



Maio 2021

TAACO Global	Desempenho							Desde início * **	Volatilidade 5 anos *
	Abril	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACO	2,6%	3,2%	3,0%	27,2%	6,5%	7,9%	4,6%	7,4%	9,6%
Benchmark	2,3%	2,3%	2,2%	24,1%	6,1%	7,1%	4,1%	5,7%	8,9%
Out/Underperformance (bps)	33	92	84	310	36	80	50	169	
Ações	3,7%	6,8%	7,0%	46,3%	8,6%	11,0%	5,7%	5,5%	14,3%
Benchmark	3,6%	6,6%	7,2%	45,0%	8,5%	10,9%	5,4%	4,8%	14,2%
Renda Fixa	1,0%	-1,6%	-2,3%	7,4%	3,7%	3,7%	2,8%	6,5%	5,3%
Benchmark	0,9%	-2,0%	-2,7%	5,8%	3,3%	3,1%	2,3%	5,7%	5,2%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	1,4%	1,1%	0,6%	1,7%	0,3%

\*Anualizado \*\* Desde abril 2001

Resultados ao 30 de abril de 2021

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Índice

*Hold in May and ride the wave.* ..... 1

TAACO Posicionamento Global ..... 3

Resultados ..... 14

Desempenho ..... 15

Valorizações ..... 16

## Hold in May and ride the wave<sup>1</sup>

As decisões de investimento enfrentam um desafio duplo em maio de 2021. Primeiro, esse abril registrou aumentos significativos nos preços das ações e nos ativos de risco em geral, o que levou a níveis de rentabilidade para a execução do ano de quase dois dígitos e doze meses de mais de 30%. As ações globais, medida pelo índice MSCI ACWI, aumentaram mais de 9% nos últimos quatro meses e quase 46% em um ano. Os valores equivalentes para o S&P500 estão em torno de 12% e 44%, respectivamente. Em segundo lugar, maio abre a temporada de verão e férias para os mercados mais importantes do mundo, onde volumes mais baixos e - historicamente - baixos retornos são geralmente registrados.

O cenário econômico-financeiro está enquadrado na reabertura da atividade global (em diferentes velocidades e níveis por país) resultante da maior cobertura da população vacinada e com a segunda ou terceira onda da pandemia cedendo. Somam-se a isso condições financeiras favoráveis, marcadas pela alta liquidez, taxas de juros ainda baixas e pela implementação de estímulos fiscais maciços em todo o mundo.

Além das divergências entre diferentes países, setores e questões em múltiplos aspectos dessa recuperação, que há um ano mencionamos, enfatiza que as duas maiores economias estão em estágios diferentes, opostos, do ciclo. Nos Estados Unidos, ainda está para atingir o *peak* de expansão, com o aumento das taxas de atividade apenas começando a se mover para salários e emprego, com alto potencial para continuar a ser implantado tanto no lado da oferta quanto da demanda. Por sua vez, a China está um passo à frente, com as autoridades implementando medidas de ajuste para evitar o superaquecimento, especificamente em alguns setores, como imobiliário e crédito, o que deve levar a alguma moderação da atividade no que resta do ano. No entanto, a economia chinesa continua a crescer de forma sustentável (seu PIB aumentaria 8,4% em 2021) e as autoridades estão comprometidas em continuar a se integrar à economia global e ao reequilíbrio para um equilíbrio entre as exportações e o investimento estatal e a demanda doméstica, o que dá apoio significativo à atividade global.

Após aumentos significativos nos preços dos ativos de risco, maio parece desafiador para decisões de investimento dado o início do verão no hemisfério norte

Condições econômicas e financeiras favoráveis devido aos avanços na vacinação e à reativação econômica

As duas principais potências econômicas estão em estágios opostos do ciclo:

EUA está prestes a atingir o *peak* de expansão

Enquanto a China tenta evitar o superaquecimento econômico

<sup>1</sup> Agente o mês de maio e segure essa onda. Adaptação do ditado *sell in May and go away*, (vender e ir em maio) utilizada no jargão financeiro está relacionado ao começo do verão no hemisfério norte e que historicamente o Dow Jones registra menores retornos entre maio e outubro que nos períodos anterior e posterior de cada ano.



Neste contexto de retomada pós-recessão após a Depressão da década de 1930, ao qual as autoridades econômicas globais responderam com políticas massivas de estímulo sem precedentes, começaram a aumentar as expectativas de inflação, especialmente nos Estados Unidos. Isso é consistente com a forte recuperação da economia, que é, sem dúvida, considerada pelas autoridades monetárias mundiais. Além disso, na situação de divergências no ritmo e magnitude da recuperação e na fase de recuperação que são diferentes países e setores, uma vez que um forte e rápido aumento das taxas de juros nos Estados Unidos teria efeitos extremamente negativos sobre outras economias.

O risco de inflação está presente. No entanto, o Fed dos EUA teria previsto isso, começando porque mudou sua estratégia de política monetária para uma maior tolerância a períodos de inflação mais alta acima de sua meta anual de 2%. Além disso, essa entidade, como a dos maiores bancos centrais do mundo, tem se preocupado em enviar mensagens sobre manter as taxas de juros de referência baixas há algum tempo. Certamente as taxas de juros do mercado podem desafiar essa postura, que é fundamental para o monitoramento.

Outro fator que se destaca são as altas valorizações de algumas classes de ativos. No entanto, incluem divergências significativas dependendo das regiões e países em causa e dos diferentes tipos de ações. Esses são os casos de algumas regiões emergentes e ações de estilo value que mostram proporções menos apertadas e ainda ficam atrás das *growth*. Isso vem gerando uma rotação de fluxos para esses mercados, estilos e setores que seriam mais favorecidos pelo ciclo econômico.

No que diz respeito à alocação de ativos e considerando o baixo valor oferecido pela renda fixa, as ações continuam a ser favorecidas sobre os títulos, favorecendo mercados em atraso com avaliações mais frouxas. Além disso, em uma carteira global de investimento multiativos, atualmente é razoável manter alguma posição de proteção contra o risco de inflação/aumento de taxas.

O aumento das expectativas de inflação levanta preocupações entre os investidores sobre um possível aumento nas taxas de juros.

No entanto, as autoridades monetárias e o Fed mostraram o compromisso de manter as taxas de juros baixas

As valorizações se encarecem, mas mostram divergências e oportunidades entre regiões, países, setores e estilos

É favorecido investir em ações versus títulos, com maior exposição a mercados em atraso e com espaço em valorizações

Além disso, como medida de proteção contra o risco de inflação e o aumento da taxa de juros, se toma uma posição em ouro e caixa



