

Fevereiro de 2023

TAACo Global	Desempenho							Volatilidade 5 anos *
	JAN	3 meses	YTD	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACo	5,7%	12,6%	5,7%	1,7%	1,2%	3,5%	6,8%	10,2%
Benchmark	5,5%	12,7%	5,5%	0,2%	0,3%	2,5%	4,9%	9,8%
Out/Underperformance (bps)	17	-11	17	147	92	92	193	
Ações	7,5%	14,1%	7,5%	3,7%	1,2%	4,6%	4,7%	14,9%
Benchmark	7,4%	15,1%	7,4%	3,4%	1,0%	4,4%	4,0%	14,8%
Renda fixa	3,7%	10,1%	3,7%	-2,8%	-0,5%	0,9%	5,8%	6,2%
Benchmark	3,6%	10,3%	3,6%	-3,4%	-0,9%	0,4%	4,9%	6,2%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	6,1%	17,4%	6,1%	6,7%	7,4%	1,5%	13,2%	13,6%

Resultados em 31 de janeiro de 2023**Anualizado ** Desde 2001

Índice

- Momentum especial 1
- Alocação de ativos 4
- Resultados 14
- Desempenho 15
- Valorizações..... 16

Momentum especial

O tradicional *rally* natalino característico das bolsas de valores que ocorre em dezembro e no ano passado foi uma das exceções, foi adiado para janeiro de 2023. Após as bolsas globais caírem 4%, o S&P 500 caiu 6% e o Nasdaq caiu quase 9% em dezembro, em janeiro eles se recuperaram 7%, 6% e quase 11%, respectivamente. No caso do Nasdaq, foi a maior alta neste mês desde 2001.

Janeiro foi caracterizado por um *rally* dos mercados globais

A origem do *momentum* que o mercado está vivendo é que o cenário de desaceleração ou recessões rasas - *soft landing* - está se materializando como resultado do aumento das taxas de juros e da retirada de liquidez dos bancos centrais mundiais, liderados pelo Banco da Reserva dos Estados Unidos. Soma-se a isso um importante “retorno do leme” na China: fim da política zero COVID, estímulos econômicos e uma posição oficial de apoio explícito ao crescimento.

A origem do *momentum* positivo faz parte da materialização de um *soft landing* e uma “virada do leme” na China

Isso significa que, pelo menos no curto prazo, essa tendência seria sustentada. O fato de o risco de uma recessão profunda nos Estados Unidos diminuir e a atividade econômica chinesa melhorar gera um colchão significativo contra o menor crescimento esperado para este e o próximo ano. E sendo estas economias os dois motores globais, isso repercute-se praticamente em todo o mundo. Embora a inflação ainda esteja alta, ela teria atingido máximos, o que melhora as perspectivas de que os juros também estariam em *peaks*. Há sinais - ainda precoces - de que as pressões de preços estão diminuindo e, apesar de o mercado de trabalho nos Estados Unidos se mostrar resiliente, isso ainda não se traduziu em aumentos de preços.

Menor risco de recessão profunda nos EUA, reabertura chinesa e flexibilização da inflação sustentam a atual tendência dos mercados

Na revisão de janeiro, o Fundo Monetário Internacional (FMI) corrigiu para cima as projeções de crescimento para 2023. Quanto ao setor empresarial, as estimativas de crescimento dos lucros das empresas teriam atingido o mínimo para este ciclo. Atualmente, o mercado espera que os lucros das empresas do S&P 500 subam apenas 1% este ano. Em termos históricos, os múltiplos das valorizações atuais parecem muito baixos – apenas comparáveis à grande crise de 2008, e não haveria espaço para novas contrações. Isso gera um risco bastante ascendente das estimativas de lucros corporativos na medida em que não há uma recessão profunda, mas sim o já mencionado *soft landing*.

As estimativas de crescimento dos lucros das empresas atingiram um mínimo, o que junto com as valorizações pressionadas cria um risco ascendente.



À frente do ciclo está o índice bolsista chinês, cujo setor empresarial tem assistido a correções para cima nas projeções de ganhos, na medida em que a reabertura da economia vai tomando forma. Desde a abertura da China no início dos anos 1980, o que aconteceu, ao contrário de certas crenças que pensavam que sua incursão e crescimento concentrariam o polo de atividade em detrimento de outros países asiáticos, é que ela atuou mais como um acelerador de as economias da região, gerando um círculo virtuoso. E este vai além da sua região. Também ficou evidente que a economia alemã, por exemplo, que é uma das maiores exportadoras do mundo, está profundamente ligada ao ritmo da economia chinesa e não como competição, mas sim que sua atividade é fortemente impulsionada por ela.

Em nossa análise deste mês, tentamos analisar quanto impulso resta para os preços das commodities. A reabertura chinesa é um apoio, certamente; embora se possa considerar que o crescimento do gigante asiático está se reequilibrando mais para o consumo do que para o investimento, que é o que prevaleceu desde a entrada da China no comércio mundial no início dos anos 1980 até antes da pandemia. A transição energética também desempenha um papel fundamental no lado da demanda de *commodities*. Ainda falta muito tempo para a utilização da energia tradicional e, ciclicamente, o conflito na Ucrânia não só acelerou a transição para as energias limpas (que beneficiam, por exemplo, cobre, lítio, cobalto, etc.), como exigiu um maior utilização de energias tradicionais (petróleo e derivados). O comportamento dos preços das matérias-primas pode diferir significativamente, ainda mais se considerarmos metais preciosos e *soft commodities* (alimentos, algodão).

Em termos de moedas, o dólar vem enfraquecendo: o índice DXY caiu cerca de 8% nos últimos três meses. No entanto, ainda se encontra em patamares historicamente elevados e há espaço para novas desvalorizações, tanto frente às moedas dos países desenvolvidos quanto dos emergentes.

Como sempre, os mercados e a economia global estão vulneráveis a riscos. Alguns associados a uma recuperação ou prevalência da inflação que gera a necessidade de novos aumentos nas taxas de juros e com isso uma recessão mais profunda. Da mesma forma, há o que o FMI chama de fragmentação geoeconômica, que é outro nome para desglobalização e regionalismo, produto da rivalidade entre China e Estados Unidos, da guerra na Ucrânia e de outros conflitos. Em suma, esta segunda Guerra Fria que vivemos comporta o risco de aumento das tensões, de ataques materiais, no plano econômico (guerras comerciais, sanções, etc.) e que pode ser potencialmente catastrófico.

Em fevereiro, e em linha com o aumento gradual da posição em ações, aumenta a alocação em ações em relação à renda fixa, com posições: primeiro de sobreponderação na Europa, dadas as valorizações atrativas, o impulso de um cenário global mais benigno ao esperado, bem como a

O crescimento chinês gerou um círculo virtuoso para o resto dos países asiáticos e da Europa

A atividade chinesa está se reequilibrando mais para o consumo do que para o investimento, mas é um suporte para o preço das matérias-primas, assim como a transição energética. O comportamento do preço pode diferir significativamente

Dólar enfraqueceu e há espaço para que essa tendência continue

Os mercados são vulneráveis ao risco; uma recuperação ou prevalência de inflação e fragmentação geoeconômica

A alocação para ações em relação à renda fixa é aumentada, sobre ponderando a Europa, a Ásia emergente e a América Latina



resiliência demonstrada perante a crise energética. Em seguida, alocações equilibradas em ações dos EUA e ações favoráveis na Ásia emergente e na América Latina.

Na renda fixa, as taxas de juros atuais, apesar de baixas, mantêm sua atratividade como fonte de renda corrente. Embora os ganhos tenham sido gerados pelas quedas das taxas de juro dos títulos do Tesouro norte-americano, a curva de taxas continua invertida (taxas de curto prazo superiores às taxas de longo prazo), pelo que neste tipo de títulos a posição em títulos de prazo mais curto é favorecida, nas quais ainda há espaço para queda das taxas e o valor suba. Da mesma forma, os títulos corporativos emergentes continuam sobre ponderados, tanto em dólares quanto em moeda local.

