

Janeiro de 2024

TAACo Global	Desempenho						Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	Dec	3 meses	YTD	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	3.9%	8.6%	11.8%	-0.1%	4.9%	3.6%	5.0%	10.4%
Benchmark	4.1%	8.7%	12.1%	-1.6%	4.1%	2.9%	3.7%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-14	-3	-33	143	82	73	132	
Ações	4.4%	9.8%	16.7%	0.9%	7.2%	4.4%	3.7%	15.2%
Benchmark	4.4%	9.7%	16.7%	0.8%	7.1%	4.3%	3.2%	15.1%
Renda Fixa	3.8%	7.6%	7.5%	-3.7%	1.1%	1.5%	4.2%	6.5%
Benchmark	3.8%	7.6%	7.6%	-4.2%	0.7%	1.1%	3.6%	6.5%
Caixa	0.5%	1.4%	5.1%	2.2%	1.9%	1.2%	1.5%	0.6%
Ouro	2.1%	11.1%	14.6%	3.3%	10.2%	5.6%	9.5%	14.3%

Resultados em 31 de dezembro de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

OUTLOOK 2024: O ano de definições1

Alocação de ativos4

Resultados globais da TAACo em dezembro de 202319

Desempenho histórico 20

Notas de janeiro sobre o OUTLOOK 2024: Ano de Definições

Os principais temas que definem as tendências dos mercados globais para o próximo ano são os seguintes:

I. 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 novo crescimento?

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 que a economia norte-americana tem demonstrado. A China está registrando um declínio estrutural no crescimento (em torno de 4,5% este 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.

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

Principais questões para 2024:

i. Crescimento: EUA: alta, *soft landing* ou recessão?

A China busca um caminho para o crescimento sustentável

A IA tem efeitos econômicos e de mercado imprevisíveis

Baixa 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 até que haja 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.

ii. Inflação e taxas de juros: para onde irão?

O Fed pode 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 as consequências da China e dos EUA, das crises geopolíticas e dos eventos climáticos de forma diferente.

Geopolítica: a adaptação das economias será dispendiosa e terá uma série de consequências.

IV. 2024 será um ano eleitoral

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

iv. Eleições: 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 erros de saúde.

Notas da TAACo de janeiro de 2024.

Após os fortes aumentos dos últimos dois meses - quase 10% no portfólio de ações e 8% no portfólio de renda fixa - e uma "recuperação de Natal" que estendeu os ganhos até dezembro, em janeiro foi decidido diminuir o risco do portfólio, reduzindo o peso das ações de neutro para *underweight* em favor do dinheiro e mantendo os títulos em 45%.

Após a alta do final do ano e diante da deterioração das expectativas, o portfólio passou a ser mais cauteloso taticamente.

Certamente, o *momentum* do mercado ainda pode ter impulso, mas o cenário fundamental mostra, em geral, (i) desaceleração da atividade econômica, (ii) avaliações elevadas, (iii) deterioração dos lucros corporativos (e perspectiva corporativa pessimista), (iv) aperto monetário contínuo com taxas mais altas por mais tempo e (v) condições financeiras mais apertadas.

O desempenho dos mercados acionários tem sido fortemente ancorado na perspectiva de taxas de juros mais baixas e o mercado tem sido rápido em incorporar tais movimentos. Parece mais do que o Fed estaria disposto a fazer com a taxa de referência até vermos a inflação ser "vencida" de forma sustentável. Isso se torna ainda mais complicado em um ano eleitoral, quando os gastos fiscais permanecem altos e é improvável que sejam reduzidos, o que, em parte, sustenta a resiliência da economia dos EUA. Portanto, o cenário é de taxas mais altas por mais tempo, o que, por outro lado, contribui para a probabilidade de maior deterioração da economia. Além disso, as taxas também seriam pressionadas por um enfraquecimento global da demanda por *títulos do Tesouro*.

Desempenho do mercado em sintonia com o que o Fed fará....

... Mas a inflação não foi completamente derrotada.

ALOCAÇÃO DE ATIVOS: JANEIRO DE 2024

TAACo Global	Bench.	Dezembro	Janeiro	OW / UW		Câmbio	
Ações	50%	50%	45%	UW	-5%	-5.0%	-
Renda Fixa	50%	45%	45%	UW	-5%		
Caixa		5%	10%	OW	10.0%	5.0%	+
Ouro				N			
Total da Carteira							
Europe ex UK	13.5%	11.5%	11.5%	UW	-2.0%		
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%		
UK	2.9%	2.4%	2.4%	UW	-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%	53.8%	53.8%	UW	-2.2%		
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%	5.1%	5.1%	UW	-1.8%		
Mercados emergentes	44.0%	46.2%	46.2%	OW	2.2%		
Total Ações							
	100.0%	100.0%	100.0%				
Treasuries 5Y	6.0%	5.2%	5.2%	UW	-0.8%		
Treasuries 10Y	11.5%	11.9%	11.5%	N		-0.4%	-
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	6.6%	N			
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N			
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%	56.9%	UW	-0.8%	-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%	5.0%	OW	1.4%	0.4%	+
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%	43.1%	OW	0.8%	0.4%	+
Total de renda fixa							
	100.0%	100.0%	100.0%				

A exposição a ações foi rebaixada de neutra para UW, o caixa aumentou e o underweight a títulos foi mantido.

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

Neutro nos EUA em todos os estilos

Na renda fixa, os títulos do Tesouro de 10 anos foram neutralizados

OW Global IG vs UW HY

OW emergente

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX UK: Mantido o underweight em Large Cap e Small Cap

Em 2024, espera-se que a estagnação econômica continue na Zona do Euro, com o PIB crescendo apenas 0,6% (vs. 0,5% em 2023), 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). Diante dessa situação, o mercado internaliza que o Banco Central Europeu poderia fazer pelo menos 5 cortes nas taxas em 2024, a partir de março, a fim de parar de restringir a economia.

Mais recentemente, *o impulso* econômico melhorou, mas continua negativo. Os principais indicadores do PMI para o setor industrial e de serviços ficaram praticamente inalterados em dezembro, ambos abaixo de 50 pontos, o limite de expansão/contração do setor para os próximos seis a doze meses. O consumo e a produção industrial continuam a se contrair, sem tendência de recuperação.

No nível agregado, a inflação acelerou em dezembro devido a efeitos de base - principalmente o componente de energia - mas ainda permaneceu dentro do intervalo da meta (2,9% a/a em dezembro contra 2,4% em novembro); a medida do núcleo - que exclui componentes voláteis como alimentos e combustíveis - continuou a convergir e caiu para 3,4% a/a contra 3,6% no mês anterior.

Dada a expectativa do fim do ciclo de aumento das taxas, a queda da inflação e o esfriamento da economia, as taxas continuaram a cair no último mês. Como referência, em 8 de janeiro, a taxa do Bund alemão de 2 e 10 anos caiu cerca de 15 bps nos últimos 30 dias, para 2,45% e 2,15%, respectivamente.

Dezembro ampliou os ganhos de novembro e o Stoxx 50 subiu 4,8% (em USD), semelhante às ações dos EUA. 2023 fechou com alta de 23,1% (em USD); no entanto, as avaliações continuam atraentes e, no médio e longo prazo, estão defasadas em relação a seus pares desenvolvidos. A relação Preço/Utilidade de 12 meses (P/U *fwd.*) é negociada abaixo da média de 5 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 no mercado interno quanto no internacional. De acordo com a Factset, até 2024, os lucros corporativos cresceriam 6,4%, o que foi corrigido para baixo no último mês e se compara negativamente com seus pares desenvolvidos. O crescimento dos lucros do próximo ano seria liderado pelos setores imobiliário, de tecnologia e de 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 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 *impulso* corporativo, as estimativas de lucros mais baixas, as saídas constantes e uma perspectiva econômica negativa nos levam a **manter a posição *underweight***.

REINO UNIDO: O *Underweight* é mantido

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 ambiente de mercado de trabalho apertado. No entanto, depois que a inflação surpreendeu pelo lado negativo em novembro, o mercado acopla suas expectativas de corte de taxas às do resto da Europa e internaliza até 5 cortes de taxas até 2024, começando em maio.

