



Fevereiro 2021

TAACO Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Janeiro	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde inicio * **	
TAACO	-0,2%	11,8%	-0,2%	10,6%	3,8%	9,0%	4,8%	7,1%	9,7%
Benchmark	-0,1%	10,6%	-0,1%	10,8%	3,8%	8,3%	4,4%	5,5%	9,1%
Out/Underperformance (bps)	-8	118	-8	-26	-1	66	44	163	
Ações	0,2%	19,0%	0,2%	18,0%	3,9%	11,5%	5,7%	5,1%	14,5%
Benchmark	0,5%	19,1%	0,5%	17,7%	3,9%	11,4%	5,4%	4,4%	14,4%
Renda Fixa	-0,6%	3,2%	-0,6%	4,1%	3,5%	5,5%	3,4%	6,6%	5,3%
Benchmark	-0,7%	2,5%	-0,7%	3,4%	3,2%	4,9%	3,0%	5,8%	5,2%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	1,5%	1,1%	0,6%	1,7%	0,3%

\*Atualizado \*\* Desde abril 2001

Resultados em 31 de dezembro de 2020

\*Annualizado \*\* Desde 2001

## Índice

Uma pedra no caminho ..... 1

Posicionamento  
TAACO Global ..... 3

Resultados ..... 14

Desempenho ..... 15

Valorizações ..... 16

## Uma pedra no caminho

Os mercados globais registraram alta volatilidade no primeiro mês de 2021, o que - como costuma ser - foi associado à queda dos preços das ações. O índice VIX que a mede terminou o ano passado em torno de 23 pontos e em janeiro atingiu mais de 37. No entanto, foi cedendo até chegar a níveis ainda menores antes do "salto".

Os preços de alguns ativos de risco se recuperaram fortemente desde março do ano passado, superaram os níveis pré-pandemias e chegaram a alcançar as máximas históricas. A isso, no mês passado foram adicionados os seguintes fatores que, em maior ou menor grau, contribuíram para a volatilidade e quedas:

- (i) o *peak* da segunda onda da pandemia covid-19 nos países desenvolvidos;
- (ii) o resultado da eleição presidencial dos EUA que incluiu um segundo turno apertado no estado da Geórgia (que foi vencido pelos dois candidatos democratas), a invasão de manifestantes pró-Trump no Congresso (Capitólio) no dia em que os colégios eleitorais confirmaram os resultados, e uma mudança de comando que Trump não compareceu, e foi o vice-presidente Michael Pence que entregou a administração do país ao novo presidente Joe Biden;
- (iii) incerteza na espera de um novo pacote fiscal nos Estados Unidos que os democratas propõem é de US \$ 1,9 trilhão e os republicanos querem cair para US \$ 700 bilhões;
- (iv) o aumento da taxa de juros sobre o título do Tesouro a 10 anos de 0,92% ao ano no final de 2020 para 1,15% atualmente;
- (v) o início da implantação das vacinas contra o covid-19 nos Estados Unidos, no Reino Unido e na Europa, neste último caso com muitos obstáculos burocráticos e políticos que atrasaram significativamente o programa; e
- (vi) o inédito *short squeeze*<sup>1</sup> das ações da GameStop, produto que os investidores de varejo, através das mídias sociais, "manifestaram" contra grandes investidores, como os fundos de *hedge funds* "defendendo" aquela ação em que ocupavam grandes posições curtas.

Mercados voltaram a registrar alta volatilidade no primeiro mês de 2021

Os preços de alguns ativos se recuperaram fortemente desde março do ano passado, excedendo os níveis pré-pandemias

Daqui para frente, nosso cenário base é que não haveria mudança na tendência dos mercados

<sup>1</sup> Ferramenta dos mercados financeiros pela qual se empresta ações a espera que seu preço caia, e se compromete a devolvê-las em um prazo determinado. Vende-as ao preço atual e quando se cumpre o prazo, compra-as para devolvê-las. Se o preço cai, gera-se um lucro e se sobe uma perda. Os investidores de varejo através das redes sociais fizeram uma campanha de compra das ações da Gamestop que gerou fortes aumentos no preço da ação e com isso grandes perdas para os investidores que mantinham posições curtas na ação.

Daqui para frente, nosso cenário base é que ainda não haveria uma mudança na tendência dos mercados. Janeiro teria sido "uma pedra" ao longo do caminho, como muitas mais que podem surgir, dado o contexto mundial de saúde, social, política e econômica e dos diferentes países.