Renda fixa continua atrativa como fonte de renda corrente; papéis de duração mais curta dos EUA são favorecidos e títulos corporativos emergentes

Alocação de ativos - fevereiro de 2023

TAACo Global	Bench.	Janeiro	Fevereiro	OW / UW		Câmbio		
Ações	50%	52%	55%	OW	5%	3,0%	+	
Renda Fixa	50%	48%	45%	UW	-5%	-3,0%	-	
Caixa				N				
Ouro				N				
Total Cartera								
Europe ex UK	13,1%	13,1%	14,0%	OW	0,9%	0,9%	+	
Europe Small Cap ex UK	1,4%	1,4%	1,4%	N				Se leva OW Europa desde neutro
UK	2,9%	2,9%	2,9%	N				
US Large Cap Growth	14,3%	12,5%	14,3%	N		1,8%	+	US: é neutralizado Large Cap Growth, Value, e Small Caps
US Large Cap Value	15,7%	17,0%	15,7%	N		-1,3%	-	
US Small Caps	4,1%	5,1%	4,1%	N		-1,0%	-	
Japan	4,8%	1,8%	1,8%	UW	-3,0%			UW permanece no Japão
Mercados desenvolvidos	56,3%	53,8%	54,2%	UW	-2,1%	0,4%	+	OW Latam é reduzido
LatAm	4,1%	6,1%	5,7%	OW	1,6%	-0,4%	-	
LatAm Small Cap	0,7%	1,7%	1,7%	OW	1,0%			Se neutraliza China e se leva a OW Asia EM
China	11,8%	12,8%	11,8%	N		-1,0%	-	
EM Asia ex China	16,5%	16,5%	17,5%	OW	1,0%	1,0%	+	EMEA permanece em UW
EM Asia Small Cap	4,0%	4,0%	4,0%	N				
EM Europe and Middle East	6,6%	5,1%	5,1%	UW	-1,5%			
Mercados emergentes	43,7%	46,2%	45,8%	OW	2,1%	-0,4%	-	Treasuries 5Y OW em uma reversão de curva invertida
Total Ações	100,0%	100,0%	100,0%					
Treasuries 5Y	6,5%	7,0%	7,5%	OW	1,0%	0,5%	+	UW permanece em TIPS
Treasuries 10Y	11,2%	11,2%	11,2%	N				
Treasuries 30Y	6,4%	5,9%	6,4%	N		0,5%	+	OW Global IG / Neutro em HY
US Tips	2,9%	0,4%	0,4%	UW	-2,5%			
Global Corporate IG	26,4%	27,5%	27,5%	OW	1,1%			O OW emergente é mantido
Global Corporate HY	4,6%	4,6%	4,6%	N				
Dívida desenvolvidos	58,0%	56,6%	57,6%	UW	-0,4%	1,0%	+	UW em soberanos
EM Sovereign IG	5,3%	2,1%	2,1%	UW	-3,2%			OW em IG corporativo, HY e Local Markets
EM Sovereign HY	5,6%	3,0%	3,0%	UW	-2,6%			
EM Corporate IG	3,9%	6,5%	6,5%	OW	2,6%			
EM Corporate HY	5,0%	8,1%	7,1%	OW	2,1%	-1,0%	-	
EM Local Markets	22,2%	23,7%	23,7%	OW	1,5%			
Dívida emergente	42,0%	43,4%	42,4%	OW	0,4%	-1,0%	-	
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%					

Este mês, a exposição a renda variável é novamente aumentada moderadamente em linha com a construção de uma posição de longo prazo, levando a uma *underweight* mais pronunciada em renda fixa. A carteira fica sem exposição a caixa ou ouro. A reabertura da China daria suporte ao crescimento global e menores pressões inflacionárias levariam a um ajuste monetário menos agressivo. Isso aumenta as chances de um pouso suave para a economia, em vez de uma recessão. Em ações, a posição na China é diversificada, que subiu mais de USD 50% nos últimos 3 meses, favorecendo ações como as europeia e asiáticas que ainda estão atrasadas e se beneficiam da recuperação chinesa, com valorizações ainda atraentes. As alocações de renda fixa estão acima do peso em títulos do tesouro de duração mais curta, empresas com *investment grade* em busca de ativos de qualidade e produtos de *spread*.

Renda variável

Europa ex UK: posicionamento em *Large Cap* é aumentado para *overweight*, mantendo *Small Cap* neutra

Continua o bom *momentum* econômico da região, que se beneficiou de um inverno menos frio que evitou -por enquanto- a crise energética. Por seu lado, a reabertura da China será também um suporte para o crescimento, seja pelo maior fluxo de turistas, procura por serviços e dinamização da atividade industrial.

A região tem mostrado sua resiliência e no quarto trimestre do ano cresceu 0,1% trimestralmente, evitando contração apesar das previsões. Na mesma linha, o FMI reviu em alta a expectativa de crescimento da Zona do Euro para 2023 de 0,5% para 0,7%, destacando a correção que a Alemanha teve de -0,3% para 0,1% e a Itália de -0,2% para 0,6%.

Os indicadores antecedentes do PMI da indústria e serviços melhoram em janeiro, levando o composto a 50,3 pts., pela primeira vez em território de expansão desde junho do ano passado. A confiança dos investidores e consumidores da Sentix melhora, embora permaneça pessimista. Consumo segue deprimido - com base de comparação exigente dada a reabertura do ano passado -, mas as expectativas melhoram significativamente com a queda do preço da energia que libera os orçamentos das famílias e a reabertura chinesa.

Por sua vez, apesar de a inflação começar a diminuir (8,5% anual em janeiro), o núcleo -que exclui componentes voláteis como combustíveis e alimentos- persiste em níveis elevados (5,2% anual em janeiro, o mesmo que em dezembro). Nesse cenário, o Banco Central Europeu continuará com a política monetária contracionista e na reunião de janeiro - em que subiu 50 bps. até 2,50% - anunciou o aumento de mais 50 bps. para a reunião de março. A expectativa é que a taxa chegue a 3,50% no meio do ano para ficar nesse patamar até o final do ano.

Assim como o crescimento econômico surpreendeu no final do ano passado, o setor empresarial consegue superar as expectativas. Em 6 de fevereiro, reportou perto de 25% do Eurostoxx 600, com lucros crescendo ~10% e surpreendendo no lado positivo. A estimativa é que os lucros cresçam 2,2% em 2023, dado que se manteve estável no último mês. O índice de ações subiu quase 25% nos últimos três meses (em dólares), acima do desempenho dos pares desenvolvidos, porém, a defasagem de longo prazo em relação aos ações globais ainda se mantém. Apesar do *rally* recente, as valorizações parecem atraentes tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares. A relação Preço/Lucro de doze meses (P/L *fwd.*) é negociada a 14,5 vezes, um desvio padrão abaixo da média de 5 anos.

A elevada exposição à China na geração de proveitos das empresas europeias vai apoiar o setor empresarial (a Morgan Stanley estima que em média 8% das vendas provêm da China), a que se junta o regresso dos fluxos (entradas pela terceira semana consecutiva ao ETFs e fundos após 48 semanas de saídas). Por seu lado, as ações europeias parecem baratas em comparação com as valorizações absolutas e relativas das ações norte-americanas, o que nos leva a **sobre ponderar as ações europeias.**

Reino Unido: Se mantém a alocação neutra

As greves continuam paralisando o país e o governo de Rishi Sunak. Trabalhadores da saúde pública, sindicatos ferroviários e trabalhadores da educação mobilizaram mais de meio milhão de pessoas, afetando o curso normal das atividades no país. Assim, as perspectivas econômicas se deterioraram. O índice de surpresa econômica está perdendo *momentum* e a confiança do consumidor está em níveis pessimistas ainda piores do que para a crise de 2008 e o *peak* da pandemia. Os indicadores antecedentes do PMI de manufatura e serviços permanecem abaixo de 50 pts, com o último aprofundando a queda, apesar de estar melhorando nos demais países desenvolvidos. O consumo continua em baixa, com as vendas a retalho a contraírem-se pelo nono mês consecutivo em termos homólogos, ao passo que a produção industrial o faz pelo décimo quarto mês. O FMI teve um dos maiores cortes nas expectativas de crescimento para este ano de 0,3% para -0,6%, o que confirmaria a recessão alertada pelo Banco da Inglaterra.