A fraca situação macroeconômica se reflete no nível corporativo. Em 2024, os lucros das ações do MSCI UK cresceriam 3,4%, 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 abaixo de zero e o PMI industrial decepciona e cai para 46 pontos em dezembro. No entanto, o PMI de serviços melhora e sobe para 53,4.

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 dos salários mais altos. Os gastos dos consumidores superaram as expectativas e quebraram quase um ano e meio de contração; as vendas no varejo aumentaram 0,1% a/a em novembro.

A inflação de novembro surpreendeu ao cair mais do que o esperado para 3,9% a/a (5,1% na medida central), dando um fôlego ao Banco da Inglaterra, que manteve a taxa de referência em 5,25% em sua última reunião. Assim, o mercado acredita que teríamos chegado ao fim do ciclo de aumento das taxas. Em consonância com os movimentos globais, a curva de rendimento soberano sofreu um *aumento acentuado* nos últimos 30 dias, até 8 de janeiro. A taxa de 2 anos caiu 35 bps, para 4,20%, e a taxa de 10 anos caiu cerca de 25 bps, para 3,75%.

A falta de convicção em uma recuperação sustentada do país, a perda de dinamismo global, o corte nas estimativas de lucros e as saídas persistentes para fundos e ETFs levaram à manutenção do *underweight* em ações do Reino Unido, apesar da atratividade das avaliações e do alto *rendimento de dividendos* (4,0%).

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 manteve seu voo ao crescer 2,1% em 2023, o mesmo que 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 está sendo gradual e mais lento do que se pensava inicialmente. De acordo com a Alpine, o efeito econômico dos aumentos das taxas pode levar até 24 meses para se materializar, e estamos apenas no 22º mês desde que os aumentos começaram 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 *soft landing* da economia, nosso cenário base para o primeiro semestre do ano.

As ações dos EUA, o principal mercado de ações do mundo (~63% do índice ACWI global), subiram quase 24% em 2023. A ascensão das Big 7¹, os possíveis ganhos de produtividade com a inteligência artificial e a resiliência econômica, entre outros, impulsionaram os retornos, acentuados pela redução da inflação e dando ao Fed espaço de manobra para começar a reduzir as taxas de juros.

2024 será um ano desafiador para as ações dos EUA, portanto, dada a falta de visibilidade, mantém-se uma postura neutra. A alta de 2023 foi concentrada em algumas ações e haveria espaço para que ela permeasse outros setores e estilos mais atrasados, parte do que vimos em dezembro. Entretanto, as avaliações se tornaram mais caras, o *impulso* econômico está sendo perdido e a desaceleração se tornará mais evidente, com o acréscimo das eleições presidenciais que, juntamente com a geopolítica, injetarão volatilidade nos retornos.

A partir de novembro, o S&P500 subiu por nove semanas consecutivas, no que foi a maior alta desde o início dos anos 2000. O aumento não apenas reverteu as perdas observadas entre agosto e outubro, mas também refletiu a força do

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

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. No entanto, a confirmação da convergência levou o Fed a descartar novos aumentos de taxas e a projetar pelo menos três aumentos de taxas em 2024. O mercado está ainda mais hawkish e internaliza que os cortes de taxas começariam entre março e maio, com 6 cortes de taxas em 2024. Como resultado, a curva de juros dos títulos do Tesouro recuou no último mês. A taxa de 10 anos caiu cerca de 20 pontos-base, para 4,00%, e a taxa de 2 anos caiu 35 pontos-base, para 4,35%.

Enquanto isso, na frente política, os líderes do Congresso chegam a um acordo sobre o orçamento deste ano que, mais uma vez, evita uma paralisação do governo. À medida que o ano avança, o foco mudará para as eleições presidenciais de novembro de 2024, com Donald Trump no lado republicano e Joe Biden no lado conservador. Ambos os candidatos apresentam um cenário desafiador para as contas fiscais, com o primeiro candidato favorecendo cortes de impostos e o segundo aumentando os gastos fiscais.

Apesar do impulso positivo do fluxo, a vulnerabilidade às condições financeiras restritivas, os sinais incipientes de deterioração econômica, a alta volatilidade das taxas de juros e as avaliações pouco atraentes nos levam a manter a **cautela em relação às ações dos EUA em todos os estilos, com uma classificação 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, a política monetária expansionista foi mantida - mesmo com taxas de juros negativas - e espera-se que o crescimento se acelere em 2023. O desenrolar 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 as avaliações das empresas por meio do aumento da eficiência do uso do capital. Também está promovendo uma maior participação de mulheres nos conselhos de administração, apresentando demonstrações financeiras em inglês, entre outros.

Com relação à política monetária, a inflação foi de 2,8% a.a. em novembro 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 segundo 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.

Em dezembro, as ações japonesas subiram no mesmo ritmo que as ações globais (USD +4,6% MSCI Japan) e, com dois meses de ganhos, o índice P/U *fwd*. sobe para níveis justos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares desenvolvidos. Enquanto isso, os lucros cresceriam 9% em 2024, uma estimativa em linha com a de seus pares desenvolvidos e corrigida para cima no último mês.

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

OW EMERGING STOCKS: OW América Latina e Ásia EM ex China, UW EMEA e China neutra

Para começar o ano, continuamos a preferir as ações emergentes, considerando suas avaliações mais frouxas, um ciclo monetário avançado, posições fiscais mais fortes do que em desacelerações passadas, entre outros aspectos. Na China, a cautela permanece, embora o mercado tenha começado a internalizar que mais estímulos monetários poderiam estar por vir, os riscos regulatórios ressurgiram e a visibilidade ainda é limitada. O mercado acionário da Ásia Emergente ex-China manteve o *ímpeto*, com o apoio dos fundamentos macroeconômicos e corporativos. Enquanto isso, na América Latina, as avaliações continuam a ser descontadas e o ciclo de cortes nas taxas referenciais iniciado pela maioria dos bancos centrais está apoiando a atividade econômica. Por fim, na EMEA, continuamos subexpostos ao financiamento de outras *OW* e permanecemos cautelosos em países com muito ruído político.

AMÉRICA LATINA: O Overweight permanece.

O ano de 2023 encerrou com um *impulso* positivo para os mercados latino-americanos. Seu beta mais alto em relação aos mercados desenvolvidos e seu alto desconto permitiram que eles apresentassem *desempenho superior em* relação ao resto do mundo. Além disso, o fato de estarem distantes dos principais conflitos geopolíticos que se exacerbaram nos últimos tempos significa que as ações latino-americanas não sofrem com esses acontecimentos negativos na mesma medida que o resto do mundo. No México, o governo mantém seu tom moderado, com anúncios que favorecem o *nearshoring*, e o cenário básico continua sendo o de que o candidato do partido governista será o próximo presidente. No Brasil, a agenda tributária avançou significativamente, reiterando, com alguns solavancos, a maior responsabilidade fiscal do governo do que o esperado. No Chile, o banco central acelerou o ritmo de cortes nas taxas, confirmando sua confiança na convergência inflacionária, enquanto os cortes começaram na Colômbia. Por outro lado, a incerteza política persiste no Peru. Nesse contexto, foi tomada a decisão de **manter o overweight na América Latina**.

