5%	3.3%	3.3%	OW	0.8%
GEMs	33.6%	34.4%	33.9%	OW	0.3%
	100.0%	100.0%	100.0%		

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições compradas e/ou vendidas. Nenhuma posição ativa foi assumida neste mês.

RESULTADOS TAACO GLOBAL | NOVEMBRO 2023

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Índices de desempenho mensal	Contribuição do Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	50%	0%	8.8%	4.4%	4.5%	0.0	5.9
Renda Fixa	50%	45%	-5%	5.0%	2.5%	2.3%	9.4	0.9
Caixa	0%	5%	5%	0.4%	0.0%	0.0%	-32.3	
Ouro	0%	0%	0%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0	
Hedge						0.0%	0.0	
Portfólio					6.90%	6.74%	-22.8	6.8
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-16.1
Europe ex UK	13.5%	11.0%	-2.5%	10.7%	1.45%	1.18%	-4.9	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	12.7%	0.16%	0.00%	-5.0	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	6.7%	0.19%	0.13%	2.1	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	11.3%	1.79%	1.79%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	6.7%	0.93%	0.93%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	9.0%	0.33%	0.33%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	8.5%	0.42%	0.55%	-0.4	
Desenvolvidos	56.0%	52.8%	-3.2%	9.4%	5.27%	4.91%	-8.3	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	14.0%	0.57%	0.85%	10.4	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	14.5%	0.10%	0.25%	5.7	
China	12.7%	12.7%	0.0%	2.5%	0.32%	0.32%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	10.7%	1.67%	1.78%	1.9	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	10.2%	0.41%	0.41%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	-0.8%	6.3%	0.44%	0.39%	2.0	
Emergentes	44.0%	47.2%	3.2%	8.0%	3.51%	3.99%	20.0	
Ações					8.78%	8.90%	11.7	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	2.6%	0.16%	0.16%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.9%	0.4%	4.8%	0.55%	0.57%	-0.1	
Treasuries 30Y	6.6%	7.1%	0.5%	9.6%	0.63%	0.68%	2.3	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	2.7%	0.08%	0.04%	3.0	
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	1.0%	5.7%	1.51%	1.57%	0.7	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	-1.0%	4.9%	0.21%	0.16%	0.1	
Dívida em Desenvolvidos	57.7%	57.3%	-0.4%	5.4%	3.14%	3.18%	6.0	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	5.5%	0.28%	0.28%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	6.2%	0.34%	0.25%	-1.7	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	1.0%	3.6%	0.13%	0.16%	-1.4	
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	0.0%	3.7%	0.19%	0.19%	0.0	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	4.1%	0.94%	0.98%	-0.9	
Dívida em Emergentes	42.3%	42.7%	0.4%	4.4%	1.87%	1.85%	-4.0	
Renda Fixa					5.01%	5.03%	2.0	

*Anualizado ** Desde 2001
Dados em 30 de novembro de 2023

Em novembro, as ações foram elevadas para neutras e os títulos foram mantidos em *underweight*, deixando a carteira com 5% de caixa. No final do mês, o portfólio do TAACo Global teve um ganho de 6,7%, 16 bps abaixo do *benchmark*.