Por sua vez, a inflação parece ter atingido o *peak* em outubro e voltou a cair em dezembro (10,5% anual), longe da meta do Banco Central. A taxa de referência está em 4,0% e pode chegar a 4,50% no primeiro semestre. Após 10

altas consecutivas, o conselho do Banco da Inglaterra vê sinais de que a inflação está começando a diminuir e a última alta ocorreu em votação dividida. Dessa forma, a curva de juros cai na maioria dos prazos, embora o investimento seja mantido..

O setor corporativo, que foi resiliente em 2022, sofrerá com o menor crescimento econômico neste ano; estima-se que os lucros diminuam em torno de 3% -dados que permanecem estáveis em relação ao mês anterior-. No início do ano, as ações britânicas ficaram atrás das europeias e suas valorizações pareciam baratas em comparação com seus pares na Europa continental, sendo negociadas com um desconto de 24% no índice P/L fwd, somando-se a um atraente *dividend yield* de ~4%. No entanto, a deterioração das perspectivas, a inflação elevada, um ajuste monetário que está afetando a atividade, a instabilidade devido à crise política nos leva a **manter uma posição neutra neste mercado de ações** até que vejamos sinais de maior estabilização.

Estados Unidos: Posição em ações *Large Cap Growth and Value* é neutralizada, além de *Small Caps*

As ações dos EUA ficaram para trás em relação ao rally do mês passado e suas valorizações parecem justas após uma significativa contração múltipla no ano passado. Em linha com o menor crescimento econômico esperado para este ano (segundo o FMI 1,4%), os lucros das empresas do S&P 500 cresceriam apenas 1% em 2023, valor que foi corrigido para baixo e teria espaço para novos cortes. Dessa forma, **optou-se por cautela nas ações norte-americanas e neutralizar a posição** em busca de financiamento de investimentos com maior potencial de valorização tática.

Por sua vez, apesar de o presidente do Fed, Jerome Powell, ter afirmado que há sinais de que se iniciou um processo desinflacionário (a inflação em dezembro foi de 6,5% anual, pelo sexto mês em queda), o mercado de trabalho continua ajustado, então será necessário manter o ajuste monetário por muito tempo. Durante janeiro, foram criados 517 mil novos empregos não agrícolas, superando a estimativa mais otimista e os 260 mil de dezembro, com uma taxa de desemprego de 3,4%, o menor nível dos últimos 53 anos. Dessa forma, o mercado internaliza que a taxa de juros referencial subiria 25 bps. na reunião de março e mais 25 bps. em maio chegar a 5,25% e permanecer nesse patamar até o final do ano.

Dada a força do mercado de trabalho, o mercado começa a se alinhar com as projeções do Fed e, em relação ao mês passado, a estimativa para a taxa de *peak* da *Fed Funds Rate* é elevada de 5,00 para 5,25%. No último mês, a curva de juros dos títulos do Tesouro aprofundou o investimento na tranche de 2 a 10 anos com um *bear flattener* (aumentos de juros maiores na parte mais curta da curva) e as taxas de juros foram ajustadas para cima após o relatório de trabalho de janeiro.

Apesar do aumento das taxas de juros, o mercado de ações continuou subindo e a volatilidade implícita do S&P 500 -medida pelo VIX- diminuiu em linha com um cenário de aterrissagem suave para a economia dos EUA. O mercado de trabalho continua forte, o consumo desacelera ligeiramente e os indicadores antecedentes do PMI, tanto de manufatura quanto de serviços, melhoram na margem -embora permaneçam abaixo de 50 pts.-. Em suma, os dados econômicos apresentam-se praticamente em linha com as estimativas.

Dadas as valorizações em níveis justos, a falta de catalisadores de alta e o risco de cortes adicionais nas estimativas de lucros que gerem uma correção baixista no mercado de ações, decide-se assumir uma posição neutra sobre as ações dos EUA..

Japão: *underweight* nas ações japonesas permanece

O processo de seleção para escolher um novo governador do Banco do Japão avança. A imprensa japonesa noticiou que o governo recomendou o atual vice-governador, Masayoshi Amamiya, que poderia dar continuidade a Kuroda com um viés mais *dovish* ou menos agressivo em relação à normalização monetária. Em resposta, as taxas de juros caíram, principalmente nas extremidades mais longas da curva.

A expectativa de uma política monetária expansionista mais longa tem levado a um novo enfraquecimento do iene, enquanto as perspectivas econômicas melhoram na margem. O FMI estima um crescimento econômico de 1,8% para este ano e o principal indicador composto do PMI supera os 50 pontos. pela primeira vez em três meses com

uma melhora mais significativa nos serviços. No entanto, o país tem viés exportador e industrial e a produção industrial contraiu em dezembro pelo segundo mês consecutivo. A reabertura da China deve impulsionar a atividade, mas ainda não há sinais de que esteja a gerar tração ao nível do turismo ou da atividade económica.

No nível dos ações, nos últimos meses os ações japoneses ficaram para trás. As valorizações (P/L *fwd.*) estão sendo negociadas com desconto em relação aos termos históricos, embora pareçam justas para os pares desenvolvidos. Por sua vez, os lucros cresceriam apenas 1% este ano.

Em suma, ainda não há luz quanto à decolagem da economia japonesa, o que aumenta a incerteza e a volatilidade quanto ao retorno de suas ações. As valorizações ajustadas e as saídas (no último mês e 3 meses) nos levam a **manter nossa subexposição às ações japonesas** para favorecer regiões e/ou países com perspectivas mais positivas e maior potencial de valorização.

Ações de mercados emergentes: se leva a China de OW para neutro, a sobre-exposição na LatAm foi reduzida, os mercados emergentes da Ásia ex China passaram de neutro para OW, mantendo UW EMEA

Em janeiro, as ações chinesas voltaram a apresentar retornos mensais de dois dígitos, acumulando um retorno de mais de USD 50% nos últimos três meses. Com isso, as valorizações foram corrigidas para cima e estão sendo negociadas em torno de suas médias de longo prazo, razão pela qual se decidiu **levar a China para neutro de OW**. Na América Latina, as valorizações continuam baratas, mas as tensões políticas continuam em vários países, decidindo **diminuir ligeiramente o OW nas ações latino-americanas**. No que diz respeito aos EM da **Ásia ex China, uma sobre-exposição é retirada de uma alocação neutra em janeiro**, devido ao ímpeto que a reabertura chinesa significará nos mercados da Ásia emergente. Do lado da **EMEA, o UW mantém-se** face às perspectivas voláteis para as *commodities* energéticas no curto prazo.

América Latina: o overweight é reduzido

A América Latina se beneficiou da reabertura da China devido ao seu viés exportador de matérias-primas, reforçando o suporte estrutural nos preços das *commodities* devido às tendências de energia limpa e aos efeitos das mudanças climáticas. Por seu lado, as valorizações permanecem altamente atraentes negociando em torno dos mínimos dos últimos 10 anos e atraentes em comparação com outras economias emergentes. Por sua vez, é sustentado por tendências estruturais como o *nearshoring*, que podem ser aproveitadas por meio de *small caps*. No entanto, o risco político e fiscal continua alto no Brasil, principal economia da região, enquanto o FMI estima uma desaceleração para 2023 com crescimento de 1,7%, ante expansão de 3,5% no ano passado. Com isso, decidiu-se **reduzir a sobre-exposição na América Latina**.