No **Brasil**, as boas notícias continuam, com a S&P Global Ratings elevando sua classificação de crédito de BB para BB-, com perspectiva estável. Isso ocorre após a aprovação da reforma tributária que consolida cinco impostos indiretos em um sistema duplo de IVA, que será implementado gradualmente. O comunicado indica que a prevalência do pragmatismo político é valorizada, um aspecto positivo para o país. Após o progresso de importantes reformas tributárias no Congresso, o governo emitiu um decreto para discutir a isenção do imposto de renda de pessoa física em alguns setores. Isso limitou os benefícios fiscais para garantir a compensação fiscal. O Congresso reagiu negativamente a isso, já que, com a assinatura presidencial, o decreto entra automaticamente em vigor por um período de quatro meses. Para continuar funcionando depois disso, precisa de aprovação parlamentar. Essa decisão em nível executivo tem como objetivo aumentar a receita tributária, a fim de evitar uma revisão da meta fiscal. A atividade econômica está desacelerando na margem, com vistas a um ano que será mais fraco do que 2023, mas que poderá acelerar na segunda metade do ano. Nesse contexto, a atividade econômica caiu 0,1% mês a mês em outubro, mesmo com o crescimento anual. A inflação continuou a cair, mas seu declínio nas duas primeiras semanas de dezembro foi menor do que o esperado, e a inflação registrou uma taxa anual de 4,7%. No entanto, o banco central continua a cortar a taxa de referência a um ritmo de 50 bps e espera-se que continue a fazê-lo em suas próximas reuniões e termine o ano em torno de 9,5% (do nível atual de 11,75%). Em relação às avaliações, eles continuam a ser negociados com um desconto próximo a meio desvio padrão abaixo de sua média de cinco anos (tanto P/U *fwd.* quanto Preço/Valor Contábil, P/BV). As projeções de lucros para este ano foram revisadas ligeiramente para baixo, mas espera-se que cresçam em torno de 10%, enquanto uma entrada líquida de fluxos de investimento de cerca de 3% dos AUM (ativos sob gestão) continua a ser observada no último mês. Assim, em um contexto

em que o Banco Central continuará a cortar as taxas no ritmo atual, com valuations atraentes e um governo que continua a tomar - apesar das controvérsias - medidas para cumprir a meta fiscal, o **OW em ações brasileiras** é mantido.

No **México**, a atividade econômica continuou a dar boas notícias, com expansão de 4,2% a.a. em outubro de 2023, a produção industrial surpreendeu positivamente ao crescer 5,5% a.a. no mesmo mês e o IMEF não manufatureiro permanece em amplo território de expansão. A construção, que se caracteriza por seu componente local, impulsionou a atividade econômica, e as remessas atingiram um recorde de alta em outubro, caindo em novembro. Como notícia negativa, o setor industrial do IMEF passou para um território de contração leve, enquanto o setor não industrial permanece em território de expansão. A inflação de dezembro ficou ligeiramente acima das expectativas, em 4,7% ao ano, com o núcleo da inflação desacelerando para 5,1%. Na ata da última reunião do banco central, quatro dos cinco membros da Assembleia de Governadores veem um desafio na comunicação sobre um eventual corte na taxa de juros no primeiro trimestre deste ano. O tom dessa declaração pode ser percebido como mais *hawkish*, reconhecendo que a resiliência econômica pode dificultar a convergência da inflação para a meta e reconhecendo que o corte será gradual. Do ponto de vista político, a aprovação do governo continua alta e, recentemente, ele promoveu iniciativas que impulsionam o *nearshoring*. Um exemplo disso é o investimento em Nuevo León em infraestrutura e outros aspectos, para acelerar a instalação da fábrica da Tesla. Além disso, a Fitch Ratings reafirmou sua classificação soberana para o México em BBB- com perspectiva estável, mantendo sua classificação de grau de investimento e declarando que as eleições não afetariam as perspectivas de crescimento. Com relação às eleições de meio de ano, a candidata pró-governo Claudia Sheinbaum continua a consolidar sua posição como favorita nas pesquisas. As avaliações continuam a ser negociadas em torno de meio desvio-padrão abaixo de sua média de cinco anos (P/U *fwd.*) e as projeções de lucros para este ano foram corrigidas acentuadamente para cima no último mês. Ao mesmo tempo, a entrada líquida de fluxos de investimento em ETFs continuou no mesmo período. Deve-se observar que, apesar de todos esses fatores positivos, o México foi um dos mercados acionários com melhor desempenho em 2023, e o peso mexicano se valorizou em relação a seus pares de mercados emergentes. Nesse contexto, foi decidido realizar algum lucro e **diminuir ligeiramente o OW no México**.

No **Chile**, o resultado do plebiscito, com o triunfo da opção "contra" a nova constituição, dissipou parte da incerteza política e confirmou a legitimidade da constituição atual pela segunda vez. Nesse contexto, os partidos políticos retomaram a agenda legislativa, concentrando-se nas necessidades urgentes da população. Janeiro é o último mês antes do recesso legislativo, e a Câmara dos Deputados está se concentrando na tramitação da reforma da previdência, que o governo tornou muito urgente, mas sem muita chance de sucesso, considerando que dos 6 pontos percentuais adicionais de contribuição que a reforma propõe, menos da metade irá para as contas individuais de capitalização das pessoas. No que se refere ao pacto fiscal, as associações empresariais propuseram um documento com medidas para impulsionar o crescimento, o que está um pouco em desacordo com o que o governo está propondo. Por sua vez, as medidas para alterar os impostos serão apresentadas ao Congresso em março, também com pouca chance de sucesso. Do lado econômico, a atividade continua deprimida, mas pelo menos parou de se contrair, com o IMACEC de novembro subindo 0,3% mês a mês (1,2% a/a). Por outro lado, a inflação de dezembro surpreendeu ao contrair 0,5% mês a mês (3,9% em doze meses), enquanto o registro não volátil caiu 0,2% mês a mês. Nesse contexto, o banco central em dezembro acelerou o ritmo de cortes e reduziu a taxa de referência em 75 bps para 8,25%, publicando o último relatório de política monetária do ano, mantendo a projeção de crescimento para este ano entre 1,25% e 2,25%. Com os últimos dados de inflação, as expectativas apontam para cortes que podem se tornar mais agressivos na reunião de janeiro, e o banco central não se reúne novamente até abril. Quanto às avaliações, após o bom desempenho do mercado, elas estão parcialmente ajustadas, mas continuam sendo negociadas abaixo de suas médias de 5 anos (cerca de meio desvio padrão para P/U *fwd.* e P/VL). Ao mesmo tempo, foram observadas entradas líquidas de ~6% do AUM no ETF mais representativo no último

mês, e as projeções de lucros foram corrigidas para cima neste ano de forma acentuada, mas com uma base de comparação baixa. Em um contexto de um ciclo previsto de cortes nas taxas referenciais, uma economia que está começando a se normalizar e avaliações com desconto, **o *underweight* às ações chilenas permanece.**

Na **Colômbia**, a economia teria crescido cerca de 1% em 2023, e espera-se que mantenha esse ritmo de crescimento este ano. Entretanto, os últimos números (agosto, setembro e outubro) mostraram uma contração na atividade econômica em doze meses, e a produção industrial contraiu-se pelo oitavo mês consecutivo. Isso está em linha com a inflação, que continua sua tendência de queda e deve fechar 2023 em 10,3% a/a. Por sua vez, o Banco Central iniciou em dezembro o ciclo de cortes na taxa de referência, reduzindo-a em 25 bps. para 13,00%. Assim, o mercado espera que ela fique em torno de 8,00% no final do ano, o que significa um corte de 500 bps. até o momento em 2024. Além disso, a autoridade monetária anunciou um programa de acumulação de reservas, mas isso não afetou e não afetaria a taxa de câmbio, dada sua magnitude limitada em relação ao volume negociado. Por sua vez, o poder executivo confirmou o fim do subsídio ao combustível, o que poderia eventualmente adicionar pressões inflacionárias leves e transitórias em componentes voláteis. Ao mesmo tempo, o salário mínimo foi fixado para este ano, com um aumento de 12,07%. Em relação às reformas, foi dado sinal verde para o início do primeiro debate sobre a reforma trabalhista, mas com pouco progresso, enquanto a reforma da saúde passou apenas pela primeira etapa. Com relação às avaliações, elas continuam a ser as mais descontadas da região e estão sendo negociadas quase 1 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 anos (tanto P/U *fwd.* quanto P/VL), com as projeções de lucros para este ano corrigidas para cima no último mês, mas ainda estimando uma contração de 1,8%. Assim, o executivo continua a perder capital político e, embora suas reformas estejam avançando, ainda é preliminar falar sobre eventuais aprovações dessas iniciativas disruptivas. Assim, **a postura neutra é mantida**, apesar dos valuations atraentes.