## Posicionamento da carteira – maio 2021

TAACO Global	Bench.	Abril	Maio	OW / UW		Cambio	
Ações	50%	60%	60%	OW	10%	0,0%	
Renda Fixa	50%	35%	30%	UW	-20%	-5,0%	-
Caixa		5%	5%	OW	5,0%	0,0%	
Oro			5%	OW	5,0%	5,0%	+
<b>Portfólio Total</b>					<b>0,0%</b>	<b>0</b>	
Europe ex UK	12,5%	12,2%	12,5%	N	0,0%	0,3%	+
Europe Small Cap ex UK	1,5%	0,3%	1,5%	N	0,0%	1,2%	+
UK	2,7%	3,3%	3,3%	OW	0,6%	0,0%	
US Large Cap Growth	14,2%	14,3%	13,2%	UW	-1,0%	-1,1%	-
US Large Cap Value	14,3%	14,4%	15,3%	OW	1,0%	0,9%	+
US Small Caps	4,3%	4,3%	4,3%	N	0,0%	0,0%	
Japan	5,2%	2,5%	2,5%	UW	-2,7%	0,0%	
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>54,7%</b>	<b>51,3%</b>	<b>52,6%</b>	<b>UW</b>	<b>-2,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>+</b>
LatAm	4,3%	8,3%	7,3%	OW	3,0%	-1,0%	-
LatAm Small Cap	0,8%	2,0%	2,0%	OW	1,2%	0,0%	
China	13,4%		12,0%	UW	-1,4%		
EM Asia ex China	14,9%	30,2%	16,0%	OW	1,1%		
EM Asia Small Cap	3,4%	2,6%	3,4%	N	0,0%	0,8%	+
EM Europe and Middle East	8,5%	5,6%	6,7%	UW	-1,8%	1,1%	+
<b>Mercados emergentes</b>	<b>45,3%</b>	<b>48,7%</b>	<b>47,4%</b>	<b>OW</b>	<b>2,1%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-</b>
<b>Total Ações</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>		<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	
US Govt Agencies	10,2%	10,5%	9,0%	UW	-1,2%	-1,5%	-
US TIPS	1,3%	0,0%	3,0%	OW	1,7%	3,0%	+
US Mortgages	7,6%	7,7%	7,6%	N	0,0%	-0,1%	-
US Corps	7,3%	6,3%	6,3%	UW	-1,0%	0,0%	
US High Yield	1,8%	4,6%	4,6%	OW	2,8%	0,0%	
Europe Broad	19,1%	13,0%	13,0%	UW	-6,1%	0,0%	
Europe High Yield	0,7%	2,0%	3,7%	OW	3,0%	1,7%	+
Japan Broad	8,6%	4,1%	4,1%	UW	-4,5%	0,0%	
<b>Dívida desenvolvidos</b>	<b>56,6%</b>	<b>48,2%</b>	<b>51,3%</b>	<b>UW</b>	<b>-5,3%</b>	<b>3,1%</b>	<b>+</b>
EM Sovereign IG	5,6%		5,6%	N	0,0%		
EM Sovereign HY	6,2%	16,7%	6,2%	N	0,0%		
EM Corporate IG	5,0%		5,0%	N	0,0%		
EM Corporate HY	6,7%	16,7%	12,0%	OW	5,3%		
EM Local Markets	19,9%	18,4%	19,9%	N	0,0%	1,5%	+
<b>Dívida emergente</b>	<b>43,4%</b>	<b>51,8%</b>	<b>48,7%</b>	<b>OW</b>	<b>5,3%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-</b>
<b>Total Renda Fixa</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>				

A exposição às ações é mantida em 60%, a renda fixa é reduzida em até 30%. Se conserva 5% em caixa e 5% é alocado ao ouro

Se mantém neutro na Europa ex UK e o OW Reino Unido

Se mantém UW US UW US large cap growth e OW value. Se neutraliza Small Cap

Se mantém UW no Japão

Se mantém OW na América Latina

UW na China, OW na EM Asia ex China

Se reduz UW em EMEA

Se aumenta UW em Treasuries e se toma posição em TIPS

Se mantém UW US Corps e OW dívida High Yield (nos EUA e Europa)

UW títulos europeus e japoneses

Se mantém OW emergente através de uma posição ativa em títulos corporativos high yield

Em maio, a carteira TAACO Global mantém uma sobre ponderação nas ações de 60%, reduziu a exposição à renda fixa deixando-a em 30% e alocou 5% a caixa e 5% para o ouro como proteção contra o risco de elevação da taxa de juros.

Este mês se mantém o neutro nas ações europeias large cap e se leva a OW as small caps. A OW mantém as ações britânicas em busca de maior exposição a setores cíclicos e defasado. Por outro lado, *US Large Cap Value* continua sendo favorecido, em consonância com a rotação de fluxos para ativos que se beneficiarão da retomada econômica e que pareçam mais atraentes. Dentro dos emergentes, continua a ser favorecida uma sobre-exposição à América Latina, que também se beneficiaria da reativação econômica, do aumento dos preços das commodities, do dólar fraco e das expectativas corporativas positivas até 2021. Como a China está um passo à frente e toma medidas para evitar o superaquecimento econômico, uma posição da UW é mantida, favorecendo o resto dos países asiáticos emergentes.



A renda fixa continua a favorecer os produtos de spread, mantendo um OW High Yield (tanto nos EUA, Europa quanto na EM Corporate). Por sua vez, a posição nos Treasuries de tomar uma posição no TIPS é reduzida como proteção contra temores inflacionários e a possibilidade de elevar as taxas de juros.

## Renda Variável

### **Europa ex UK: se mantém neutra em *large e small cap***

O bom momento econômico continua na região e a reativação começa a ganhar força à medida que os planos de vacinação aceleram e as medidas de confinamento são relaxadas. As perspectivas são positivas e a Comissão Europeia aumentou a projeção de crescimento deste ano para 4,3% de 3,8%.

Os estímulos continuam a suportar a recuperação. Nesse sentido, o Banco Central Europeu (BCE) demonstrou um forte compromisso através de um amplo programa de política monetária e compra de ativos que estará em vigor até pelo menos março de 2022. Isso ocorre no contexto da inflação, que, embora acelere nos últimos meses, persiste abaixo da meta anual de 2% (1,6% ao ano em abril).

A aceleração do processo de vacinação Covid-19 levou a melhorias nas perspectivas para o setor de serviços, o que se refletiu em um PMI da indústria que ultrapassou os 50 pts em abril. Por sua vez, o setor manufatureiro continua otimista, com o PMI marcando 62,9 pts., o melhor recorde em pelo menos 5 anos.

Quanto ao setor corporativo, os relatórios surpreenderam durante o primeiro semestre e, neste ano, os lucros devem crescer cerca de 30%, apoiando o preço das ações. Destaca a recuperação que o setor financeiro teve, que está se beneficiando da piora das curvas de juros devido ao avanço da vacinação e ao aumento das expectativas de inflação. A indústria financeira tem tido um desempenho inferior a outros setores europeus e ao mesmo setor nos Estados Unidos. Essa lacuna aumentou ainda mais em 2020; No entanto, até agora este ano e com a recuperação econômica e rotação dos fluxos de investimentos de growth a value, a indústria financeira tem realizado o melhor setor da região. Por sua vez, as valorizações das ações europeias são mantidas em desconto em comparação com pares desenvolvidos (tanto P/U fwd. quanto P/VL).

As ações europeias oferecem maior exposição cíclica do que as ações dos EUA, o que permitiria que a lacuna de desempenho começasse a se fechar nos meses seguintes à medida que a recuperação econômica se consolidasse, de modo que se decide manter uma **manter uma posição neutra nas ações europeias *large cap e small caps***.

### **Reino Unido: se mantém o *overweight* a posição**

O país teve um declínio acentuado nos contágios covid-19. Em 12 de abril, as medidas de saúde foram suavizadas e reabriram atividades não essenciais, como bares, ginásios, entre outras. A reabertura da economia tem sido apoiada por um processo de vacinação bem-sucedido, com 27% da população imunizada. Isso cria expectativas positivas de médio prazo, o que, juntamente com a reabertura gradual da economia, implicaria um retorno rápido ao normal.

O PIB no primeiro trimestre de 2021 se contraiu 1,5% trimestralmente, após confinamento mais rigoroso nos primeiros meses do ano. O nível do PIB ainda está 8% abaixo do nível do quarto trimestre de 2019, mas o sucesso na implementação das vacinas e a recente reabertura econômica levaram o Banco da Inglaterra a corrigir a estimativa de crescimento para este ano, de uma estimativa de 5% em fevereiro para 7,25%, destacando que o nível pré-pandemia do produto poderia ser alcançado até o final do ano. A inflação, por outro lado, manteve-se contida em toda a pandemia e, em março, foi de 0,7% ao ano. O FMI espera que a inflação suba cerca de 1,5% até o final do ano, como em outros países

Com a reabertura econômica iniciada em março, os indicadores de atividade saltaram fortemente. Os PMIs líderes estão atingindo máximas históricas com *peaks* de serviço e fabricação de cerca de 60 pts. O PMI de serviços tem aumentado substancialmente desde fevereiro em resposta ao relaxamento das medidas de confinamento e a reabertura de serviços não essenciais. O consumo também recupera dinamismo e as vendas no varejo de março cresceram 4,9% ao mês e 7,9% em 12 meses.



As autoridades estão comprometidas com a economia. O banco central manteve a taxa de juros de referência em uma mínima histórica de 0,10% e um plano de compra de ativos, o que permitiu que condições financeiras favoráveis fossem mantidas com ampla liquidez. Por outro lado, o Governo aumentou o estímulo fiscal em 65 bilhões em março, elevando o apoio fiscal total para mais de 407 bilhões de libras, representando mais de 50% do PIB.