No caso do **Brasil**, o PMI de serviços continua no campo da expansão econômica após 20 meses, enquanto o PMI da indústria melhora na margem (de 44 para 47,5 pts). Por sua vez, o mercado de trabalho mantém a resiliência com a taxa de desemprego em dezembro caindo para 8,1% com a criação de mais de 135 mil empregos e estando no melhor patamar desde abril de 2015. Por sua vez, o Banco Central manteve a taxa Selic em 13,75%, em linha com o esperado, mas surpreso ao adotar um tom mais *hawkish*, preocupado com a lentidão com que a inflação continuaria desacelerando, e elevou a projeção para o final do ano de 5,0% para 5,6%. No entanto, o consenso do mercado não alterou suas estimativas e eles ainda esperam que a taxa de referência termine 2023 em 12,5%. No plano político, a incerteza permanece dado que durante o mês de janeiro o presidente Lula da Silva fez declarações polêmicas, onde destacou questionando a independência do Banco Central e propondo elevar a meta de inflação para este ano para 4,5% (dos atuais 3,25%). o que gerou reações negativas no mercado. Por outro lado, o real brasileiro seguiu a linha das moedas emergentes com valorização de 4,1% em janeiro, sendo a segunda moeda com melhor desempenho na região. Finalmente, em relação às valorizações, elas permanecem em níveis atraentes com a relação P/E *fwd.* e preço/valor contábil (P/BV) abaixo de suas médias de 5 anos em termos absolutos -e atraente em relação à região no caso do primeiro-. Com base no exposto, com resiliência nos indicadores econômicos e valorizações atraentes, mas contrastadas com o risco fiscal e político, decide-se manter **uma posição neutra nas ações brasileiras**.

No caso do **México**, o FMI corrigiu em alta a perspectiva de crescimento para 2023 de 1,2% para 1,7%, enquanto o mercado de trabalho continua a mostrar força com a taxa de desemprego em dezembro nos 2,8%. Por sua vez, a

inflação de dezembro manteve-se constante em relação ao mês anterior (7,8% ano-a-ano), mantendo a lenta convergência à meta enquanto o núcleo da inflação começou a desacelerar. Diante disso, espera-se que o Banxico eleve a taxa de referência em 25 bps na reunião de fevereiro. até 10,75%. Da mesma forma, o peso mexicano mantém sua força com uma valorização de 3,5% em janeiro, enquanto este ano acumula entradas em fundos e ETFs para ~3,1% do total de ativos administrados. Por outro lado, o país conta com o apoio estrutural do *nearshoring* (transferência de parte da produção para outro país com menores custos e proximidade geográfica), dado o avanço no mundo da tendência de desglobalização. Nessa linha, na cúpula de líderes norte-americanos eles prometeram criar um comitê de autossuficiência para promover a substituição de importações na região, buscando que 25% das importações da Ásia sejam substituídas por insumos e produtos fabricados na América Latina. Em relação às valorizações, tanto o P/E *fwd.* como P/BV estão abaixo da média de 5 anos. Com base no anterior, com bons níveis de atividade junto com um suporte estrutural que está se materializando e valorizações atraentes, decide-se **manter a sobre-exposição em ações mexicanas.**

No **Chile**, o novo processo constitucional avança de acordo com o cronograma estabelecido, tendo o Congresso já eleito os membros da comissão de admissibilidade e da comissão de especialistas - esta última com a mesma composição do Senado, garantindo a diversidade entre as forças políticas e mantendo a natureza moderada do projeto-, o que reduz a incerteza política e institucional no país. Nos dados econômicos, a atividade econômica voltou a surpreender com contração de 1,0% na comparação anual, melhor que a queda de 2,0% esperada pelo mercado, impulsionada pela resiliência da mineração e serviços, criando a expectativa de que os piores cenários de recessão para este ano eles podem não acontecer. Por sua vez, o governo conseguiu um superávit fiscal (1,1% do PIB) após a contração do gasto público de 23,1% ao retirar os estímulos fiscais entregues durante a pandemia, mantendo seu compromisso com a sustentabilidade fiscal enquanto as importações do país fecharam o ano de 2022 com uma clara tendência de queda, que se mantida confirmaria o ajuste do déficit em transações correntes projetado pelo Banco Central (4,9% do PIB), reduzindo a pressão sobre a taxa de câmbio. Além disso, a entidade monetária optou por um tom mais agressivo na reunião de política monetária de janeiro, então o mercado ainda espera que as primeiras quedas no TPM sejam em abril ou maio, mas em velocidade menor do que antes. Por sua vez, o preço do cobre subiu 11% em janeiro, impulsionado pela reabertura da China, beneficiando o peso chileno, que valorizou 6,7% no mesmo período, sendo a moeda com melhor desempenho na região. Em relação às valorizações, o P/L *fwd.* e P/BV permanecem em patamares atrativos, em termos absolutos e relativos à região – o primeiro em ~1,5 dev. padrão-. Com base no exposto, com a incerteza política devido ao avanço da nova constituição e o maior impulso externo da China, juntamente com uma atividade econômica que continua surpreendendo, **decidiu-se sobre ponderar as ações chilenas.**

Pelo lado de **Colômbia**, a economia continua desacelerando com a atividade econômica em novembro crescendo 3,0% em relação ao ano anterior e o mercado de trabalho perdendo força com a taxa de desemprego urbano subindo para 10,8% em dezembro e a população empregada diminuindo em 12.000 pessoas em comparação ao mês anterior. . Por sua vez, a inflação continua subindo, atingindo 13,3% em doze meses em janeiro, com o que o mercado corrigiu sua expectativa de inflação para o final deste ano para 8,9% de 7,1% segundo pesquisa da Fedesarrollo, e o mercado espera que em a próxima reunião em março, o Banco de la República aumenta 50 bps. na taxa de referência até 13,25%. No comércio internacional, atingiu o máximo de exportações no final de 2022 desde 2013, representando um aumento de 38% em relação a 2021. No entanto, o preço do petróleo (Brent) - principal produto de exportação do país - caiu 18,3% nos últimos 3 meses. No plano político, a incerteza continua alta, com o cronograma do governo planejando enviar a reforma da previdência ao Congresso em abril e a trabalhista em março deste ano. Por outro lado, o peso colombiano seguiu a linha das moedas emergentes e valorizou 3,9% em janeiro. Em relação às valorizações, o P/L *fwd.* e P/BV permanecem em níveis atrativos, negociando abaixo de sua média histórica de 5 anos em termos absolutos e relativos à região. Neste cenário de valorizações atrativas, a economia ainda em expansão com valorização da moeda, mas com desaceleração da atividade e incerteza política aliada a uma situação fiscal complicada, **optou-se por manter neutra a exposição em ações colombianas.**

No **Peru**, a crise política e social continua, registrando 48 mortes e 7 regiões em estado de emergência, gerando perspectivas negativas para a economia, e parece não ter fim no curto prazo, visto que uma das principais demandas é a avanço das eleições presidenciais de 2023, mas o Congresso rejeitou o projeto que permitiria e adiou o debate

para agosto deste ano. A atividade econômica continua desacelerando após crescer 1,7% ano a ano em novembro e a inflação retoma a trajetória de aceleração atingindo 8,7% em doze meses em janeiro, com o que se espera que na reunião de 9 de fevereiro o Reserve Bank eleve a taxa de política monetária em 25 bps. até 8,0%. Pelo lado do comércio internacional, o preço do cobre – principal produto de exportação – subiu 19,1% nos últimos 3 meses, mas devido às mobilizações sociais, as operações das mineradoras Antapaccay e Las Bambas foram paralisadas, com as quais a Sociedade Nacional de Mineração, Petróleo e Energia (SNMPE) estima que os fornecedores de mineração registrem perdas de 120 milhões de soles. Por sua vez, o presidente do SNMPE declarou que o sector mineiro vai deixar de investir os 2.000 milhões de dólares que tinham sido atribuídos para este ano devido a protestos, bloqueios de estradas e ataques a acampamentos. Em relação às valorizações, tanto o P/E *fwd*. já que o P/BV está negociando abaixo de sua média em termos absolutos. Com base no exposto, com valorizações atraentes, mas contrastado com uma crise política que gera problemas de governança e aumenta o risco de o país afetar o investimento, **decide-se manter a *underweight* em ações peruanas.**