A atividade econômica **peruana** continua a se deteriorar, e as estimativas de crescimento para o ano que passou, bem como as projeções para este ano, continuaram a ser corrigidas para baixo. Nos dados publicados em outubro, a atividade se contraiu 0,8% em relação ao ano anterior (+0,1% em relação ao mês anterior) e permanece praticamente inalterada em termos reais desde agosto. Embora tenha se distanciado um pouco dos mínimos atingidos em maio, ainda está sem *impulso*. O lado positivo de uma atividade mais abalada tem sido a inflação, que está desacelerando fortemente e fechou 2023 em 3,2% a/a, enquanto o núcleo da inflação entrou na faixa de tolerância do banco central em 2,9%. Isso permitiu que a autoridade continuasse a reduzir sua taxa de referência em 25 bps por reunião, e espera-se que o faça no mesmo montante na reunião de janeiro, levando-a para 6,50%. No futuro, esse caminho deve continuar, com a possibilidade de acelerar os cortes no caso de um evento El Niño excessivamente catastrófico, que não é considerado no cenário base e cuja probabilidade vem diminuindo. Na frente política, o escândalo de corrupção no gabinete do procurador nacional continua a desempenhar um papel central, à medida que a investigação avança e é decidido quem estará no comando. Mais recentemente, e devido ao descontentamento e ao fraco desempenho econômico, houve rumores sobre a renúncia de alguns ministros, depois que nove bancadas do Congresso exigiram que o Executivo reformulasse seu gabinete. O mais polêmico foi a suposta renúncia do Ministro da Economia e Finanças, que ele mesmo negou posteriormente. Por outro lado, o valor do mercado de ações está sendo negociado em torno das médias históricas. Nesse contexto, em que a incerteza política continua alta, **a posição neutra nas ações peruanas é mantida.**

Na **Argentina**, a posse do novo governo trouxe muitas novidades. Após o pacote de 10 medidas econômicas, o presidente assinou um Decreto de Necessidade e Urgência (DNU) com mais de 300 iniciativas de desregulamentação econômica. Esse decreto tem mais de 600 artigos e, entre outras medidas, abre caminho para a privatização de empresas públicas. O anúncio não foi isento de controvérsias, e várias liminares e medidas cautelares foram impostas para impedir a implementação do decreto, que entra em vigor imediatamente e tem 10 dias úteis para ser aprovado pela câmara

bicameral e depois pelas duas câmaras do Congresso separadamente. Paralelamente, o governo argentino apresentou um projeto de lei conhecido coloquialmente como "Lei Omnibus" ou "Bases e Pontos de Partida para a Liberdade dos Argentinos", como um complemento à DNU. Entre outros aspectos, essa iniciativa inclui reformas profundas em várias áreas políticas e econômicas, incluindo a eliminação das eleições primárias (PASO), a redução do número de deputados e a privatização de algumas universidades públicas. Assim, o Congresso interrompeu seu recesso legislativo e iniciou sessões extraordinárias para dar andamento à aprovação/rejeição da DNU e à aprovação da Lei Omnibus, entre outras iniciativas. Do lado econômico, a deterioração continuou e a atividade econômica contraiu 0,1% mensalmente em outubro, enquanto a inflação continuou a subir e espera-se (consenso da Bloomberg) que feche 2023 em 222% ano a ano. Por sua vez, o Banco Central continuou com a reposição de reservas, adicionando mais de US\$ 3 bilhões no último mês, mas que serão usados em parte para pagar os desembolsos ao FMI. Além disso, publicou um documento de "Objetivos e planos para 2024", que inclui a unificação da política monetária na taxa passiva overnight, equivalente a 100%, bem como a normalização do mercado de câmbio. Após a recuperação das ações argentinas, as avaliações passaram a ser negociadas em torno das médias históricas (P/U *fwd.*) e as entradas líquidas em ETFs continuaram em torno de 24% do AUM no último mês. Em um contexto de positividade nos mercados após a posse do novo governo, mas com avaliações que não parecem atraentes e um aumento no ruído político, foi decidido **manter o *underweight* em ações argentinas.**

CHINA: Manutenção da posição neutra

A recuperação econômica da China está mais uma vez em dúvida. Embora o governo continue a anunciar estímulos fiscais e monetários, os rumores regulatórios em alguns setores (como as medidas anunciadas para os videogames) estão mais uma vez minando a confiança dos investidores, colocando-os em território historicamente pessimista. Durante o ano de 2023, as ações chinesas caíram mais de 13% (em dólares americanos), desvinculando-se do resto do mundo e em linha com uma acentuada saída líquida de fluxos de entrada, especialmente de investidores estrangeiros.

O governo anunciou novas medidas de estímulo para impulsionar a economia e estabilizar o setor imobiliário, como a injeção de US\$ 50 bilhões durante o mês de dezembro, que serão concentrados em fundos para financiar projetos habitacionais e de infraestrutura, pagamentos de entrada mais baixos e qualificação habitacional mais flexível para empréstimos. No entanto, parece que a primeira prioridade do governo é manter o controle sobre a atividade econômica, já que o executivo surpreendeu com a implementação de novas regras para o setor de videogames, o que provocou perdas em empresas como a Tencent e a Netease. Além disso, no início de 2024, um conhecido banco chinês entrou com pedido de falência devido à sua incapacidade de pagar seus passivos, qualificando-se como uma das maiores falências do país.

Do ponto de vista geopolítico, as tensões com Taiwan estão aumentando antes das eleições presidenciais na ilha e do discurso de Ano Novo de Xi Jinping, no qual ele afirmou que a reunificação é inevitável. Os EUA também estão envolvidos nesse conflito, pois expressaram seu apoio a Taiwan, o que aumenta a pressão sobre a relação comercial entre as duas economias. Além disso, as disputas com as Filipinas foram exacerbadas por exercícios navais e confrontos, embora em menor grau, enquanto as Filipinas e os EUA estão fortalecendo suas relações.

Com relação à atividade econômica, o PMI do Caixin para o setor industrial aumentou marginalmente e continua em território de expansão moderada em dezembro (50,8 pontos), ao contrário do registro oficial, que permanece em território de contração (49 pontos), enquanto o de serviços acelerou para 52 pontos. Ao mesmo tempo, a produção industrial e os lucros do setor melhoraram (crescendo 6,6% e 29,5% em relação ao ano anterior, respectivamente) em novembro, embora favorecidos por uma base de comparação baixa. Quanto à inflação, os dois últimos registros mostraram uma contração em doze meses, e espera-se que ela retorne gradualmente à meta durante este ano. Ao mesmo

tempo, o Banco Popular da China decidiu manter as taxas de empréstimo de 1 e 5 anos em 3,45% e 4,2%, respectivamente, em dezembro, em linha com as expectativas, mas, mais recentemente, sinalizou que em breve anunciaria mais estímulos monetários, como um novo corte na exigência de reservas.

As ações chinesas atingiram as mínimas desde 2019 e seu peso nos índices de ações globais e emergentes do MSCI caiu significativamente ao longo de 2023. Nesse contexto, as avaliações continuam a ser negociadas com mais de 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos (tanto P/U *fwd.* quanto P/VL) e as projeções de lucros foram corrigidas para baixo no último mês. Assim, decidimos **manter nossa posição neutra em ações chinesas**, considerando que, apesar das avaliações atraentes e dos estímulos fiscais e monetários, a desconfiança dos investidores não permite um retorno dos fluxos.

EMERGING ASIA EX CHINA: O *overweight* é mantido.

O mercado acionário da Ásia Emergente ex-China teve um forte desempenho em 2023, com fundamentos que continuarão a apoiar o *desempenho superior* relativo em relação a outros mercados. A perspectiva macroeconômica e corporativa da Índia continua positiva, e os fluxos de entrada continuaram. Taiwan e Coreia do Sul devem apresentar desempenho superior ao de seus pares de mercados emergentes, embora a política possa aumentar a volatilidade. Ao mesmo tempo, o mercado acionário da região se desvinculou do da China, isolando-se parcialmente dos choques do gigante asiático, mas não totalmente isento de seus altos e baixos, que, se concretizados, podem representar riscos para o restante da Ásia.