Em relação ao mercado de ações, os índices acionários britânicos têm alta exposição a setores beneficiados pela retomada econômica, como consumo, finanças, materiais e energia. As ações britânicas estão defasadas há anos em ações europeias e globais, mas em 2020 essa lacuna aumentou ainda mais devido ao Brexit. No entanto, durante 6 meses, a diferença diminuiu e os fundamentos macro e corporativos sugerem que há potencial para as ações britânicas continuarem a se recuperar.

No nível setorial, o principal setor é o consumo básico, que se beneficia da reativação; enquanto o consumo discricionário será apoiado por amplo estímulo fiscal e monetário, uma queda no desemprego e um aumento da poupança das famílias que foram longos no confinamento. É seguido pelo financiador, que está sendo impulsionado pela inclinação da curva de juros. Também são importantes os setores industrial e de materiais, que estão desfrutando de um bom *momentum* devido aos planos de gastos fiscais e infraestrutura global, juntamente com a tendência para o aumento do uso de energias renováveis que impulsionam o preço das *commodities* (principal impulsionadora do setor de materiais).

Para este ano, as projeções de lucro corporativo indicam um crescimento de cerca de 55%, impulsionado principalmente pelos setores industrial, de materiais, de consumo básico e financeiro. Isso se compara favoravelmente com as estimativas equivalentes para o resto da Europa (29% MSCI Europe ex UK).

Por sua vez, a correção ascendente nas estimativas de crescimento dos lucros aliviou a razão P/U fwd de 12 meses, que é negociada abaixo da média de 5 anos em termos absolutos e relativos. Por sua vez, a razão P/VL é negociada acima da média a 5 anos, mas com um desconto de 41% em relação aos pares desenvolvidos.

Além disso, a MSCI UK tem um *dividend yield* atraente em torno de 3,6%, o que é favorável em um contexto de baixas taxas de juros, e que está abaixo da média *dividend yield* de 5 anos de 4,4%. À medida que a recuperação econômica se consolida, as empresas devem pagar dividendos de volta aos níveis pré-pandemia.

Finalmente, em termos de fluxos, os ETFs que investem em ações britânicas receberam fluxos líquidos de 7,2% do patrimônio líquido administrado até agora este ano (AUM) e 13,6% em 12 meses, confirmando o interesse dos investidores.

Pelas razões anteriores, decide-se manter **a sobre-exposição a ações britânicas.**

**Estados Unidos: Se mantém a sobre-exposição a ações estado-unidenses *Large Cap Value* e o *underweight* em *Large Cap Growth*. Se neutraliza *Small Cap*.**

A recuperação econômica continua sendo impulsionada pela eficiência vacinal (35% da população já está imunizada) e por amplo estímulo fiscal e monetário. O Fed anunciou que continuará apoiando a economia pelo tempo necessário e não mudará a política monetária atual (baixas taxas de juros e programa de compra de ativos), pois espera que o aumento da inflação seja transitório e para efeitos baseados em comparação.

Apesar disso, os investidores estão preocupados com o aumento dos preços, o que levou a correções em ações tecnológicas e temáticas (que são mais sensíveis às mudanças nas taxas de juros). A inflação surpreendeu em abril para 4,2% em relação ao ano anterior, enquanto a medida subjacente aumentou para 3% de 1,6% em março, o maior recorde desde 2009.

No que diz respeito à recuperação econômica, consolida-se em conjunto com a confiança. Os principais indicadores permaneceram no campo de expansão e tanto o PMI como ISM foram de cerca de 60 pts. durante abril. Além disso, indicadores de confiança do Conference Board e da U. de Michigan surpreenderam positivamente e novamente tocaram os níveis pré-pandemia atingindo níveis de otimismo. No entanto, o



mercado de trabalho apresentou um revés em abril, com a criação de empregos decepcionando quando 266.000 novos empregos foram alcançados quando quase um milhão era esperado. Com isso, a taxa de desemprego subiu para 6,1% de 6% em março. A razão por trás da criação de menos empregos seria um problema de oferta sem demanda, porque os americanos não estariam procurando trabalho por causa do estímulo fiscal que estão recebendo.

Em relação ao setor corporativo, os relatórios do primeiro trimestre superaram as expectativas de cerca de 90% das empresas que relataram, com os lucros crescendo em média cerca de 40% e o setor financeiro sendo um dos mais surpreendidos para cima. Atualmente, estima-se que os lucros expandam os lucros em cerca de 30% para este ano e 12% para o próximo ano. Por sua vez, as valorizações continuam parecendo caras e tanto a razão P/U fwd. P/VL são mais de dois desvios padrão em suas médias nos últimos 5 anos. Isso não impediu que o apetite pelas ações dos EUA continuasse, e a insanidade líquida do ETF para 1,3% do total de ativos movimentados foi registrada no último mês.

À medida que a rotação para os setores mais cíclicos da economia continua a se aprofundar, as ações mais beneficiadas serão as que elas mostrarão maior defasagem como valor. Além disso, as valorizações parecem mais atraentes nesses setores que também seriam menos prejudicadas ou mesmo beneficiadas de possíveis aumentos nas expectativas de inflação e/ou taxas de juros. Dado o anterior, **se decide manter a sobre-exposição a ações US Large Cap Value, a subexposição em US Large Cap Growth e o neutro em small caps** pela sensibilidade as taxas de juros e valorizações estreitas.

#### **Japão: Se mantém o *underweight* nas ações japonesas**

O mercado japonês continuou a ficar para trás durante abril. O aumento dos casos de Covid-19 nos últimos meses não rendeu o que se somou a um lento avanço no programa de vacinação que afeta as perspectivas econômicas e/ou corporativas. Mais de 40 casos por milhão de habitantes estão sendo notificados v/s os menos de 10 em fevereiro deste ano. Por outro lado, menos de 3% da população recebeu pelo menos uma dose que está longe de países como os Estados Unidos e/ou o Reino Unido, com mais de 40% da população, pelo menos uma dose.

Nesse cenário, o PMI de serviços manteve-se em contração econômica em abril e registrou 49,5 pts. Por sua vez, a maior demanda global suporta a produção e o PMI de manufatura permaneceu no campo de expansão registrando 51 pts. Enquanto isso, indicadores de atividade como vendas no varejo e/ou produção industrial melhoraram ligeiramente em março, com aumentos de 1,2% e 2,2% ao mês, respectivamente.

Em termos de política monetária, o Banco do Japão continua comprometido em alcançar uma inflação de 2% ao ano, embora não tenha sido alcançada nos últimos anos e ainda esteja longe disso (em março era de -0,2% ao ano). Isso permitirá que uma política monetária expansiva seja mantida por um longo período, mesmo além de pares globais, como o Fed ou o Banco Central Europeu.

Em relação ao setor corporativo, os lucros surpreenderam no primeiro trimestre do ano, em linha com o que aconteceu no resto do mundo. Atualmente, estima-se que expanda os lucros em mais de 60% até 2021. Por sua vez, as valorizações ainda parecem caras com a razão P/U fwd. e P/VL sobre suas médias nos últimos 5 anos. Em termos de fluxos, foram registradas entradas marginais nos ETF's no último mês para 0,2% do total de ativos administrados. À medida que as perspectivas econômicas e corporativas continuam a ser afetadas pela expansão da pandemia (e pelo aumento das restrições), bem como um lento avanço no programa de vacinação e avaliação que ainda não parece atraente, **se decide manter a subexposição a ações japonesas**.

#### **Ações Emergentes: Se mantém o *overweight***

A rotação para os ativos mais atrasados continuou a ser consolidada durante abril, e tanto a América Latina quanto a EMEA registraram uma saída em relação à Ásia Emergente que continua a ser afetada pelo fraco desempenho da China nos últimos meses. A moderação na recuperação econômica e os rumores regulatórios permanentes contra as principais empresas tecnológicas do país têm afetado as perspectivas corporativas delas

Na América Latina e na EMEA, começa a haver quedas nos casos covid-19, bem como novos avanços no programa de vacinação. Isso se soma aos aumentos nas *commodities* que continuam a ser impulsionados por planos fiscais em todo o mundo. Neste cenário, se decide **manter o overweight nos mercados emergentes, concentrando-o na América Latina e Asia EM ex China**. Além disso, **se reduz a subexposição as ações da Europa Emergente, Oriente Médio e África**.