A economia **argentina** conseguiu cumprir as metas do FMI para 2022 (nível de reservas, déficit fiscal e emissão monetária), embora o organismo internacional recomende que o país tome medidas econômicas muito mais profundas no longo prazo para corrigir os desequilíbrios. Por sua vez, a atividade em novembro mantém sua desaceleração, crescendo 2,6% em doze meses, implicando sua terceira contração no nível mensal (-0,7%), enquanto a inflação atingiu 94,8% ano-a-ano, para o qual o programa de preços de cuidados begin.2.0, que definirá o aumento máximo de mais de 2.000 produtos em 3,2% ao mês de 1º de fevereiro a 30 de junho e criou a nova nota de 2.000 pesos. No comércio internacional, o preço da soja -uma das principais exportações do país- subiu 7,4% nos últimos 3 meses, porém, diante da forte seca no país, a Bolsa de Valores de Rosário (BCR) atualizou as projeções até 2023 em termos de exportações das principais safras da Argentina, projetando uma queda de 13% em relação a 2022. No plano político, continua a polêmica em torno da decisão da Suprema Corte que favoreceu a província de Buenos Aires, depois que o partido governista tentou realizar um julgamento político contra 4 juizes do STF, o que está em discussão no Congresso se será realizado. Por sua vez, o governo anunciou um plano de recompra de títulos de até USD 1 bilhão em fevereiro, mas no mercado foi interpretado como uma intervenção cambial camuflada, com reações limitadas. Neste cenário de condições macroeconômicas complexas e risco político, decide-se **manter a *underweight* em ações argentinas.**

China: Levado para neutro de *OW*

Os meses de janeiro são marcados pela celebração do Ano Novo Lunar na China; nesta ocasião, foi recebido o ano do coelho. O feriado consiste em uma semana em que muita atividade é interrompida, os mercados estão fechados e o foco é a comemoração. Assim, sem tantas novidades, o primeiro mês de 2023 ficou marcado pela materialização da abertura das fronteiras na China, pela diminuição dos casos de COVID que teria atingido o *peak* no final de dezembro e pela primeira diminuição da população desde os anos sessenta. Este último dado foi divulgado no mesmo dia da divulgação das contas nacionais de 2022, mostrando crescimento do PIB de 3,0% naquele ano, surpreendendo o mercado que esperava expansão de 2,7%.

No entanto, mais recentemente, destaca-se a notícia do "balão espião" chinês sobrevoando a Carolina do Sul, aumentando as tensões com os EUA. Porque as autoridades americanas alegaram que era um dispositivo de vigilância e que também sobrevoava território estratégico em que armas nucleares estão guardados, optou-se por derrubá-lo. O governo chinês respondeu a isso anunciando que parecia uma reação exagerada e que era um balão civil para pesquisas climáticas. Isso aconteceu dias antes de uma visita do secretário de Estado dos EUA, Antony Blinken, à China ser marcada e adiada até novo aviso. Esses eventos afetaram o desempenho dos mercados, como pode ser semelhante ao que aconteceu com a visita de Nancy Pelosi a Taiwan no ano passado, em que demorou meses para que as negociações diplomáticas fossem retomadas.

No entanto, em janeiro o desempenho dos mercados foi positivo, o que levou à correção das valorizações e passaram a negociar em torno das médias históricas. Embora a entrada de fluxos continue, os ganhos param de corrigir fortemente para cima e perdem algum *momentum*. No lado macro, os registros oficiais do PMI de janeiro surpreenderam o mercado tanto para manufatura (50,1 pts.) quanto para não manufatureiro (54,4 pts.) e situavam-se em território de expansão, enquanto o da manufatura divulgado pela Caixin desapontou ao sugerir contração

(49,2 pts.). A inflação acelerou um pouco, mas ainda sem pressão e abaixo da meta do Banco Central, que voltou a manter as taxas ativas na reunião de janeiro. As perspectivas de crescimento para este ano continuam corrigidas em alta e o FMI prevê uma expansão econômica de 5,2% em 2023 (0,8 pp. acima da projeção de outubro).

Em suma, embora a reabertura da **economia chinesa** após três anos de rígidas restrições de mobilidade pudesse apoiar o desempenho dos mercados, o recente desempenho positivo e o ajuste nas valorizações nos levam a assumir uma **posição neutra** e a visar mercados mais retardatários que se beneficiarão daqui para frente.

Ásia emergente ex China: se leva a OW desde neutro

O FMI, em sua atualização de janeiro, também revisou para cima suas projeções de crescimento para a Ásia emergente. Em janeiro, os mercados asiáticos apresentaram retornos majoritariamente positivos, com exceção da Indonésia e da Índia, associados a preços mais baixos de *commodities* energéticas e notícias negativas de um grande grupo econômico, respectivamente. Em suas reuniões de política monetária, os bancos centrais asiáticos começaram a mudar para um viés mais neutro, sinalizando que estavam chegando ao fim do ajuste, o que daria suporte adicional aos mercados. Neste contexto, e como forma de diversificar a reabertura chinesa, **decide-se assumir a posição na Ásia EM ex China para OW de neutra.**

De acordo com o PMI industrial, a **economia indiana** continua a ser a que apresenta o *momentum* econômico mais positivo da região, com um recorde de 55,4 pts. em janeiro, cuja desaceleração em relação a dezembro é explicada principalmente pela menor demanda externa. A inflação em dezembro desacelerou para 5,7% ao ano, e o Banco Central voltou a aumentar a taxa de referência em 25 bps. em sua reunião de fevereiro até 6,5%. Embora o FMI tenha mantido suas projeções de crescimento para a Índia em relação ao relatório de outubro, ela continua como uma das economias que mais crescerão globalmente neste e no próximo ano. Além disso, foi aprovado o orçamento para o ano fiscal que se inicia em abril, tendo em vista as eleições legislativas. Em particular, o orçamento é austero e visa reduzir o déficit fiscal para 5,9% do PIB (de 6,4%), considerando que também cerca de 20% do orçamento se destina ao serviço da dívida. Isso sugeriria a alta confiança do primeiro-ministro em exercício em sua popularidade e a falta de necessidade de um orçamento expansionista para vencer a eleição. Além disso, a publicação do relatório da Hindenburg Research acusando o grupo Adani de lavagem de dinheiro, empresas falsas e outras irregularidades atingiu significativamente o mercado indiano, com o conglomerado perdendo mais de USD 100 bilhões em valor de mercado, apesar de publicar releases tentando lidar com a relatório. Ainda assim, as valorizações indianas continuam pouco atraentes em termos absolutos e relativos e a previsão de lucros deste ano foi corrigida para baixo. No entanto, entradas líquidas de fluxos de investimentos em fundos e ETFs continuam sendo observadas no último mês. **Diante do exposto, decide-se neutralizar a OW que foi trazida em ações indianas.**

Após o desempenho lento de 2022, janeiro foi positivo para o mercado **sul-coreano**. A inflação em janeiro acelerou ligeiramente para 5,2% ao ano, após uma reunião de política monetária em que não houve consenso; Dois membros do conselho votaram pela manutenção da taxa, após ela ter subido apenas 25 bps pela segunda reunião consecutiva, desacelerando a taxa. Daqui para frente, embora o viés do comunicado seja contracionista, o mercado antecipa que, com a convergência da inflação ou a economia muito afetada, o ajuste pode ter acabado. Por seu lado, o *momentum* econômico continua a deteriorar-se, com um PMI contrativo da indústria em janeiro (48,5 pts.), mas o índice de emprego aumentou pela primeira vez em 9 meses. Adicionalmente, a atividade no quarto trimestre de 2022 apresentou uma contração do PIB (face ao trimestre anterior, com ajuste sazonal) pela primeira vez desde o segundo trimestre de 2020, levando as autoridades a comprometerem apoio fiscal e administrativo ao setor exportador. Entre as principais novidades, destaca-se que a Samsung anunciou que manteria o nível de dispêndio de capital (CAPEX) para 2023, quando a tendência das empresas de semicondutores globalmente tem sido cortá-lo, temendo que a menor demanda as deixe com excesso de estoque. As valorizações negociam em sua média de 5 anos (P/BV) e uma correção para baixo é vista na projeção de lucro para este ano, que cairia fortemente. No entanto, a China é o principal parceiro comercial da Coreia do Sul e o aumento da atividade do gigante asiático favorecerá a economia e os mercados sul-coreanos. Ainda assim, **decide-se neutralizar a subexposição nas bolsas sul-coreanas.**