As ações indianas são mantidas em *overweight*. O impulso econômico é mantido e os PMIs de manufatura e de serviços estão em território amplamente expansionista, atingindo 54,9 e 59 pontos, respectivamente, em dezembro, enquanto o crescimento do PIB é projetado em 7,3% ao ano durante o AF24 (AF abril23-mar24). 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 continue com uma tendência de desaceleração durante 2024. Por sua vez, na última reunião de política monetária, em dezembro, o Banco Central manteve a taxa de juros em 6,50% e o mercado espera que ela seja mantida na reunião de fevereiro e que comece a reduzi-la no final do segundo trimestre. Com relação às avaliações, elas tendem a ser negociadas acima das médias históricas, estando acima da média de 5 anos (P/U *adiantado*). Em relação às projeções de lucros, a Índia se destaca entre seus pares na Ásia emergente, com crescimento de dois dígitos projetado para este ano e para o próximo. Com relação à geopolítica, o país não foi significativamente afetado pelas tensões globais; no entanto, as importações de petróleo da Rússia podem ser afetadas pelo aumento das tensões no Mar Vermelho. Além disso, as eleições gerais serão realizadas este ano e o mercado internaliza uma vitória e um terceiro mandato para Modi devido à sua força política e, portanto, à continuidade das reformas e políticas pró-mercado e à atração de investimentos estrangeiros.

As ações sul-coreanas permanecem em *overweight*. O impulso econômico na Coreia do Sul continua e o PMI industrial de dezembro permaneceu em torno de 50 pts, enquanto as exportações cresceram 5,1% a/a no mesmo mês, enquanto as exportações de semicondutores cresceram 21,8% a/a, em linha com o início desse novo ciclo de semicondutores que impulsionaria a economia coreana. A inflação encerrou 2023 em 3,2% a/a, continuando na trajetória de desaceleração. Ao mesmo tempo, o banco central realizará uma reunião de política monetária em 10 de janeiro e espera-se que mantenha a taxa de referência com o objetivo de continuar a manter a inflação sob controle e restringir o aumento da dívida das famílias. A Samsung (uma empresa com peso significativo no índice) planeja lançar seu novo modelo de telefones durante a terceira semana de janeiro, anunciando que os novos recursos vêm da mão da inteligência artificial. Enquanto isso, as ações coreanas subiram US\$ 5,8% em dezembro, um dos melhores desempenhos na Ásia Emergente, apesar de *valuations* estarem sendo negociadas cerca de 1 desvio padrão acima de suas médias históricas. As entradas

líquidas no ETF mais representativo do país foram de 6% do AUM no último mês. Por fim, as projeções de crescimento dos lucros para 2024 e 2025 estão entre as mais altas da Ásia emergente e cresceriam em dois dígitos, sendo que ambas foram corrigidas para cima no último mês.

As ações de Taiwan permanecem neutras. As ações taiwanesas subiram 5,6% em dezembro (em dólares), enquanto o dólar taiwanês se desvalorizou marginalmente (0,8%). Apesar disso, o *impulso* econômico continua a se deteriorar e o PMI industrial de dezembro caiu para 47 pontos. Quanto à inflação, ela encerrou 2023 em um nível moderado de 2,7% a.a., acima da meta do banco central (2%), mas cada vez mais próxima. Espera-se que o índice de preços convirja para a meta durante o primeiro trimestre do ano. Em linha com a inflação controlada, o banco central decidiu manter a taxa de referência inalterada em dezembro, e a próxima reunião será em março, de modo que o mercado projeta o início dos cortes nas taxas a partir do segundo trimestre de 2024. Do ponto de vista da avaliação, as ações de Taiwan parecem caras, sendo negociadas com mais de 1 desvio padrão acima da média de 5 anos do índice P/U *fwd*. Embora tenham projetado um crescimento de ganhos de dois dígitos para 2024, elas foram corrigidas para baixo no último mês. Na frente política, a eleição presidencial a ser realizada em 13 de janeiro aumenta as pressões com a China, já que Xi Jinping comunicou em seu discurso de Ano Novo que a reunificação de "uma só China" era inevitável e que os compatriotas de ambos os lados - China continental e Taiwan - deveriam compartilhar a glória do "rejuvenescimento nacional". As pesquisas continuam a mostrar Lai Ching-te (Partido Democrático Progressista, no poder) como o vencedor, mas a diferença em relação ao seu principal oponente diminuiu nas últimas semanas.

Manutenção da posição neutra em relação à Indonésia. As ações da Indonésia ficaram defasadas em dezembro (USD 3,9%). Embora as avaliações pareçam atraentes, elas estão abaixo de sua média histórica (tanto P/U quanto P/VL). No lado econômico, o *momento* positivo continua, o PMI industrial subiu para 52,2 pontos em dezembro, revertendo a tendência de queda dos últimos quatro meses. A inflação encerrou 2023 em 2,6% a/a, dentro do intervalo da meta. Durante a última reunião de política monetária em dezembro, foi decidido manter a taxa de referência em 6,0%. Ao longo de 2024, espera-se que os cortes nas taxas totalizem 125 pontos-base; no entanto, os cortes começariam após o Fed e poderiam ser adiados para apoiar a moeda, que historicamente tem tido um desempenho inferior ao de seus pares no período que antecede as eleições presidenciais e gerais, como a que ocorrerá em fevereiro. De acordo com o exposto acima, a incerteza em relação às eleições de fevereiro continua, pois há preocupações quanto à estabilidade política e à abordagem pró-mercado. No lado **tailandês, o *underweight* aumenta.** A *dinâmica* econômica continua a se deteriorar e o PMI industrial permanece em território contracionista em dezembro, caindo para 45 pontos. Do lado dos preços, a inflação continua a cair em dezembro e, pelo terceiro mês consecutivo, tem registros negativos (-0,8% em doze meses), enquanto na última reunião de política monetária, em novembro, a taxa de referência foi mantida em 2,5% e espera-se que permaneça na reunião de fevereiro. O mercado internaliza que os cortes começarão no terceiro trimestre. No lado das ações, as ações caíram 14% durante 2023, o pior desempenho dentro da Ásia Emergente, principalmente devido à estagnação política e ao crescimento econômico decepcionante, enquanto as avaliações das ações estão sendo negociadas em torno de suas médias de 5 anos (P/U *fwd*.) e as projeções de lucro para este e o próximo ano foram corrigidas para baixo. Em uma tentativa de impulsionar a economia, a Tailândia e a China concordaram com a isenção de visto para reavivar o turismo, um setor fundamental para a recuperação econômica.

EMEA: permanece o *underweight*

Os acontecimentos no Mar Vermelho aumentaram as tensões no Oriente Médio, injetando volatilidade nos preços do petróleo. No lado turco, a inflação continuou a se acelerar e o banco central continuou a aumentar as taxas. Na África do Sul, serão realizadas as eleições para a Assembleia Nacional e a agenda política continua movimentada, enquanto a China

restabeleceu as tarifas sobre as importações de carvão. Enquanto isso, a Arábia Saudita pode ser uma das vencedoras diante de um possível aumento acentuado dos preços do petróleo. Entretanto, mantém-se uma postura cautelosa.