### **América Latina: Se mantém o overweight**

O cenário descrito acima do recuo pandemia e do avanço na vacinação, aliado à rotação para ativos em atraso, incluindo a região, foi um avanço de 6,0% no USD no Brasil, liderado principalmente em abril. No entanto, a significativa defasagem dos ativos latino-americanos em relação a todas as outras regiões está longe de acabar, o que, juntamente com aumentos das *commodities* e valorizações atraentes, nos leva a **manter o overweight nas ações latino-americanas**.

Em meados de abril, o Brasil atingiu o peak de contágio coronavírus em sua segunda onda, o que fez com que o sistema de saúde colapsasse na maioria dos estados do país. A melhora na pandemia desde então, aliada à aceleração do processo de vacinação, que atualmente ultrapassa 800 mil doses por dia, em média, com mais de 17 milhões de pessoas imunizadas com as duas doses (8% da população), permite aliviar a pressão sobre o governo de Jair Bolsonaro, que parou de cair nas pesquisas com cerca de 32% de aprovação. No entanto, a recuperação está apenas começando, com os PMI de fabricação e serviço caindo para 52,3 e 42,9 pts, respectivamente, impactados por medidas de confinamento que reduziram a propagação da doença. A economia, por sua vez, tem se mostrado mais resiliente ao impacto esperado do primeiro trimestre por confinamentos, destacando a produção industrial e as vendas no varejo de março. Estes superaram em muito as expectativas, com a primeira caindo 2,4% ao mês (contra -3,0% esperado) e a segunda retrocedendo 0,6% ao mês, longe da queda esperada de 5,4%.

Além disso, como resultado do aumento da inflação que vem sendo mostrado no país, o Banco Central decidiu aumentar a taxa Selic em 75 pbs para 3,50% na reunião de política monetária de maio, como esperado pelo mercado. Na declaração publicada, é claro que outro aumento semelhante provavelmente será empurrado para a próxima reunião de política monetária (15 a 16 de junho), no final do ano perto de 5,5%. Finalmente, as classificações mostram um ponto de entrada atraente, com a razão P/U fwd, abaixo de sua média de 5 anos tanto local quanto em relação à região. Dada a melhora da resiliência às quedas esperadas, a aceleração da vacinação junto com o declínio da pandemia e os preços dos ativos especialmente castigados em relação à região e ao resto do mundo se decide **manter a sobre-exposição nas ações brasileiras**.

No caso do **México**, a pandemia permanece sob controle, segundo dados oficiais, com cerca de 50.000 testes de coronavírus por milhão de habitantes - o menor por ampla margem na região - o que aumenta as suspeitas quanto à validade das informações. No entanto, as medidas de confinamento foram relaxadas, e quase metade dos estados do país estão em fase com menores restrições à mobilidade (verde no semáforo de risco epidemiológico). Isso permitiu que a perspectiva positiva para a recuperação econômica do país fosse mantida, com os principais indicadores de manufatura e não manufatureiro do IMEF em abril permanecendo acima do nível neutro de 50 pts. Além disso, o mercado de trabalho continua sua recuperação, com a taxa de desemprego em março retrocedendo para 3,9% de 4,4% anteriormente, atingindo o menor nível do ano, e recuperando cerca de 88% dos 12 milhões de empregos que deixaram a população economicamente ativa como produto do choque pandêmico. Acelerar a inflação para 6,1% em março é um risco a ser monitorado, mas as expectativas ainda apontam para uma manutenção da taxa de política monetária na próxima reunião do Banxico, devido à natureza transitória do aumento dos preços. Por sua vez, as valorizações permanecem atraentes localmente, com a razão P/U fwd. 12 meses e P/VL abaixo da média dos últimos 5 anos. O cenário benigno da evolução da pandemia, juntamente com a força de recuperação de seu principal parceiro comercial (EUA), e valorizações atraentes a nível local, nos levam a **manter a sobre-exposição nas ações mexicanas**.





No **Chile** as pandemias recuam e as restrições à mobilidade populacional relaxam, em meio a um processo de vacinação que avança com cerca de 40% da população vacinada com as duas doses de vacinas. Por sua vez, os dados econômicos surpreendem positivamente o consenso do mercado, com a atividade econômica crescendo no seu melhor em mais de 2 anos, à medida que progrediu 6,4% ao ano em março, o que, em grande parte, deve-se à baixa base de comparação. A inflação em abril, por outro lado, foi de 3,3% a doze meses, próxima da meta de 3% do Banco Central, indicando que ainda não há uma aceleração preocupante dos preços. Além disso, a terceira retirada planejada de recursos, juntamente com o maior estímulo fiscal orientado pelo governo, forma um contexto otimista em termos de recuperação econômica.

Mesmo no cenário descrito, dias após a eleição que definirá os participantes da convenção que elaborará a nova constituição, a incerteza decorrente da desaprovação cidadã das instituições em geral, que causou quedas consideráveis nos ativos chilenos em abril. Apesar disso, o cenário extremamente negativo embutido nos preços não seria justificado, o que permitiu uma recuperação nos primeiros dias de maio. Por sua vez, o preço do cobre, fundamental para a receita tributária, desfruta de um *momentum* muito positivo, atingindo preços históricos acima de USD 4,7 a libra, com suportes cíclicos e estruturais. Além disso, as valorizações locais aumentam seu apelo na margem, com razões P/VL e P/U fwd. A melhor resposta da economia aos efeitos da quarentena, poderosos estímulos fiscais, monetários e de retiradas previsionais, o preço do cobre em altas e valorizações atraentes, nos levam a **manter a sobre-exposição em ações chilenas**.

Na **Colômbia** complicada situação fiscal do país, que manteve o Investment Grade em risco na dívida soberana, levou o presidente Ivan Duque a pressionar pela reforma tributária - que incluiu um aumento do IVA sobre os ativos na cesta familiar - com o objetivo de estabilizar as contas nacionais. Isso aumentou o descontentamento social que estava relativamente contido até agora, então, após protestos maciços, o governo foi forçado a retirar a iniciativa. Isso, no entanto, não acalmou completamente a violência, com incidentes que deixaram cerca de 30 mortos no país. Começam os esforços para trazer o "diálogo nacional", mas uma grande proposta de reforma, que resolve o problema fiscal, parece improvável. Por outro lado, a pandemia parece ter atingido o peak em termos de contágio, mas a vacinação ainda avança a uma taxa abaixo do ótimo, com cerca de 5% da população imunizada. Os indicadores econômicos em geral mostraram avanços no final do ano passado, mas a re-importação de quarentenas a nível nacional em abril vê as expectativas para os próximos meses baixos. A inflação, por sua vez, surpreendeu o consenso do mercado em abril, avançando 2,0% ao ano em relação aos 1,5% anteriores, impulsionados em grande parte pelo aumento dos preços de alimentos e educação, que ainda permanece dentro das projeções do Banco Central, que espera uma convergência da inflação para 3% até o final deste ano.

Em termos de valorizações, as ações continuam a ser negociadas a nível local, com P/VL e P/U fwd abaixo de sua média a 5 anos. Dado o complexo cenário político, social e econômico do país, juntamente com uma vacinação que ainda não está progredindo em um ritmo suficiente, **se decide manter a sub-ponderação nas ações colombianas**.

No caso do **Peru**, o país parece ter ultrapassado o peak de contágios da segunda onda, embora a taxa de vacinação ainda seja baixa do que o esperado, atingindo 4% da população pelo menos uma dose. Quanto às eleições de domingo, 6 de junho, o candidato radical de esquerda Pedro Castillo lidera as pesquisas com 36% das preferências, contra 30% da candidata Keiko Fujimori. Isso levou a quedas acentuadas nos ativos peruanos, resultado das propostas disruptivas em termos de estabilidade macroeconômica de Castillo, como o impulso para uma nova constituição, o fechamento do Congresso, se necessário, a nacionalização dos recursos naturais, entre outros. Nesse sentido, destaca-se a grande porcentagem de indecisos - próximos a 34% - semelhante ao primeiro turno de 11 de abril. No entanto, o crescimento esperado de 8,5% este ano, de acordo com o FMI, a inflação ainda dentro da meta do Banco Central de 1% a 3%, e a capacidade de aumentar o estímulo fiscal indicam que a economia deve apresentar uma recuperação acentuada nos próximos meses. Por sua vez, as valorizações em nível local permanecem atraentes, ficando abaixo da média dos últimos 5 anos no caso da razão P/U fwd. e P/VL Forças opostas de incerteza política, uma pandemia retrógrada, vacinação decepcionante, valorizações atraentes e uma grande recuperação econômica esperada, decide-se **manter a exposição neutra a ações peruanas**.