O *momentum* econômico de **Taiwan** continuou a se deteriorar em janeiro, com um recorde do PMI industrial aprofundando suas quedas para um recorde de 44,3 pontos. As exportações e importações em janeiro caíram 21,2%

e 16,6% na comparação anual, respectivamente, mas com perspectivas de ficarem próximas ao piso. O mercado avançou USD 10,4% em janeiro, apoiado e impulsionado pela reabertura da China, seu principal parceiro comercial. Apesar do desempenho positivo, as valorizações continuam a ser descontadas em uma relação P/E *fwd.* que negocia com mais de um dev. padrão abaixo de sua média de 5 e 10 anos. Adicionalmente, projeta-se para este ano uma contração dos lucros, que tem continuado a ser corrigida em baixa. Mesmo nesse contexto, os fluxos de investimentos para o principal ETF do país se intensificaram, com entradas líquidas de 8% do AUM no último mês. Por sua vez, a principal empresa de semicondutores do país (TSMC) divulgou seus resultados do quarto trimestre com aumento nos lucros, mas reconhecendo uma piora na demanda e projetando um aumento nas receitas neste ano, além de uma despesa de capital maior do que o esperado pelo mercado. Neste contexto, foi decidido **neutralizar o UW que se trazia em ações taiwanesas.**

Do lado do Sudeste Asiático, a bolsa da **Indonésia** retrocedeu em janeiro, em linha com outros países que também exportam *commodities* energéticas. O *momentum* econômico acelerou em janeiro e o PMI industrial ficou em 51,3 pontos. A inflação em janeiro continuou a desacelerar e foi de 5,3% ao ano, enquanto o Banco Central elevou a taxa básica de juros em 25 bps em sua reunião de política monetária do mesmo mês. até 5,75%, destacando que com esses aumentos bastaria para que o núcleo da inflação ficasse dentro da faixa de tolerância no primeiro semestre de 2023, enquanto a inflação total volta ao intervalo no segundo, sinalizando um viés neutro. As valorizações continuam a negociar com desconto em relação ao seu histórico, mas no último mês houve saídas líquidas de investimento de fluxos de fundos e ETFs. Em **Tailândia**, o *momentum* econômico continuou a acelerar e o PMI industrial de janeiro ficou em 54,5 pontos. A reabertura chinesa impulsionou a atividade e os mercados tailandeses, devido às melhores perspectivas para o turismo e a uma forte valorização da moeda. As valorizações não parecem atraentes quando comparadas às suas médias de 5 anos, mas entradas líquidas de investimento são observadas no último mês. Com tudo o que foi dito acima, decide-se **neutralizar a posição na Indonésia e manter a posição neutra na Tailândia.**

EMEA: UW é mantida

Em janeiro, o petróleo manteve-se praticamente inalterado, o que teve impacto negativo em alguns mercados da EMEA, com exceção da Turquia que apresentou uma queda nos mercados. Mantemos nossa posição de que, no curto prazo, o preço das *commodities* não será favorecido em relação a outros ativos, por isso mantemos o **UW na EMEA.**

O *momentum* econômico da **África do Sul** continua a se deteriorar em janeiro, com um PMI de manufatura retornando ao território de contração (48,7 pontos), impactado por uma queda acentuada em novos negócios e interrupções contínuas de energia. Recorde-se que a companhia elétrica Eskom (estatal) fornece 90% da eletricidade da África do Sul e não tem conseguido suprir a procura. Durante o mês de janeiro, isso também levou a cortes no abastecimento de água em partes de Joanesburgo, devido a falhas elétricas em uma estação de bombeamento de água. Dentro da EMEA, o Banco Central da África do Sul foi o único a continuar apertando em sua última reunião, mas com perspectivas de desaceleração da inflação e um viés dependente de dados. As valorizações estão em linha com suas médias de longo prazo e as perspectivas de lucro são corrigidas para baixo para este ano. Portanto, a **subexposição nos ações sul-africanos** é ligeiramente aumentada.

Em janeiro, vimos uma reviravolta no **mercado turco**, com um retorno de USD -9,3%. O sentimento do investidor na Turquia tornou-se mais negativo, com a inflação permanecendo alta, mas desacelerando novamente em janeiro para 57,7%. Além disso, um terremoto de 7,7 graus (escala Richter) sucumbiu ao país na madrugada de 6 de fevereiro, junto com a Síria, que foi seguido por fortes tremores secundários e deixou mais de onze mil vítimas fatais. Isso levou a Bolsa de Valores de Istambul a suspender as vendas a descoberto como medida para impedir quedas mais profundas nos mercados. Esta tragédia ocorre meses depois das eleições presidenciais e parlamentares na Turquia, nas quais o atual presidente, Recep Tayyip Erdoğan, é o candidato preferido de acordo com as pesquisas e que estão marcadas para junho, mas podem ser antecipadas. No que se refere as valorizações, o P/L *fwd.* continua a negociar com um desconto de mais de 1 dev. padrão abaixo de sua média de 5 anos, enquanto o P/BV negocia 3,5 dev. padrão acima da média. Para este ano, espera-se uma queda significativa nos lucros, que foi corrigida em baixa no último mês. Embora o *momentum* econômico tenha entrado em território de expansão em janeiro com um PMI de manufatura em 50,1 pts, as perspectivas econômicas e corporativas são negativas, razão pela qual se decidiu **aumentar a subexposição nas ações turcas.**

Neutro é mantido nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria). Em janeiro, as tensões voltaram a aumentar no conflito entre Rússia e Ucrânia, com o anúncio do envio de tanques para fortalecer a milícia por parte dos Estados Unidos, Alemanha e outros países desenvolvidos. Isso levou a Rússia a lançar mísseis contra a Ucrânia, deixando 11 mortes. Isso aumenta as pressões econômicas para os países da Europa emergente, cujo *momentum* econômico continua sugerindo contração na Polônia e na República Tcheca. Os bancos centrais do C3 continuam a manter as taxas de referência estáveis, temendo o impacto que possam ter na economia real, apesar de a inflação estar bem acima do objetivo. Mesmo com valorizações descontadas, as projeções de lucros são negativas e corrigidas para baixo.

A inflação da **Arábia Saudita** subiu ligeiramente em dezembro para 3,3% anual, com pressões inflacionárias menores do que seus pares emergentes, mas com termos de troca que se deterioraram na margem. O PMI industrial acelerou em janeiro para um recorde de 58,2 pontos, impulsionado por uma melhora no setor privado, ex petróleo. O mercado saudita teve um desempenho ruim em janeiro, subindo 2,6% (em dólares) e o P/L *fwd*. continua a negociar em torno de 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos. No último mês assistiu-se a uma correção em baixa da projeção de lucros para este e para o próximo ano, a par de uma saída líquida de fluxos de investimento do principal ETF, denotando uma menor preferência por parte dos investidores. Nesse contexto, **a posição da Arábia Saudita é neutralizada.**

Renda Fixa

US Treasuries: *underweight* duração, *overweight* é aumentado na parte mais curta da curva, neutro na parte intermediária e longa e *underweight* é mantido em TIPS

Nos últimos meses, os recordes de inflação têm sido notícias positivas para a economia norte-americana, surpreendendo pelo lado negativo e mostrando que a política monetária restritiva começa a surtir efeito. Neste contexto, e após uma queda substancial das taxas durante o mês de janeiro, a Reserva Federal realizou em fevereiro a sua reunião de política monetária, onde a comissão decidiu reduzir o ritmo de subida das taxas, aumentando a *Fed Funds rate* em 25 bps. em linha com as expectativas do mercado. Este movimento menos agressivo da comissão foi acompanhado por um discurso de Powell, que, para surpresa de muitos, assumiu um tom menos *hawkish* do que o esperado, reconhecendo o início e o andamento do processo desinflacionário, pressionando taxas e impulsionando mercados. No entanto, uma nova surpresa para os mercados não demorou a chegar, com os dados do mercado de trabalho de janeiro mostrando força inesperada. Dessa forma, reduzem-se as chances de uma recessão profunda neste ano, mas aumenta a expectativa de que as taxas atinjam um *peak* maior do que o esperado anteriormente. Atualmente a taxa dos títulos de 10 anos está em torno de 3,64%, enquanto a taxa dos títulos de 2 anos atinge 4,45%. No lado da volatilidade das taxas, o índice MOVE - que mede a volatilidade através da curva de taxas - diminuiu consideravelmente nas últimas semanas e agora está abaixo do nível 100p, o que não se via desde junho do ano passado. Por sua vez, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos mantiveram-se estáveis no último mês, ancorados nas expectativas de longo prazo. Diante do exposto, o *OW* é aumentado na *treasury* de 5 anos esperando uma pronta normalização da política monetária, é deixado neutro na *treasury* de 10 e 30 anos, assumindo uma posição defensiva diante de uma eventual inclinação da curva. Por outro lado, mantém-se a posição de *UW* no TIPS, observando-se menores riscos inflacionários.