A África do Sul aprovou a transferência da administração da empresa estatal de energia elétrica para o Ministério da Eletricidade para acabar com os apagões e reestruturá-la. O ministro assumiu o cargo há quase um ano para reduzir as interrupções de energia, que durante 2023 pioraram para níveis recordes. O *ímpeto* econômico se deteriora e o PMI industrial de dezembro cai para 49 pontos. Quanto à inflação, ela permanece dentro do intervalo da meta (3,0% a 6,0%), com 5,5% a/a em novembro, enquanto o núcleo da inflação sobe para 4,5%, acima das expectativas. Essa economia é uma importadora líquida de petróleo e gás, o que a torna suscetível a pressões inflacionárias e à deterioração dos termos de troca no caso de um aumento das tensões no Mar Vermelho. O mercado internaliza que os cortes nas taxas começarão no segundo trimestre. Do lado político, as eleições são o principal foco de monitoramento, já que foram definidas como as mais "acirradas" desde 1994. A erosão do partido governista lança dúvidas sobre sua continuidade, o que poderia levar a uma maior incerteza, dando lugar à adoção de um tom populista antes das votações, afetando assim a estabilidade das políticas macroeconômicas e a saúde fiscal. Em relação às avaliações, as ações estão sendo negociadas acima 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, ambas corrigidas para cima durante o último mês. Nesse cenário de incerteza política, problemas contínuos de energia e valuations caros, decidimos **tirar o UW da posição neutra**.

Manutenção da posição neutra em ações turcas. Desde agosto de 2023, o banco central começou a reverter o chamado "KKM", um esquema que protegia os depósitos em liras contra a depreciação da taxa de câmbio, a fim de incentivá-los, o que foi visto como uma medida pouco ortodoxa. Em dezembro, foi informado que esse programa será encerrado e foi comentado que este será um ano em que a inflação começará a diminuir e as reservas aumentarão, promovendo uma melhora na conta corrente e na disciplina fiscal. Apesar das políticas de normalização, o *ímpeto* econômico continua fraco e o PMI industrial de dezembro permanece em 47 pontos. A inflação aumentou para 64,8% a.a. em dezembro, de 62% a.a. em novembro, embora abaixo das expectativas, enquanto o núcleo da medida acelerou para 70,6%. Isso força o banco central a continuar o aperto de sua política monetária; em dezembro, ele aumentou a taxa em 250 bps para 42,5%, diminuindo o ritmo de aperto de 500 bps. Ao mesmo tempo, a lira turca sofreu uma desvalorização de US\$ 36,6% em 2023, tornando-se a moeda mais atingida na região. Do ponto de vista político, o presidente Recep Tayyip Erdogan se reuniu com o secretário de Estado dos EUA, Antony Blinken, durante sua recente visita à Turquia em janeiro. O objetivo de Blinken na reunião era manter o conflito entre Israel e o Hamas contido na Faixa de Gaza e evitar um confronto regional, conclamando a Turquia a desempenhar um papel conciliador na busca de um caminho para a paz e a segurança sustentáveis. Vale lembrar que o líder turco se posicionou contra Israel na guerra e deu seu apoio à causa palestina. Em relação às avaliações, elas estão sendo negociadas abaixo de suas médias de 5 anos (*P/U fwd.*). Enquanto isso, as projeções de crescimento dos lucros são positivas e de dois dígitos para 2024 e 2025, embora ambas tenham sido corrigidas para baixo no último mês.

Decidimos manter o underweight as demais economias europeias de ME (Polônia e Grécia). A *dinâmica* econômica está divergindo, com os PMIs do setor industrial da Polônia permanecendo em território contracionista e a Grécia em território expansionista. Na Grécia, embora o governo vá tentar reduzir a dívida como porcentagem do PIB, ela ainda está acima de 150%. Enquanto isso, a Polônia está acompanhando de perto a guerra entre a Rússia e a Ucrânia, pedindo mais apoio a Kiev e mais restrições à Rússia, e na primeira semana de janeiro ficou em alerta depois que aviões russos entraram no espaço aéreo sem autorização. Embora as avaliações continuem atraentes, as projeções de crescimento dos lucros são negativas em ambas as economias para este ano.

O PMI industrial da **Arábia Saudita** permaneceu inalterado em dezembro, com 57,5 pontos, em amplo território de expansão. A inflação continua sua tendência de desaceleração, registrando 1,7% a.a. em novembro, mantendo a ausência de pressões inflacionárias. Para este ano, espera-se que a inflação continue nos níveis atuais, projetando 1,6% até o final de 2024. Enquanto isso, do lado da política monetária, espera-se que os cortes nas taxas de juros comecem no segundo trimestre, chegando a 5,25% (de 5,50%). Do lado das avaliações, as ações estão sendo negociadas acima de suas médias de cinco anos (P/U *fwd.* e P/VL) e as projeções de crescimento dos lucros são positivas e de dois dígitos para este e o próximo ano, sendo corrigidas para baixo em 2024 e para cima em 2025. Essa economia altamente dependente de petróleo implementou cortes voluntários na produção de 1 milhão de barris por dia, que serão revisados mensalmente para manter os preços do petróleo em um patamar mínimo, embora esses cortes devam continuar pelo menos até o primeiro trimestre de 2024. No entanto, foi uma surpresa o fato de que o principal exportador de petróleo bruto do país aplicará cortes no preço oficial de venda para fevereiro nas remessas para a Ásia a fim de ser mais competitivo, em contraste com os aumentos de preços devido às tensões no Mar Vermelho. Em um contexto de resiliência econômica e baixas pressões inflacionárias, mas com uma perspectiva incerta para os preços do petróleo no curto prazo, aumento das tensões geopolíticas e valuations apertados, a decisão é **manter uma posição neutra nas ações sauditas**.

RENDA FIXA

TREASURIES DOS EUA: manutenção do underweight em títulos do tesouro de 5 anos, neutralização do overweight em títulos do tesouro de 10 anos e neutralidade em títulos do tesouro de 30 anos e TIPS.

Com a chegada de dezembro, foi realizada a última reunião de política monetária do ano e o Federal Reserve Bank, em linha com as festividades de final de ano, surpreendeu positivamente o mercado com um *pivô* de comunicação, onde deixou de lado o tom *hawkish* e, em suas projeções, aumentou o número de cortes para 2024, reconhecendo o início da discussão em torno de taxas de juros mais baixas para este ano. Assim, a *recuperação da* renda fixa se estendeu por todo o mês de dezembro, quando o mercado começou a ajustar suas expectativas de corte de taxas, antecipando o início do ciclo de corte de taxas para março e esperando até 6 cortes de 25 bps até 2024. Por outro lado, os dados econômicos mais recentes contribuem para consolidar o cenário de *soft landing* da economia dos EUA, com um mercado de trabalho que mantém a criação de empregos estável e uma taxa de desemprego em níveis historicamente baixos. Quanto à inflação, ela continua a desacelerar, com o PCE de novembro surpreendentemente um pouco mais baixo, 2,6% em relação ao ano anterior, enquanto o núcleo da medida caiu para 3,2%. Assim, após a reunião de dezembro, a queda nas taxas foi explicada principalmente por um ajuste das expectativas do mercado à mensagem *dovish* do Fed, e não pelos dados econômicos. Assim, a taxa dos títulos do tesouro de 10 anos atingiu uma baixa de 3,78% e atualmente está se moderando para 4%, enquanto a taxa de 2 anos atingiu 4,23% e agora está de volta a 4,37%, mantendo a curva invertida. Do lado do Fed, em dezembro, ele atualizou suas projeções econômicas, ajustando para cima o crescimento esperado para 2023 e ligeiramente para baixo para 2024, mantendo suas projeções de desemprego estáveis e reduzindo suas expectativas de inflação para ambos os anos. No entanto, a surpresa para o mercado veio através do *dot plot*, onde o comitê ajustou consideravelmente as estimativas para a taxa de política monetária para 2024, passando dos 5,25% estimados em setembro para a estimativa atual de 4,75%, de modo que as expectativas entre o Fed e o mercado permanecem desacopladas, com este último estimando uma taxa de referência de 4% no final deste ano. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro - caiu para níveis de 117 pts, historicamente altos, mas moderados em relação aos últimos meses, porém apresentando grandes variações *intradiaárias* em resposta à divulgação de dados econômicos. Os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, permanecem em 2,14% e 2,24%, em linha com os últimos registros positivos de inflação e

com as menores pressões inflacionárias geradas pelo petróleo, de modo que as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas na meta do Fed (2%). Assim, após as fortes quedas das taxas nos últimos dois meses do ano e o ajuste agressivo das expectativas de corte de taxas do mercado para este ano, vemos pouco espaço para a continuação da *alta* e o mercado tenderia a moderar suas expectativas de corte de taxas no curto e médio prazo, alinhando-se mais com o Fed. Em um horizonte de tempo mais longo, embora os cortes comecem este ano, ainda há incerteza com relação à política fiscal dos EUA e aos riscos de longo prazo envolvidos. Com base no exposto, **mantemos uma visão neutra em relação à duração, mantendo uma posição tática vendida em títulos do Tesouro de 5 anos, tendo em vista o ajuste excessivo das expectativas do mercado, neutralizando a posição em títulos do Tesouro de 10 anos devido à recuperação dos últimos dois meses e mantendo uma posição neutra em títulos do Tesouro de 30 anos e TIPS.**