No caso da **Argentina** a pandemia parece ter excedido o peak de contágios, embora as mortes tenham continuado a acelerar. O processo de vacinação avança, com cerca de 3,5% da população vacinada com a segunda dose, e mais de 17% apenas com a primeira dose. A aprovação do governo diminuiu, e as lutas internas continuam, com diferenças acentuadas entre o kirchnerismo e o ramo mais moderado da coalizão governista (Frente de Todos), onde uma demissão do ministro da Economia Martin Guzman é cada vez mais provável. Por sua vez, as negociações com o FMI sobre a dívida de US\$ 45 bilhões continuam, onde o governo busca reduzir os juros e adiar os pagamentos da dívida, semelhante aos US\$ 2,4 bilhões devidos ao clube de Paris vencidos em maio. A economia interrompeu sua recuperação em fevereiro, caindo 1,0% ao mês após 9 meses consecutivos de crescimento, produto das medidas de confinamento mais rigorosas. Além disso, a inflação em março foi de 4,8% ao mês, superando as expectativas, correspondendo ao sexto mês consecutivo com crescimento superior a 3% ao mês, chegando a 42% em relação ao ano anterior. Isso, apesar dos rígidos controles de preços, do congelamento tarifário e da pressão para aumentar a produção contra as empresas. O governo reagiu a esse resultado semelhante ao que tem feito até agora, ou seja, com mais controles e mais pressão sobre os privados, indicando que importaria novas medidas como restrições à exportação de carne, aumento da capacidade de monitoramento de preços (compras estatais) e acordos em diferentes setores para melhorar a previsibilidade de preços. As valorizações, por outro lado, permanecem atraentes localmente, com uma razão P/U fwd e P/VL abaixo da sua média de 5 anos. Dado o cenário complexo em termos de recuperação econômica, situação fiscal, desaprovação do governo e inflação muito acima de seus pares, se decide **manter o *underweight* nas ações argentinas.**

#### **China: Se mantém em *UW* a exposição em ações chinesas**

Ao contrário do resto do mundo, a China começa a ajustar a política monetária e fiscal para concentrar esforços em objetivos estratégicos de longo prazo. Apoiadas por uma rápida e robusta recuperação econômica, as autoridades se concentram no controle de riscos financeiros, na condução de políticas antitruste, na interrupção da especulação no mercado imobiliário e no início da mudança na matriz energética. Isso não significa necessariamente que o crescimento econômico passará para um papel secundário, mas cria novos riscos nos próximos meses que aumentam a incerteza e precisam ser monitorados de perto.

Enquanto isso, a velocidade da recuperação econômica começa a mostrar sinais de moderação. O PIB no primeiro trimestre do ano cresceu 0,6% em relação ao trimestre anterior, surpreendendo negativamente o mercado, que estimou expansão de 1,4% e desaceleração de 3,2% no último trimestre de 2020. Pelo lado positivo, sinais de "reequilíbrio" começam a ser vistos na recuperação após as vendas no varejo surpreenderem os investidores e crescerem mais de 34% ao ano em março, cerca de 33,8% dos dois meses anteriores, apesar de terem uma base de comparação maior. Além disso, os PMI permanecem no campo de expansão e os indicadores são de manufatura e serviços abril registrou 51,9 e 56,3 pts, respectivamente.

Quanto ao processo de vacinação, em abril, passou a ser observada maior velocidade atingindo 0,5 doses por 100 habitantes, de 0,3 no final de março. No entanto, ainda fica atrás de países desenvolvidos, como os Estados Unidos e/ou o Reino Unido, acumulando 20 doses por 100 habitantes v/s dos quase 80 registrados pelas nações acima mencionadas. Espera-se que o processo continue acelerando durante o mês e seja um indicador-chave para uma maior consolidação da recuperação econômica nos próximos meses.

Em relação ao setor corporativo, os relatórios surpreenderam como no resto do mundo, mas com menos surpresas em relação ao desenvolvimento e/ou aos pares da região (Taiwan e/ou Coreia). Por sua vez, o crescimento dos lucros começou a moderar as altas valorizações, no entanto, a razão P/U fwd. e P/VL ainda classificam mais de 1,5 desvios padrão em relação à sua média nos últimos 5 anos. Em relação aos fluxos, o maior apetite pelas ações chinesas tem permanecido, em linha com a maior liquidez global e no último mês houve entradas de mais de 2% da AUM. Embora as perspectivas econômicas e corporativas permaneçam positivas para o gigante asiático, a moderação na retomada econômica, assistência e ruídos regulatórios permanente **nos levam a manter a subexposição em ações chinesas.**



## Asia Emergente ex China: Se leva a **OW** a exposição a ações de Asia emergente ex China

A alta demanda por semicondutores continuou a apoiar tanto a economia taiwanesa quanto a coreana, e analistas estimam que o *momentum* da indústria está longe de acabar. Nesse cenário, os lucros corporativos cresceram significativamente no primeiro trimestre, bem como surpreendentes investidores para cima, moderando as altas valorizações observadas. Por sua vez, o Sudeste Asiático se beneficiaria da rotação para os ativos mais castigados pela pandemia e pelo aumento da exposição a setores cíclicos que serão impulsionados pela retomada econômica global e pelos avanços nos programas de vacinação em massa com o anterior, **se decide levar as ações da Asia EM ex China a overweight.**

O novo foco global da pandemia é a Índia. Com mais de 400.000 casos e 4.000 mortes por dia, a pandemia está fora de controle, e analistas relatam que ainda não atingiram o peak (que seria apenas no final de maio). Isso certamente afetará as perspectivas econômicas e corporativas, mas o efeito seria mais afetado do que no ano passado. Isso se reflete nos dados do PMI de abril que permaneceram no campo da expansão econômica com o indicador de manufatura e serviços registrando 55,5 e 54 pts, respectivamente. As perspectivas de uma ampla retomada econômica global nos próximos meses seriam as principais apoiadoras dos indicadores. Além disso, o Banco de Reservas continuou uma política monetária expansiva com programas de compra de ativos de mais de US \$ 13 bilhões, adicionando ao plano fiscal para 18% do PIB anunciado pelo governo no início de fevereiro. Nesse cenário, as expectativas das empresas permanecem positivas e estima-se que os lucros se expandam em mais de 90% até 2021 e 15% até 2022. Por sua vez, as valorizações foram ajustadas com os relatórios corporativos do primeiro trimestre e o motivo P/U fwd. olha em linha com sua média dos últimos 5 anos. Em termos de fluxos, as entradas marginais são registradas nos ETF's no último mês. Embora as perspectivas econômicas tenham sido fortemente afetadas pela expansão da pandemia, isso já teria sido incorporado pelo mercado no último mês, bem como valorizações que ajustam **nos leva a manter a exposição neutra nas ações indianas.**

Por outro lado, na **Coreia do Sul** a atividade econômica atingiu níveis pré-pandemia e o PIB no primeiro trimestre do ano cresceu 1,8% ao ano, com expectativas e superando a atividade no quarto trimestre de 2019. O alto dinamismo do comércio internacional impulsionado pela alta demanda por semicondutores, chips e produtos tecnológicos em geral continua a apoiar a produção local e deve continuar nos próximos meses. O PMI manufatureiro de abril permaneceu no campo da expansão econômica e registrou 54,6 pts. Além disso, a confiança do consumidor foi colocada pelo segundo mês consecutivo em terreno otimista, com 102,2 pts. Nesse cenário, as expectativas de crescimento econômico foram corrigidas para cima e o crescimento do PIB é esperado em 2021 perto de 4%. Por sua vez, o setor corporativo não ficou para trás e os relatórios do primeiro trimestre surpreenderam positivamente e uma expansão de mais de 70% dos lucros até 2021 e mais de 20% até 2022 é estimada atualmente. As melhores perspectivas corporativas e econômicas resultaram em aumentos nos mercados de ações, o que tornou as valorizações mais competitivas com a razão P/U fwd. e P/VL colocando mais de um desvio padrão em sua média nos últimos 5 anos. Isso modera o apetite pelas ações coreanas e, no último mês, há saídas líquidas de ETF de mais de 1% da AUM. Embora as valorizações sejam atendidas, as melhores perspectivas econômicas e corporativas **nos levam a manter a sobre-exposição nas ações coreanas.**