Global Investment Grade: *overweight* é mantido

Apesar da inflação estar diminuindo tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, tanto o Fed quanto o Banco Central Europeu ainda não consideraram a batalha contra ela vencida e continuarão com o ajuste monetário ao longo do primeiro semestre. Por sua vez, considerando que os riscos de uma recessão profunda diminuiram no médio prazo, após os fortes dados de emprego dos EUA e a melhora nas perspectivas de crescimento dos países europeus, ainda existem riscos como o de intensificação de conflitos geopolíticos: a guerra Rússia-Ucrânia e as recentes tensões entre os Estados Unidos e a China. Dessa forma, o *Investment Grade* continua sendo uma opção atraente, pois possui uma

qualidade de crédito superior que oferece maior proteção contra esses eventos de risco e continua com *yields* em níveis atrativos. Diante do exposto, a sobre-exposição é mantida.

Global High Yield: neutro é mantido

No mesmo contexto anterior, apesar de os riscos de recessão estarem diminuindo, o mundo desenvolvido ainda mantém elevada exposição a eventos de risco global, principalmente na esfera geopolítica. Por outro lado, os *spreads* no segmento de *High Yield* são bastante ajustados e próximos de suas médias históricas, de modo que se a situação econômica piorar ou um evento de risco se materializar, eles tenderão a ampliar e o número de *defaults* aumentará. Nesse sentido, o *Global High Yield* seria mais afetado do que as classes de ativos de maior qualidade. No entanto, apesar do aumento do risco que apresenta, a classe de ativos ainda oferece retornos atraentes com um *yield* de 8%. Diante do exposto, mantém-se uma posição neutra.

Dívida emergente: *underweight* em títulos soberanos, *overweight* em títulos corporativos e *local markets*

Quanto à dívida emergente, continua a beneficiar de fatores como a reabertura da China, o enfraquecimento do dólar e a melhoria das perspectivas de crescimento para o mundo; dessa forma, continua sendo uma das alternativas mais atraentes dentro da renda fixa. Em termos de risco e retorno, a dívida emergente oferece *yields* em níveis atrativos acima dos do mundo desenvolvido, em troca de maior risco de crédito, que permanece relativamente limitado com taxas de *default* esperadas inferiores às de 2022 e longos horizontes de refinanciamento. Em relação à dívida soberana emergente, sua maior duração em um período em que as taxas permaneceriam altas por algum tempo e sua menor qualidade de crédito oferecem menor proteção contra eventos de risco, tornando a classe de ativos menos atraente em comparação com outras alternativas. Em relação à dívida corporativa emergente, mantém-se a preferência por essa classe de ativos, tanto *High Yield* quanto *Investment Grade*, principalmente na América Latina, onde as empresas mantêm boa saúde corporativa e baixos níveis de alavancagem, a região está mais avançada no ciclo de ajuste monetário em comparação com o mundo desenvolvido e fica ainda mais distante dos conflitos geopolíticos globais. Do lado dos *local markets*, as moedas emergentes mantêm a perspectiva positiva dos últimos meses e se valorizaram principalmente devido à reabertura da China e ao dólar mais fraco, o que nos leva a manter uma posição favorável nestes. Em linha com o anterior, mantém-se o *UW* em dívida soberana, a *OW* em dívida corporativa *HY*, reduz-se a exposição a dívida corporativa *HY* face aos *spreads* ajustados e mantém-se a *OW* em *local markets*.

Exposição a Moedas – Fevereiro 2023

Moedas	Bench.	Enero	Febrero	OW/UW	Câmbio	
USD	56,0%	54,6%	53,1%	UW	-2,9%	-1,5%
EUR	7,3%	7,5%	8,5%	OW	1,2%	0,9%
GBP	1,5%	1,5%	1,6%	OW	0,1%	0,1%
JPY	2,4%	0,9%	1,0%	UW	-1,4%	0,1%
GEMs	33,0%	35,4%	35,9%	OW	2,9%	0,5%
	100,0%	100,0%	100,0%			

O resultado da alocação da TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, que, caso não reflita nossa visão, é ajustada com posições compradas e/ou vendidas. Este mês não são tomadas posições ativas de moeda e a exposição resultante da alocação de ativos é deixada.

Resultados TAACo Global – janeiro 2023

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição ao Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	52%	2%	7,4%	3,7%	3,9%	3,8	7,1
Renda Fixa	50%	48%	-2%	3,6%	1,8%	1,8%	3,8	2,1
Caixa	0%	0%	0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0	0,0
Ouro	0%	0%	0%	6,1%	0,0%	0,0%	0,0	0,0
Cobertura						0,0%	0,0	0,0
Portfólio					5,52%	5,69%	7,6	9,2
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								16,8
Europe ex UK	13,1%	13,1%	0,0%	9,3%	1,21%	1,21%	0,0	
Europe Small Cap ex UK	1,4%	1,4%	0,0%	9,6%	0,13%	0,13%	0,0	
UK	2,9%	2,9%	0,0%	6,5%	0,19%	0,19%	0,0	
US Large Cap Growth	14,3%	12,5%	-1,8%	10,4%	1,49%	1,30%	-5,4	
US Large Cap Value	15,7%	17,0%	1,3%	2,2%	0,34%	0,37%	-6,8	
US Small Caps	4,1%	5,1%	1,0%	10,3%	0,42%	0,53%	2,9	
Japan	4,8%	1,8%	-3,0%	6,2%	0,30%	0,11%	3,6	
Desenvolvidos	56,3%	53,8%	-2,5%	7,3%	4,09%	3,85%	-5,7	
LatAm	4,1%	6,1%	2,0%	9,7%	0,40%	0,59%	4,6	
LatAm Small Cap	0,7%	1,7%	1,0%	10,2%	0,07%	0,17%	2,8	
China	11,8%	12,8%	1,0%	11,8%	1,39%	1,51%	4,4	
EM Asia ex China	16,5%	16,5%	0,0%	6,4%	1,06%	1,06%	0,0	
EM Asia Small Cap	4,0%	4,0%	0,0%	6,3%	0,25%	0,25%	0,0	
EM Europe and Middle East	6,6%	5,1%	-1,5%	2,3%	0,15%	0,12%	7,7	
Emergentes	43,7%	46,2%	2,5%	7,6%	3,32%	3,70%	19,4	
Equities					7,41%	7,55%	13,7	
Treasuries 5Y	6,5%	7,0%	0,5%	1,9%	0,12%	0,13%	-0,9	
Treasuries 10Y	11,2%	11,2%	0,0%	3,0%	0,34%	0,34%	0,0	
Treasuries 30Y	6,4%	5,9%	-0,5%	6,2%	0,39%	0,36%	-1,3	
US Tips	2,9%	0,4%	-2,5%	1,8%	0,05%	0,01%	4,5	
Global Corporate IG	26,4%	27,5%	1,1%	4,0%	1,06%	1,10%	0,4	
Global Corporate HY	4,6%	4,6%	0,0%	4,1%	0,19%	0,19%	0,0	
Dívida Desenvolvidos	58,0%	56,6%	-1,4%	3,7%	2,15%	2,13%	2,8	
EM Sovereign IG	5,3%	2,1%	-3,2%	2,6%	0,14%	0,05%	3,3	
EM Sovereign HY	5,6%	3,0%	-2,6%	3,8%	0,21%	0,11%	-0,5	
EM Corporate IG	3,9%	6,5%	2,6%	2,5%	0,10%	0,16%	-2,9	
EM Corporate HY	5,0%	8,1%	3,1%	4,2%	0,21%	0,34%	1,6	
EM Local Markets	22,2%	23,7%	1,5%	3,7%	0,82%	0,87%	0,1	
Dívida Emergente	42,0%	43,4%	1,4%	3,5%	1,47%	1,54%	1,6	
Fixed Income					3,63%	3,67%	4,3	

* Anualizado ** Desde 2001
Dados de 31 de janeiro de 2023

No final de janeiro, o TAACo Global teve um ganho de 5,7%, 17 bps. no desempenho de benchmark. Ao nível da attribution analysis, (i) a alocação de ativos gerou um outperformance em relação a benchmark dada a recuperação do preço das ações, (ii) a seleção de instrumentos gerou ganhos em renda variável principalmente devido ao OW em LatAm e na China e a posição curta em ações da EMEA, ao contrário, a posição longa em US Value e curta em Growth prejudicou os resultados. Em renda fixa, a seletividade foi positiva devido à posição curta em TIPS e mercados emergentes soberanos.

Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho						Desde início**	Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	2022	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	5,7%	12,6%	5,7%	1,7%	1,2%	3,5%	6,8%	10,2%
Benchmark	5,5%	12,7%	5,5%	0,2%	0,3%	2,5%	4,9%	9,8%
Out/Under perf. (bps)	17	-11	17	147	92	92	193	
Ações	7,5%	14,1%	7,5%	3,7%	1,2%	4,6%	4,7%	14,9%
Benchmark	7,4%	15,1%	7,4%	3,4%	1,0%	4,4%	4,0%	14,8%
Europe ex UK	9,3%	21,9%	9,3%	3,5%	0,6%	3,2%	3,6%	19,7%
Europe Small Cap ex UK	9,6%	23,1%	9,6%	3,9%	-0,1%	6,3%	9,9%	23,4%
UK	6,5%	16,9%	6,5%	0,0%	-2,4%	-0,7%	0,5%	19,1%
US Large Cap Growth	10,4%	5,3%	10,4%	9,0%	10,6%	13,6%	--	22,0%
US Large Cap Value	2,2%	4,1%	2,2%	5,5%	4,0%	7,2%	5,3%	17,7%
US Small Caps	10,3%	7,6%	10,3%	8,6%	6,2%	9,2%	11,2%	23,5%
Japan	6,2%	16,6%	6,2%	-0,6%	-1,5%	3,8%	1,8%	15,8%
Desarrollados	7,1%	9,7%	7,1%	7,6%	6,5%	9,1%	8,5%	18,2%
LatAm	9,7%	3,7%	9,7%	-5,3%	-6,1%	-5,1%	5,9%	30,4%
LatAm Small Cap	10,2%	2,5%	10,2%	-8,7%	-5,3%	-7,1%	8,4%	33,3%
China	11,8%	52,5%	11,8%	-2,4%	-4,7%	3,2%	11,3%	26,0%
EM Asia ex China	6,4%	14,3%	6,4%	7,8%	3,0%	5,4%	--	20,1%
EM Small Cap	6,3%	17,1%	6,3%	9,5%	-0,3%	2,9%	9,5%	20,6%
EM Europe and Middle East	2,3%	3,6%	2,3%	-8,3%	-9,0%	-5,8%	3,1%	20,8%
Emergentes	7,9%	22,2%	7,9%	1,4%	-1,5%	2,1%	11,0%	18,8%
Renda fixa	3,7%	10,1%	3,7%	-2,8%	-0,5%	0,9%	5,8%	6,2%
Benchmark	3,6%	10,3%	3,6%	-3,4%	-0,9%	0,4%	4,9%	6,2%
Treasuries 5Y	1,9%	3,6%	1,9%	-2,0%	0,8%	0,7%	4,4%	4,2%
Treasuries 10Y	3,0%	5,7%	3,0%	-4,0%	0,5%	0,7%	5,0%	7,5%
Treasuries 30Y	6,2%	10,8%	6,2%	-9,6%	-1,2%	1,0%	6,5%	16,1%
US Tips	1,8%	2,6%	1,8%	1,1%	2,7%	1,4%	6,1%	5,8%
Global Corporate IG	4,0%	10,0%	4,0%	-3,0%	-0,2%	1,3%	5,9%	8,2%
Global Corporate HY	4,1%	8,8%	4,1%	0,1%	1,6%	3,4%	9,2%	9,8%
Deuda Desarrollados [1]	3,8%	8,8%	3,8%	-3,0%				
EM Sovereign IG	2,6%	9,0%	2,6%	-4,4%	0,4%	1,8%	8,0%	9,1%
EM Sovereign HY	3,8%	13,2%	3,8%	-3,9%	-1,7%	1,4%	9,9%	14,6%
EM Corporate IG	2,5%	8,0%	2,5%	-2,4%	1,2%	2,2%	--	6,2%
EM Corporate HY	4,2%	16,5%	4,2%	-2,3%	1,1%	3,4%	--	10,7%
EM Local Markets	3,7%	10,4%	3,7%	-2,2%	-1,2%	-0,9%	--	10,9%
Deuda Emergentes [1]	3,6%	11,5%	3,6%	-2,9%				
Caixa	0,3%	1,0%	0,3%	0,8%	1,3%	0,8%	1,8%	0,3%
Ouro	6,1%	17,4%	6,1%	6,7%	7,4%	1,5%	13,2%	13,6%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboração própria

Valuations

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2023e	2024e		2023e
DM	15.9x	14.9x	2,0%	2.8x	2.2x	2%	8%	17%	8,0
US	17.9x	16.1x	2,0%	4.1x	2.9x	1%	10%	26%	17,9
Europe	12.8x	13.0x	4,0%	1.9x	1.7x	2%	6%	12%	6,4
Japan	12.8x	14.6x	3,0%	1.3x	1.3x	1%	2%	9%	12,8
EM	12.3x	11.4x	3,0%	1.7x	1.7x	-2%	14%	12%	-6,2
EM Asia	13.3x	12.1x	3,0%	1.7x	1.8x	0%	18%	11%	-
CEEMEA	10.4x	9.2x	4,0%	1.8x	1.5x	0%	8%	24%	-
LatAm	8.7x	11.8x	6,0%	1.7x	1.9x	-13%	4%	19%	-0,7
China	11.9x	11.3x	2,0%	1.6x	1.8x	15%	13%	11%	0,8
S.Korea	11.8x	9.7x	3,0%	1.0x	1.2x	-20%	37%	6%	-0,6
Taiwan	13.1x	14.4x	4,0%	2.2x	1.9x	-16%	19%	19%	-0,8
India	21.3x	17.0x	2,0%	3.6x	3.1x	-7%	24%	14%	-3,0
Indonesia	13.8x	14.1x	4,0%	2.5x	3.2x	8%	7%	18%	1,7
Malaysia	14.0x	14.8x	4,0%	1.5x	1.9x	16%	6%	11%	0,9
Thailand	19.1x	13.5x	3,0%	2.2x	2.0x	10%	11%	10%	1,9
Philippines	16.3x	16.2x	2,0%	2.1x	2.5x	18%	15%	10%	0,9
S.Africa	9.3x	12.2x	5,0%	1.8x	2.3x	3%	11%	18%	3,1
Turkey	5.4x	7.9x	6,0%	1.7x	1.4x	-12%	6%	26%	-0,5
Poland	7.6x	11.4x	4,0%	1.0x	1.3x	-25%	0%	11%	-0,3
Czech R.	11.4x	12.1x	8,0%	2.4x	1.7x	-38%	19%	14%	-0,3
Saudi	15.6x	14.5x	4,0%	2.3x	2.1x	4%	11%	30%	3,9
UAE	11.3x	11.6x	5,0%	1.8x	1.3x	5%	1%	14%	2,3
Brazil	7.4x	10.6x	7,0%	1.6x	1.8x	-19%	3%	23%	-0,4
Mexico	13.5x	15.0x	4,0%	2.1x	2.5x	12%	13%	18%	1,1
Chile	8.2x	15.0x	9,0%	1.3x	1.9x	0%	-11%	15%	-
Colombia	6.9x	13.0x	8,0%	1.1x	1.5x	-2%	-6%	16%	-3,5
Peru	11.4x	12.5x	4,0%	1.8x	2.8x	-1%	16%	17%	-11,4

Fonte: Bloomberg, MSCI e J.P. Morgan. Dados de 25 de janeiro de 2023

* PEG: PE ratio/Earnings Growth

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