INVESTMENT GRADE GLOBAL: OW mantido

Na dívida desenvolvida, a *recuperação da* renda fixa e das taxas dos países desenvolvidos continuou em dezembro. continuou a cair, impulsionado pela mudança de comunicação do Federal Reserve Bank, que na última reunião do ano adotou uma postura *dovish* e começou a colocar em pauta a discussão sobre cortes nas taxas. Por sua vez, o Banco Central Europeu permaneceu mais *dovish* do que seu homólogo norte-americano e, embora reconhecendo o progresso feito no processo, o Banco Central Europeu tem sido mais *dovish* do que seu homólogo norte-americano. O BCE acredita que é muito cedo para falar sobre uma desaceleração desinflacionária. Assim, observamos que grande parte da *alta foi*

A segunda metade do mês é explicada pelo ajuste das expectativas do mercado em relação ao início de um ciclo de cortes. O mercado espera que o Fed inicie os cortes nas taxas em março, seguido pelo corte da taxa de referência do BCE em 125-150 bps em 2024. O *grau de investimento*, por outro lado, beneficiou-se da *recuperação* nos últimos dois meses do ano e, juntamente com os cortes nas taxas, comprimiu os *spreads*, impulsionando os retornos da classe de ativos e encerrando o ano com um rendimento de 9,1%. Por outro lado, a classe de ativos continua a ser uma alternativa atraente do ponto de vista de risco-retorno, oferecendo um *rendimento* elevado de mais de 5,3%, 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. Com base no exposto, o **OW é mantido como Global Investment Grade.**

HIGH YIELD GLOBAL: UW mantido

No lado do *high yield*, a classe de ativos não ficou atrás da *recuperação* dos últimos meses e, apesar de sua duração mais curta, teve um desempenho equivalente ao do *investment grade* em dezembro, impulsionado por grandes compressões de *spread*, já que o mercado começa a antecipar um *pivô* da política monetária e os dados econômicos mais recentes consolidam ainda mais a expectativa de um *soft landing* em 2024. Assim, o *high yield*, com sua duração mais curta e compressão de *spread*, permaneceu resistente ao aperto monetário, gerando um *desempenho superior em relação* a outros ativos de renda fixa desenvolvidos, com um retorno anual de 13,7% em 2023. Entretanto, apesar do bom desempenho e 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, depois de atingir níveis de 9,5%, caiu para 8%, tornando-a menos atraente em termos de retornos potenciais. Por outro lado, em termos de riscos, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos oferece um grau menor de proteção contra o aumento das tensões geopolíticas e cenários de maior deterioração econômica, enquanto os níveis atuais de *spread* estão bem abaixo das médias históricas e parecem superestimar a resiliência econômica dos EUA, tornando a classe de ativos vulnerável a uma ampliação dos *spreads* no curto prazo. Com base no exposto, o **underweight em HY Global é mantido.**

DÍVIDA EMERGENTE: *underweight* em títulos soberanos HY, neutro em soberanos IG, neutro em títulos corporativos HY e *mercados locais OW*, enquanto aumentamos a exposição a títulos corporativos IG.

Com relação à dívida dos mercados emergentes, a correlação positiva entre as taxas locais dos mercados emergentes e as taxas dos títulos do Tesouro dos EUA continuou em dezembro, impulsionando os retornos de renda fixa dos mercados emergentes, uma vez que *os títulos do Tesouro* continuaram a cair. Entretanto, apesar dos retornos positivos, a dívida dos mercados emergentes ficou atrás do mundo desenvolvido, com as taxas caindo mais modestamente, pois não incorporou uma *mudança* tão radical nas expectativas de cortes nas taxas após a "comunicação" do Fed. Com o início de janeiro, vemos que as expectativas agressivas de corte de taxas nos países desenvolvidos mostram alguma correção, encerrando a *recuperação* iniciada em novembro. Entretanto, o oposto pode ser o caso da dívida emergente e, depois que os bancos centrais emergentes moderaram suas políticas monetárias expansionistas no ano passado a fim de evitar mais depreciações em suas moedas, com a redução das pressões externas, eles poderiam retomar um ciclo de corte mais agressivo. Nesse cenário, mantemos uma perspectiva positiva para a renda fixa dos mercados emergentes; a dívida dos mercados emergentes 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 à medida que as taxas caem, as pressões externas diminuem e a inflação continua a desacelerar. Com relação à dívida soberana emergente, a classe de ativos se beneficiou nos últimos meses em decorrência de sua duração mais longa, apresentando retornos superiores aos de outros ativos de renda fixa emergentes. No entanto, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos nos leva a permanecer cautelosos, considerando a alta incerteza geopolítica em um ano eleitoral e mantendo a preferência por outras opções que envolvam menos riscos. Quanto à dívida corporativa emergente, mantemos nossa preferência pelo *grau de investimento*. A qualidade de crédito mais alta da classe de ativos oferece maior proteção contra eventos de risco locais e globais, enquanto a duração mais longa geraria retornos de capital em face da queda das taxas, à medida que as pressões externas sobre os mercados emergentes diminuem e o mundo começa a entrar em um ciclo monetário expansionista. Por outro lado, de uma perspectiva de risco-retorno, a classe de ativos continua a oferecer um *rendimento* atraente de 5,7%. No lado do *High Yield*, em dezembro, houve um *desempenho inferior* contínuo em relação ao mundo desenvolvido, explicado pela maior compressão dos *spreads* nos países desenvolvidos, impulsionada por melhores expectativas em relação à política monetária e ao cenário econômico desses países, juntamente com a moderação das tensões dos conflitos geopolíticos globais. Os *spreads* de *high yield dos países* emergentes permanecem abaixo de suas médias históricas, mas com menor vulnerabilidade a correções do que *os spreads* dos países desenvolvidos. Por outro lado, a classe de ativos continua a oferecer um *rendimento* atraente de 9,1%, mas incorporando um risco de crédito mais alto, de modo que a preferência pela qualidade dentro da classe de ativos é mantida. Com relação aos *mercados locais*, embora o dólar tenha continuado a cair em dezembro e a maioria das moedas emergentes tenha se valorizado, a classe de ativos teve um desempenho pior do que o restante da renda fixa devido ao *desempenho inferior* da Ásia em relação à EMEA e à América Latina. Entretanto, neste ano, esperamos que as moedas emergentes continuem a se recuperar à medida que o mundo entra em um ciclo de política monetária expansionista e os países desenvolvidos começam a reduzir as taxas. De acordo com o exposto acima, **mantemos uma exposição *underweight* em títulos soberanos HY, neutra em títulos soberanos IG, neutra em títulos corporativos HY e *overweight* em mercados locais. Ao mesmo tempo, aumentamos o *overweight* em títulos corporativos IG.**

EXPOSIÇÃO CAMBIAL: JANEIRO DE 2023

Moedas	Bench.	Dezembro	Janeiro	OW/UW		Câmbio
USD	55.1%	55.9%	59.2%	OW	4.1%	3.3%
EUR	7.4%	5.8%	5.2%	UW	-2.2%	-0.6%
GBP	1.5%	1.2%	1.1%	UW	-0.4%	-0.1%
JPY	2.5%	3.3%	2.9%	OW	0.5%	-0.3%
GEMs	33.6%	33.9%	31.6%	UW	-2.0%	-2.3%
	100.0%	100.0%	100.0%			