Similar ao caso da Coreia, **Taiwan** viu um aumento significativo em sua economia motivado por um controle pandêmico eficiente e alta demanda externa por semicondutores. No primeiro trimestre do ano, o PIB cresceu 8,2%, bem acima dos 6% previstos e atingindo o maior avanço desde 2010. Espera-se que isso aumente o PIB até 2021 em 6-7%, o que também seria o maior nível desde 2010. Enquanto isso, o PMI de Manufatura de Abril continuou em um campo de ampla expansão econômica e registrou 62,4 pts. Quanto ao setor corporativo, os lucros começaram o ano expandindo-se significativamente e surpreendendo positivamente. Atualmente, espera-se uma expansão de quase 30% até 2021. Por sua vez, as valorizações foram melhoradas e a razão P/U fwd. e P/VL estão localizados mais de 1,5 desvios padrão de sua média histórica. Isso não impediu que o apetite por ações locais continuasse e os ETF líquidos no último mês foram registrados para quase 4% do total de ativos gerenciados. Embora as perspectivas econômicas e corporativas sejam positivas para o resto do ano, os índices de cuidados e os riscos geopolíticos com a China nos levam a permanecer mais cautelosos e **conservar o neutro em ações taiwanesas.**

Finalmente, no **sudeste asiático** (Tailândia, Indonésia, Filipinas, Malásia) a economia continua a se recuperar com menos dinamismo do que seus pares regionais, dado menos controle da pandemia e lento progresso nos programas de vacinação. No entanto, à medida que os programas de vacinação avançam global e localmente, espera-se uma recuperação progressiva dos setores mais cíclicos, o que beneficiaria a região. Nesse cenário, os PMI de manufatura para a Indonésia, Tailândia e Filipinas foram colocados no terreno da expansão econômica em abril, com todos os indicadores aumentando em relação ao mês anterior. Quanto ao setor corporativo, as surpresas têm sido mais moderadas do que no resto dos emergentes, mas também têm sido geralmente positivas. Até 2021, ainda é estimada uma expansão de lucro de quase 60% e 12% para o próximo ano. Por sua vez, as valorizações parecem atraentes com a razão P/U fwd. e P/VL abaixo de suas médias nos últimos 5 anos. Em termos de fluxos, houve menor apetite pelas ações da região, com saídas entre 2 e 4% do total de ativos administrados no último mês. Embora as perspectivas econômicas e corporativas sejam menos otimistas em relação aos pares regionais, a rotação para ativos mais cíclicos e valorizações atraentes nos levam a manter **nos levam a manter uma sobre-exposição nas ações do sudeste asiático.**

### **EMEA: Se reduz o *underweight***

Os aumentos de *commodities* impulsionados por planos fiscais expansivos em todo o mundo melhoram as perspectivas econômicas da região. Além disso, a rotação para os setores mais castigados e/ou cíclicos continuaria nos próximos meses, beneficiando mercados com maior exposição a setores de “*value*”. Apesar disso, a incerteza política e econômica continua na região. À medida que o cenário melhora (embora ainda se observe a alta incerteza), decide-se **reduzir a subexposição as ações de Europa Emergente, Oriente Médio e África.**

Enquanto isso, novos casos diários permaneceram sob controle na África do Sul, não permitindo que mais restrições à mobilidade sejam impostas. No entanto, o processo de vacinação tem feito pouco progresso e atualmente acumula menos de uma dose por 100 habitantes desde que começou a inocular. Apesar disso, o aumento das matérias-primas e as restrições mais baixas aumentam as expectativas sobre a economia sul-africana, refletida pelo PMI de fabricação de abril, que registrou 56,2 pts., permanecendo no campo da expansão econômica. Em termos de setor corporativo, espera-se que os lucros aumentem mais de 80% até 2021 (cerca de 65% no mês anterior) e 16% até o próximo ano. Por sua vez, as valorizações parecem atraentes com a razão P/U fwd. P/VL abaixo da média dos últimos 5 anos. Embora as perspectivas econômicas e corporativas tenham melhorado nas últimas semanas, a alta instabilidade política e macroeconômica do país **nos levam a manter uma exposição neutra a ações sul africanas.**

Por sua parte, **Rússia** também manteve a pandemia sob controle nas últimas semanas. Além disso, tem visto avanços em seu programa de vacinação, com mais de 14 doses por 100 habitantes. Some-se a isso um aumento significativo no preço do petróleo nos últimos meses, o que provavelmente beneficiará uma economia com alta exposição à commodity. Isso se refletiu ainda no PMI composto de abril, que registrou 54 pts., permanecendo no campo da expansão econômica. Com relação ao setor corporativo, espera-se que os lucros se expandam mais de 100% até 2021, impulsionados principalmente pelas altas de petróleo citadas e pela baixa base de comparação do ano passado. Em relação às valorizações, estes parecem caros com a razão P/U fwd. e P/VL em suas médias nos últimos 5 anos, o que modera o apetite pelas ações russas com as saídas da ETF em 0,3% do total de ativos gerenciados. As perspectivas corporativas e econômicas estão melhorando nos próximos meses, mas altas valorizações e fluxos ausentes **nos levam a manter o neutro nas ações russas.**

Por outro lado, na **Turquia**, os rumores políticos e/ou econômicos diminuem depois que o presidente Recep Erdogan demitiu o ex-presidente do Banco Central Naci Agbal. Na última reunião de política monetária, decidiu-se manter a taxa de referência em 19% em linha com as estimativas do mercado, e foi previsto que a taxa não se moveria até que a inflação moderada (atualmente em 17,1% ao ano) que foi recebida com otimismo pelos analistas. Enquanto isso, o PMI de manufatura foi de 50,4 pts, permanecendo em expansão econômica pelos próximos 6-12 meses. Com relação ao setor corporativo, estima-se que os lucros se expandam em quase 40% até 2021 e cerca de 30% até 2022. Enquanto isso, as valorizações parecem atraentes com a razão P/U fwd. e P/VL mais de um desvio padrão abaixo de sua média histórica. Isso aumentou ligeiramente o apetite dos investidores globais e, no último mês, as entradas líquidas são registradas em ETF's em 0,6% da AUM. Embora a situação





econômica, política e de saúde melhora em relação ao mês anterior, a alta instabilidade dos últimos anos nos leva a permanecer cautelosos e continuar com a **subexposição a ações turcas**.

**Se mantém o neutro na exposição as economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria).** O aumento do controle da pandemia e os avanços nos programas de vacinação em massa melhoram as expectativas econômicas da região. No entanto, o severo golpe econômico deixado pela pandemia nos leva a permanecer mais cautelosos.

Por último, na **Arábia Saudita** as perspectivas econômicas permanecem positivas para os próximos meses e o PMI de abril manufatureiro ficou em 55,2 pts., acima dos 53,3 pts do mês anterior e permanecendo no campo da expansão. Além disso, o petróleo continuou com as altas nas últimas semanas, o que apoiará a retomada econômica local. Nesse cenário, os lucros cresceriam mais de 65% em 2021 e mais de 10% até 2022. Isso tem impulsionado o apetite dos investidores globais ao registrar as entradas do ETF para 0,3% do total de ativos gerenciados. As perspectivas econômicas e corporativas estão melhorando para os próximos meses, no entanto, as valorizações que se tornam mais caras (P/U fwd. e P/VL mais de um desvio padrão da média nos últimos 5) anos **nos levam a manter o neutro em ações sauditas**.

## **Renda Fixa**

### ***US Treasuries: underweight em títulos nominais, mas overweight em TIPS***

Os temores inflacionários continuam presentes, levando a pressões ascendentes sobre as taxas de juros. No último relatório de inflação de abril, essa foi de 4,2% ao ano, surpreendendo o aumento aos investidores e se afastando da meta do Fed. Por enquanto, o cenário base do Fed permanece sendo de que o aumento será transitório, no entanto, os ruídos permanecerão a curto prazo à medida que os programas de vacinação em massa progredirem e a economia reviver. Nesse cenário, a exposição a TIPS (deixando-o em *overweight*), em detrimento da exposição em *US Treasuries* nominais.