No nível da *análise de atribuição*, (i) a alocação de ativos gerou perdas, principalmente com a grande posição em caixa; (ii) a seleção de instrumentos foi positiva. A *Overweight* em LatAm e Asia EM ex China gerou ganhos, assim como a posição vendida no Reino Unido; no lado negativo, a posição vendida na Europa foi prejudicada. Em títulos, nos beneficiamos da posição comprada em títulos do Tesouro de 30 anos e da posição vendida em TIPS, enquanto a posição comprada em dívida de mercados emergentes foi prejudicada.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início**	
TAACo	6.7%	1.3%	7.5%	7.0%	-0.1%	3.6%	3.2%	4.9%	10.1%
Benchmark	6.9%	1.1%	7.7%	6.8%	-1.7%	2.8%	2.4%	3.5%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	-16	15	-17	20	162	73	76	133	
Ações	8.9%	1.3%	11.7%	8.4%	1.4%	5.0%	4.1%	3.5%	14.8%
Benchmark	8.8%	1.2%	11.8%	8.8%	1.2%	5.0%	3.9%	3.0%	14.7%
Europe ex UK	10.7%	1.4%	13.2%	13.3%	2.5%	5.4%	2.2%	2.7%	20.2%
Europe Small Cap ex UK	12.7%	0.2%	5.7%	7.6%	-1.8%	4.2%	3.7%	6.8%	24.1%
UK	6.7%	1.4%	9.2%	8.8%	8.5%	4.9%	2.3%	4.1%	19.9%
US Large Cap Growth	11.3%	3.6%	44.4%	38.1%	9.0%	17.5%	15.2%	--	22.1%
US Large Cap Value	6.7%	0.3%	2.9%	1.2%	7.6%	6.8%	7.4%	--	17.4%
US Small Caps	9.0%	-3.7%	5.9%	2.2%	3.3%	6.8%	7.4%	8.6%	24.4%
Japan	8.5%	0.7%	13.0%	13.2%	-1.4%	2.4%	2.6%	1.6%	16.1%
Desenvolvidos	9.4%	1.6%	18.0%	13.0%	7.0%	10.0%	8.3%	6.4%	19.4%
LatAm	14.0%	6.1%	22.6%	20.3%	10.4%	4.0%	1.1%	8.0%	30.9%
LatAm Small Cap	14.5%	0.3%	19.4%	17.0%	2.3%	1.0%	-3.0%	6.3%	33.9%
China	2.5%	-4.6%	-9.0%	-4.3%	-17.0%	-3.5%	0.7%	6.9%	26.7%
EM Asia ex China	10.7%	3.9%	13.8%	8.5%	3.8%	8.1%	6.0%	--	20.0%
EM Asia Small Cap	10.2%	3.1%	20.0%	20.6%	7.2%	9.7%	6.0%	9.1%	19.9%
EM Europe and Middle East	6.3%	-0.3%	-0.1%	-3.3%	-5.5%	-4.8%	-5.3%	2.1%	20.8%
Emergentes	8.0%	1.1%	3.8%	4.0%	-5.2%	1.9%	2.3%	7.5%	19.4%
Renda Fixa	5.0%	1.0%	3.6%	4.6%	-4.3%	0.7%	1.1%	4.1%	6.2%
Benchmark	5.0%	1.0%	3.6%	4.5%	-4.9%	0.3%	0.7%	3.4%	6.2%
Treasuries 5Y	2.6%	0.8%	1.4%	1.0%	-3.8%	0.6%	0.7%	3.1%	4.7%
Treasuries 10Y	4.8%	-1.1%	-1.2%	-2.3%	-7.5%	-0.2%	0.7%	3.3%	8.3%
Treasuries 30Y	9.6%	-4.2%	-6.5%	-8.9%	-16.4%	-2.8%	0.7%	4.0%	17.2%
US Tips	2.7%	0.1%	1.2%	0.1%	-1.5%	2.7%	2.0%	4.3%	6.1%
Global Corporate IG	5.7%	1.6%	5.1%	5.4%	-4.9%	1.2%	1.3%	4.2%	8.8%
Global Corporate HY	4.9%	2.4%	9.4%	10.0%	-0.1%	3.4%	3.4%	6.7%	10.1%
Dívida Desenvolvida [1]	5.6%	0.5%	2.5%	2.3%	-5.6%				
EM Sovereign IG	5.5%	-0.1%	2.3%	2.5%	-6.0%	1.1%	2.4%	5.6%	9.6%
EM Sovereign HY	6.2%	3.4%	10.0%	10.7%	-1.1%	1.2%	2.5%	7.2%	14.6%
EM Corporate IG	3.6%	1.2%	4.3%	5.2%	-3.4%	1.8%	2.5%	--	6.5%
EM Corporate HY	3.7%	2.4%	4.1%	7.8%	-3.3%	1.8%	3.6%	--	10.8%
EM Local Markets	4.1%	1.5%	5.2%	7.9%	-1.5%	1.6%	0.2%	--	10.3%
Dívida Emergentes [1]	4.3%	1.6%	5.0%	7.2%	-2.9%				
Caixa	0.4%	1.4%	4.6%	5.0%	2.0%	1.8%	1.2%	1.4%	0.5%
Ouro	1.9%	4.8%	12.2%	16.1%	4.9%	10.8%	5.0%	9.5%	14.5%

* Anualizado ** Desde abril de 2001

[1] Considera índices de elaboração própria

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe usando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que elas serão realizadas. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Compass, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações aqui contidas. A Compass, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários ou transações de mercado, orais ou escritos, que reflitam uma visão diferente da expressa neste relatório.