O resultado da alocação da 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 | DEZEMBRO 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%	4.4%	2.2%	2.2%	0.0	3.7
Renda Fixa	50%	45%	-5%	3.8%	1.9%	1.7%	1.4	-0.9
Caixa	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-18.1	
Ouro	0%	0%	0%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0	
Hedge						0.0%	0.0	
Portfólio					4.09%	3.95%	-16.7	2.7
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-13.9
Europe ex UK	13.5%	11.5%	-2.0%	5.1%	0.69%	0.59%	-1.4	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	7.8%	0.10%	0.00%	-4.5	
UK	2.9%	2.4%	-0.5%	4.5%	0.13%	0.11%	-0.1	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	3.5%	0.56%	0.56%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	5.0%	0.70%	0.70%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	11.3%	0.41%	0.41%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	4.3%	0.21%	0.28%	-0.2	
Desenvolvidos	56.0%	53.8%	-2.2%	5.0%	2.79%	2.63%	-6.2	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	8.3%	0.34%	0.51%	7.8	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	8.6%	0.06%	0.15%	4.2	
China	12.7%	12.7%	0.0%	-2.4%	-0.31%	-0.31%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	6.5%	1.01%	1.07%	2.1	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	4.0%	0.16%	0.16%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	5.1%	-1.8%	4.7%	0.33%	0.24%	-0.6	
Emergentes	44.0%	46.2%	2.2%	3.6%	1.59%	1.82%	13.5	
Ações					4.38%	4.45%	7.3	
Treasuries 5Y	6.0%	5.2%	-0.8%	2.3%	0.14%	0.12%	1.2	
Treasuries 10Y	11.5%	11.9%	0.4%	4.0%	0.47%	0.48%	0.1	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	8.2%	0.54%	0.54%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	2.7%	0.08%	0.08%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	1.0%	4.3%	1.13%	1.17%	0.5	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	-1.0%	3.7%	0.16%	0.12%	0.1	
Dívida em Desenvolvidos	57.7%	57.3%	-0.4%	4.3%	2.51%	2.51%	1.8	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	4.7%	0.24%	0.24%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	4.9%	0.27%	0.20%	-1.7	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	1.0%	2.9%	0.11%	0.13%	-0.9	
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	0.0%	2.8%	0.14%	0.14%	0.0	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	2.3%	0.54%	0.56%	-1.3	
Dívida em Emergentes	42.3%	42.7%	0.4%	3.1%	1.29%	1.27%	-3.9	
Renda Fixa					3.80%	3.78%	-2.1	

*Anualizado ** Desde 2001
Dados em 31 de dezembro de 2023

Em dezembro, foi mantida a alocação neutra para ações e títulos em *UW*, deixando a carteira com 5% em dinheiro. No final do mês, o portfólio do TAACo Global teve um ganho de 4%, 14 pontos-base abaixo do *Benchmark*, principalmente devido aos 5% em dinheiro.

Durante 2023, o portfólio da TAACo teve um retorno de 11,8% contra 12,1% do *Benchmark*. O portfólio de ações teve um retorno de 16,7%, em linha com o *Benchmark*, enquanto o portfólio de renda fixa teve um retorno de 7,5% - também em linha com o índice de referência.

Em dezembro, ao nível de *attribution analysis*, (i) a alocação de ativos gerou perdas, principalmente com a posição comprada em dinheiro; (ii) a seleção de instrumentos foi positiva. A *OW* na América Latina e na Ásia EM ex China gerou

ganhos; no lado negativo, a posição vendida na Europa prejudicou. Em títulos, nos beneficiamos da posição vendida em títulos do Tesouro de 5 anos, bem como da posição comprada em Global IG, enquanto a posição *short* em dívida de mercados emergentes foi prejudicada.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho							Volatilidade 5 anos *
	1 mes	3 meses	YTD	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início**	
TAACo	3.9%	8.6%	11.8%	-0.1%	4.9%	3.6%	5.0%	10.4%
Benchmark	4.1%	8.7%	12.1%	-1.6%	4.1%	2.9%	3.7%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-14	-3	-33	143	82	73	132	
Ações	4.4%	9.8%	16.7%	0.9%	7.2%	4.4%	3.7%	15.2%
Benchmark	4.4%	9.7%	16.7%	0.8%	7.1%	4.3%	3.2%	15.1%
Europe ex UK	5.1%	12.1%	18.9%	2.7%	7.6%	2.5%	2.9%	20.0%
Europe Small Cap ex UK	7.8%	14.7%	14.0%	-1.8%	7.0%	4.2%	7.1%	23.9%
UK	4.5%	6.9%	14.1%	8.4%	6.9%	2.5%	4.3%	19.6%
US Large Cap Growth	3.5%	13.6%	49.5%	8.6%	20.5%	15.3%	--	21.4%
US Large Cap Value	5.0%	9.0%	8.0%	9.0%	9.9%	7.7%	--	16.8%
US Small Caps	11.3%	13.7%	17.9%	4.9%	11.9%	8.3%	9.1%	23.6%
Japan	4.3%	8.0%	17.8%	-1.4%	4.7%	3.0%	1.8%	15.7%
Desenvolvidos	4.9%	11.4%	23.8%	7.3%	12.8%	8.6%	6.6%	19.0%
LatAm	8.3%	17.6%	32.7%	9.7%	6.1%	2.1%	8.4%	30.7%
LatAm Small Cap	8.6%	14.7%	29.7%	2.0%	2.6%	-2.1%	6.6%	33.6%
China	-2.4%	-4.2%	-11.2%	-18.4%	-2.8%	0.9%	6.8%	26.1%
EM Asia ex China	6.5%	13.4%	21.2%	2.3%	9.7%	6.7%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	4.0%	9.2%	24.8%	7.0%	10.8%	6.4%	9.2%	19.9%
EM Europe and Middle East	4.7%	8.0%	4.6%	-5.9%	-3.5%	-4.8%	2.3%	20.4%
Emergentes	3.9%	7.9%	7.8%	-5.4%	3.7%	2.9%	7.7%	19.0%
Renda Fixa	3.8%	7.6%	7.5%	-3.7%	1.1%	1.5%	4.2%	6.5%
Benchmark	3.8%	7.6%	7.6%	-4.2%	0.7%	1.1%	3.6%	6.5%
Treasuries 5Y	2.3%	4.4%	3.7%	-3.1%	0.6%	1.0%	3.2%	4.7%
Treasuries 10Y	4.0%	6.6%	2.8%	-6.1%	0.0%	1.3%	3.5%	8.4%
Treasuries 30Y	8.2%	12.3%	1.2%	-13.7%	-2.4%	1.7%	4.3%	17.4%
US Tips	2.7%	4.7%	3.9%	-1.0%	3.2%	2.4%	4.4%	6.2%
Global Corporate IG	4.3%	8.8%	9.6%	-3.9%	1.8%	1.8%	4.4%	9.0%
Global Corporate HY	3.7%	7.7%	13.5%	0.4%	4.4%	3.7%	6.8%	10.0%
Dívida Desenvolvida [1]	4.4%	8.3%	6.9%	-4.6%				
EM Sovereign IG	4.7%	8.2%	7.1%	-4.8%	1.7%	2.9%	5.8%	9.7%
EM Sovereign HY	4.9%	10.7%	15.4%	-0.6%	2.0%	2.8%	7.4%	14.5%
EM Corporate IG	2.9%	5.4%	7.3%	-2.7%	2.1%	2.8%	--	6.5%
EM Corporate HY	2.8%	5.3%	7.0%	-3.1%	2.2%	3.8%	--	10.8%
EM Local Markets	2.3%	6.0%	7.7%	-1.8%	1.8%	0.4%	--	10.0%
Dívida Emergentes [1]	3.0%	6.5%	8.1%	-2.6%				
Caixa	0.5%	1.4%	5.1%	2.2%	1.9%	1.2%	1.5%	0.6%
Ouro	2.1%	11.1%	14.6%	3.3%	10.2%	5.6%	9.5%	14.3%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considere os 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.