### ***US Mortgages: neutro***

O último relatório de emprego de abril decepcionou o mercado. A folha de pagamento não agrícola foi de apenas 266mil (contra os quase um milhão previstos pelos analistas) e a taxa de desemprego subiu ligeiramente para 6,1% (contra 5,8% esperados pelo mercado). Isso dá conta de um mercado de trabalho que permanece fraco e ainda tem um longo caminho a percorrer para alcançar níveis pré-pandêmicos. Nesse cenário, se decide manter a exposição neutra em *US Mortgages*.

### ***US Investment Grade: underweight***

Ainda que as perspectivas econômicas continuem a melhorar, com avanços nos programas de vacinação e restrições mais baixas à mobilidade, *spreads* altamente comprimidos e maior duração da subclasse de ativos em comparação com outras opções nos levam a manter a subexposição a *US Investment Grade*.

### ***US High Yield: overweight***

Embora os *spreads* tenham sido comprimidos nos últimos meses em consonância com as outras classes de ativos, um *yield* mais atraente ajustado ao risco, bem como uma duração mais curta nos levam a manter a sobre-exposição em *US High Yield*.

### ***Europe Broad: underweight***

Um *yield* pouco atraente ajustado ao risco, além de uma alta duração da subclasse de ativos, nos levou a manter a subexposição em *Europe Broad*.

### ***Europe High Yield: overweight***

Como no caso dos EUA, a subclasse de ativos tem um *yield* ajustado ao risco atraente em relação a outras alternativas, além de uma duração mais curta. Além disso, trata-se de uma melhora nas perspectivas econômicas da região, dado os avanços nos programas de vacinação e as menores restrições à mobilidade. Nesse cenário, se decide aumentar a sobre-exposição a *Europe High Yield*.





## Japan Broad: *underweight*

Como no caso europeu, a subclasse de ativos tem um *yield* pouco atrativo ajustado ao risco, além de uma alta duração de quase 10 anos. Dado o exposto, se decide manter a subexposição a *Japan Broad*.

## Dívida Emergente: *overweight* em títulos corporativos HY e neutra nas demais subclasses de ativo

Embora os *spreads* tenham sido comprimidos desde o ano passado (em consonância com as outras subclasses de ativos), a dívida corporativa de menor qualidade de crédito tem um *yield* atrativo ajustado ao risco à medida que a economia continua a se recuperar, os planos de vacinação estão avançando, e novos casos diários teriam atingido o *peak* na maioria dos países da América Latina e EMEA. Por outro lado, a alta instabilidade macroeconômica e política das regiões acima mencionadas permanece presente, levando-nos a permanecer mais cautelosos. Nesse cenário, se decide favorecer a **dívida corporativa emergente High Yield, levando-a a *overweight*** e manter uma exposição neutra nas demais subclasse de ativo.

## Exposição a moedas – maio 2021

Moedas	Bench.	Março	Abril	OW/UW	Cambio	
USD	43.8%	46.3%	46.7%	OW	2.9%	0.3%
EUR	16.3%	12.8%	12.8%	UW	-3.6%	
GBP	1.4%	1.7%	2.0%	OW	0.6%	0.3%
JPY	7.4%	2.9%	2.9%	UW	-4.5%	
GEMs	31.1%	36.3%	35.7%	OW	4.6%	-0.7%
	100.0%	100.0%	100.0%			

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma certa exposição cambial, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas.

Em maio, decidiu-se manter o OW em dólar derivado do posicionamento usando-o como *hedge* diante de possíveis cenários de maior volatilidade e/ou aversão ao risco.



## Resultados TAACo Global – abril 2021

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índice	Contribuição de Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	60%	10%	3,6%	1,8%	2,2%	13,6	6,1
Renda Fixa	50%	35%	-15%	0,9%	0,4%	0,3%	20,5	3,6
Caixa	0%	5%	5%	0,0%	0,0%	0,0%	-11,3	
Cobertura						0,0%	0,0	
<b>Portfólio</b>					<b>2,26%</b>	<b>2,58%</b>	<b>22,9</b>	<b>9,7</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								<b>32,6</b>
Europe ex UK	12,2%	12,2%	0,0%	4,1%	0,50%	0,50%	0,0	
Europe Small Cap ex UK	1,3%	0,3%	-1,0%	5,9%	0,08%	0,02%	-2,2	
UK	2,8%	3,3%	0,5%	4,1%	0,11%	0,13%	0,2	
US Large Cap Growth	15,3%	14,3%	-1,0%	7,6%	1,17%	1,09%	-4,0	
US Large Cap Value	13,0%	14,4%	1,4%	3,1%	0,41%	0,45%	-0,7	
US Small Caps	3,4%	4,3%	0,9%	3,7%	0,12%	0,16%	0,0	
Japan	5,6%	2,5%	-3,1%	-1,5%	-0,09%	-0,04%	16,0	
<b>Desenvolvidos</b>	<b>53,6%</b>	<b>51,3%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>4,3%</b>	<b>2,31%</b>	<b>2,32%</b>	<b>9,3</b>	
LatAm	4,3%	8,3%	4,0%	3,2%	0,14%	0,26%	-1,7	
LatAm Small Cap	0,6%	2,0%	1,4%	5,3%	0,03%	0,11%	2,4	
EM Asia	30,2%	30,2%	0,0%	2,3%	0,71%	0,71%	0,0	
EM Asia Small Cap	3,1%	2,6%	-0,5%	5,9%	0,18%	0,15%	-1,1	
EM Europe and Middle East	8,2%	5,6%	-2,6%	3,1%	0,26%	0,17%	1,3	
<b>Emergentes</b>	<b>46,4%</b>	<b>48,7%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,41%</b>	<b>0,8</b>	
<b>Ações</b>					<b>3,62%</b>	<b>3,73%</b>	<b>10,2</b>	
US Govt Agencies	11,0%	10,5%	-0,5%	0,8%	0,08%	0,08%	0,1	
US Mortgages	7,7%	7,7%	0,0%	0,6%	0,04%	0,04%	0,0	
US Corps	7,3%	6,3%	-1,0%	1,1%	0,08%	0,07%	-0,2	
US High Yield	1,6%	4,6%	3,0%	1,1%	0,02%	0,05%	0,6	
Europe Broad	18,6%	13,0%	-5,6%	-0,7%	-0,13%	-0,09%	9,0	
Europe High Yield	0,5%	2,0%	1,5%	0,4%	0,00%	0,01%	-0,7	
Japan Broad	9,2%	4,1%	-5,1%	1,4%	0,13%	0,06%	-2,8	
<b>Dívida Desenvolvidos</b>	<b>55,9%</b>	<b>48,2%</b>	<b>-7,7%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,23%</b>	<b>0,22%</b>	<b>5,9</b>	
EM Sovereign	14,2%	16,7%	2,5%	1,9%	0,27%	0,32%	2,5	
EM Corporate	14,1%	16,7%	2,6%	0,3%	0,04%	0,05%	-1,5	
EM Local Markets	15,8%	18,4%	2,6%	2,2%	0,35%	0,41%	3,5	
<b>Dívida Emergente</b>	<b>44,1%</b>	<b>51,8%</b>	<b>7,7%</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,67%</b>	<b>0,78%</b>	<b>4,5</b>	
<b>Renda fixa</b>					<b>0,89%</b>	<b>1,00%</b>	<b>10,4</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
 Dados ao 30 de abril de 2020

Em abril, a carteira global da TAACo rendeu 2,6%, 33 pbs. sobre o desempenho de *benchmark*. Tanto a alocação de ativos quanto a seletividade agregaram valor à carteira, embora a posição da caixa gerou perdas relativas.

Com relação à carteira acionária, rendeu 3,7%, 10 pbs. melhor do que o desempenho de *benchmark*. A subexposição das ações japonesas e, em menor grau, a sobre-exposição à América Latina foram o que mais gerou valor.

Quanto à carteira de renda fixa, a carteira da TAACo rendeu 1,0%, 10 pbs. sobre o desempenho de *benchmark*. Agregou valor a sobre-exposição a produtos emergentes sobre desenvolvidos, bem como underweight em Europe Broad.



## Desempenho histórico

TAACO Global	Desempenho							Desde início**	Volatilidade 5 anos*
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACO	2,6%	3,2%	3,0%	27,2%	6,5%	7,9%	4,6%	7,4%	9,6%
Benchmark	2,3%	2,3%	2,2%	24,1%	6,1%	7,1%	4,1%	5,7%	8,9%
Out/Under perf. (bps)	33	92	84	310	36	80	50	169	
<b>Ações</b>	<b>3,7%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,0%</b>	<b>46,3%</b>	<b>8,6%</b>	<b>11,0%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,5%</b>	<b>14,3%</b>
Benchmark	3,6%	6,6%	7,2%	45,0%	8,5%	10,9%	5,4%	4,8%	14,2%
Europe ex UK	4,1%	9,3%	7,3%	43,7%	5,8%	7,6%	2,8%	4,1%	16,5%
Europe Small Cap ex UK	5,9%	10,6%	10,5%	66,0%	8,4%	11,5%	6,7%	11,2%	19,8%
UK	4,1%	9,6%	9,3%	27,9%	-3,3%	0,3%	-1,0%	0,4%	16,8%
US Large Cap Growth	7,6%	8,8%	8,1%	53,2%	26,2%	23,0%	16,8%	--	16,3%
US Large Cap Value	3,1%	14,4%	12,6%	33,2%	8,3%	8,5%	7,5%	5,1%	15,0%
US Small Caps	3,7%	12,5%	16,7%	74,0%	15,1%	15,1%	10,9%	11,8%	20,4%
Japan	-1,5%	0,3%	-0,7%	28,3%	3,4%	7,0%	5,0%	2,7%	12,9%
<b>Desenvolvidos [1]</b>	<b>4,5%</b>	<b>10,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>45,3%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,0%</b>	<b>9,9%</b>	<b>8,7%</b>	<b>14,7%</b>
LatAm	3,2%	4,0%	-3,1%	42,2%	-7,4%	0,7%	-6,5%	6,0%	29,0%
LatAm Small Cap	5,3%	8,0%	0,9%	54,7%	-3,2%	4,3%	-6,7%	9,2%	31,1%
EM Asia	2,3%	0,1%	4,3%	47,4%	8,0%	12,9%	4,2%	10,8%	15,9%
EM Asia Small Cap	5,9%	14,9%	15,4%	74,0%	6,9%	9,6%	3,0%	10,5%	18,5%
EM Europe and Middle East	3,1%	8,7%	9,1%	29,6%	0,1%	2,3%	-6,3%	3,6%	18,6%
<b>Emergentes [1]</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>48,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>12,5%</b>	<b>16,4%</b>
<b>Renda fixa</b>	<b>1,0%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>7,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,3%</b>
Benchmark	0,9%	-2,0%	-2,7%	5,8%	3,3%	3,1%	2,3%	5,7%	5,2%
US Govt Agencies	0,8%	-2,6%	-3,5%	-4,3%	4,6%	2,4%	2,9%	5,2%	4,1%
US Mortgages	0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,2%	4,1%	2,5%	2,8%	5,4%	2,1%
US Corps	1,1%	-2,3%	-3,6%	4,5%	6,9%	4,9%	5,0%	7,2%	6,0%
US High Yield	1,1%	1,6%	1,9%	19,7%	7,0%	7,5%	6,4%	9,7%	7,4%
Europe Broad	-0,7%	-2,1%	-2,6%	1,3%	2,4%	1,9%	4,0%	5,5%	3,4%
Europe High Yield	0,4%	2,0%	2,6%	15,7%	4,0%	4,5%	6,3%	9,2%	8,0%
Japan Broad	1,4%	-4,2%	-5,8%	-3,0%	0,4%	-0,5%	-1,4%	2,5%	8,6%
<b>Dívida Desenvolvidos [1]</b>	<b>0,5%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>2,2%</b>					
EM Sovereign	1,9%	-1,7%	-2,9%	14,0%	5,0%	4,7%	5,4%	9,9%	8,6%
EM Corporate	0,3%	-0,6%	-0,8%	12,1%	6,7%	6,1%	5,4%	--	5,9%
EM Local Markets	2,2%	-2,3%	-3,0%	12,8%	1,2%	3,5%	0,3%	--	11,7%
<b>Dívida Emergentes [1]</b>	<b>1,5%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>12,9%</b>					
<b>Caixa</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,3%</b>

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considere índices de elaboração própria



## Valorizações

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2021e	2022e		2021e
<b>DM</b>	<b>21.3x</b>	<b>14.6x</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.3x</b>	<b>2.2x</b>	<b>71%</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	<b>0.3</b>
US	23.8x	15.5x	1.0%	4.8x	2.8x	44%	12%	30%	0.5
Europe	17.8x	12.9x	3.0%	2.2x	1.8x	176%	12%	8%	0.1
Japan	17.5x	15.0x	2.0%	1.6x	1.3x	61%	13%	7%	0.3
<b>EM</b>	<b>15.4x</b>	<b>11.5x</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.2x</b>	<b>1.8x</b>	<b>54%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>	<b>0.3</b>
EM Asia	16.8x	12.1x	2.0%	2.3x	1.8x	40%	16%	11%	0.4
CEEMEA	11.6x	9.4x	5.0%	1.7x	1.6x	87%	12%	12%	0.1
LatAm	12.1x	12.1x	4.0%	2.2x	2.0x	170%	1%	19%	0.1
China	16.3x	11.8x	2.0%	2.4x	2.0x	21%	17%	11%	0.8
S.Korea	13.8x	9.8x	2.0%	1.4x	1.2x	71%	21%	13%	0.2
Taiwan	19.7x	14.3x	3.0%	3.1x	1.9x	28%	8%	18%	0.7
India	21.7x	16.6x	1.0%	3.4x	3.3x	92%	15%	14%	0.2
Indonesia	15.5x	13.9x	3.0%	2.3x	3.4x	28%	20%	15%	0.6
Malaysia	14.3x	14.9x	4.0%	1.7x	2.0x	75%	-8%	11%	0.2
Thailand	19.1x	12.7x	3.0%	1.9x	2.0x	38%	16%	9%	0.5
Philippines	16.3x	16.1x	2.0%	1.7x	2.6x	71%	24%	9%	0.2
S.Africa	11.2x	12.5x	4.0%	2.2x	2.5x	84%	16%	17%	0.1
Russia	8.3x	6.5x	8.0%	1.1x	1.1x	126%	7%	12%	0.1
Turkey	5.6x	8.5x	7.0%	0.9x	1.5x	39%	32%	14%	0.1
S.Arabia	20.0x	14.0x	3.0%	2.6x	2.4x	66%	13%	26%	0.3
UAE	12.0x	11.0x	4.0%	1.2x	1.5x	14%	17%	11%	0.9
Brazil	10.6x	10.9x	5.0%	2.4x	1.8x	173%	-4%	20%	0.1
Mexico	15.3x	15.0x	3.0%	2.3x	2.7x	136%	9%	24%	0.1
Chile	17.5x	15.9x	7.0%	1.6x	2.0x	90%	8%	14%	0.2
Colombia	12.2x	13.7x	3.0%	1.1x	1.6x	180%	36%	15%	0.1
Peru	13.7x	12.5x	2.0%	2.0x	3.1x	723%	25%	19%	0.0
Argentina	40.8x	10.9x	1.0%	1.8x	1.8x	NM	179%	-3%	-

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 28 de abril de 2021

\* PEG: PE ratio/Earnings Growth

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, assinatura ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, apenas são publicadas para um propósito meramente informativo para nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram elaboradas por nossa equipe, com base nas melhores ferramentas disponíveis, porém, isso não garante que elas se cumpram. As informações contidas neste relatório não correspondem a objetivos específicos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer destinatário. Antes de fazer qualquer transação de valores, os investidores devem ser informados sobre as condições da transação, bem como os direitos, riscos e responsabilidades nele implicados, de modo que as empresas de Compass Group e/ou pessoas relacionadas ("Compass Group"), não assumam nenhuma responsabilidade, direta ou indireta, decorrentes do uso das opiniões contidas neste relatório. Qualquer opinião expressa neste material está sujeita a alterações sem aviso prévio de Compass Group, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações nele contidas. Compass Group, suas pessoas relacionadas, executivos ou outros funcionários podem fazer comentários no mercado, orais ou escritos ou transações que reflitam uma opinião diferente daquelas expressas neste relatório.