Há ativos atrasados que parecem acima de castigados, bem como outros que ainda mostram potencial de apreciação

Em primeiro lugar, deve-se considerar que, embora o agregado mostre uma alta muito forte nos preços dos ativos financeiros no último ano, há grandes divergências entre setores, países e estilos de empresas. Há ativos atrasados que sobressaem aos castigados, assim como outros que, apesar das altas, ainda têm potencial para apreciação.

Fundamentos macro e corporativos indicam um momentum positivo, começando pelos Estados Unidos e a China

Os fundamentos macro e corporativos indicam um *momentum* positivo, começando pelos Estados e a China, as duas maiores economias do mundo, que implica efeitos positivos nos mercados emergentes e setores cíclicos. Os principais indicadores de atividade, como os PMIs, indicam que a expansão continuará nos próximos seis a doze meses. Em alguns casos, e por diferentes razões, o ritmo de crescimento está desacelerando, como é o caso da China e da Europa. Em outros, como os Estados Unidos e certas economias emergentes, continua a subir. No nível corporativo, as empresas ainda estão longe de sua capacidade de gerar crescimento de lucros, com folga e potenciais ganhos maiores em decorrência da rápida adoção de novas tecnologias devido à pandemia.

Nesse sentido, as ações continuam a ser favorecidas em relação à renda fixa porque:

- (i) a segunda onda da pandemia começa a ceder e as vacinas covid-19 são gradualmente implantadas no mundo,
- (ii) as correções do mês passado aumentaram ou devolveram atratividade a certos ativos,
- (iii) Os spreads de títulos permanecem muito apertados, em níveis abaixo das médias históricas e as taxas de juros ainda seriam muito baixas, e estes não subiriam bruscamente,
- (iv) perspectivas positivas para a recuperação econômica contínua e dos lucros corporativos, e
- (v) os fluxos continuariam favorecendo os mercados de ações.

A segunda onda da pandemia começa a ceder e as vacinas contra o covid-19 são gradualmente implantadas em todo o mundo

A rotação para países, setores e temas em atraso e outros ativos com bases robustas continuam sendo favorecidos.

Continua sendo favorecida a rotação para países, setores e temáticas atrasadas e outros ativos com bases robustas

Os riscos para este cenário são, em primeiro lugar, que pressões inflacionárias perigosas levem a aumentos rápidos e acentuados das taxas de juros. Embora tenha havido aumentos recentes na inflação implícita e aumentos de preços nos Estados Unidos e mundialmente. Em média, estes são compensados por maior produtividade e aumentos iguais ou maiores nos lucros das empresas, isso não deve representar uma ameaça. É necessário monitorar essas variáveis e avaliar em que magnitude poderiam mudar o cenário.

Em seguida, há os riscos associados à pandemia: a implementação do processo de vacinação e os desafios envolvidos no surgimento de novas variantes do Covid-19. Finalmente, riscos geopolíticos, como os decorrentes da rivalidade China-EUA e eventos informáticos disruptivos em massa.

## Posicionamento da carteira - fevereiro 2021

TAACO Global	Bench.	Janeiro	Fevereiro	OW / UW	Câmbio
Ações	50%	55%	55%	OW	5%
Renda Fixa	50%	45%	45%	UW	-5%
Caixa				N	
<b>Portfólio Total</b>					
Europe ex UK	12,2%	12,2%	12,2%	N	
Europe Small Cap ex UK	1,3%	0,3%	0,3%	UW	-1,0%
UK	2,8%	2,8%	2,8%	N	
US Large Cap Growth	15,3%	14,3%	14,3%	UW	-1,0%
US Large Cap Value	13,0%	14,4%	14,4%	OW	1,4%
US Small Caps	3,4%	4,3%	4,3%	OW	0,9%
Japan	5,6%	2,5%	2,5%	UW	-3,1%
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>53,6%</b>	<b>50,8%</b>	<b>50,8%</b>	<b>UW</b>	<b>-2,8%</b>
LatAm	4,3%	8,3%	8,3%	OW	4,0%
LatAm Small Cap	0,6%	2,0%	2,0%	OW	1,4%
EM Asia	30,2%	30,2%	30,2%	N	
EM Asia Small Cap	3,1%	3,1%	3,1%	N	
EM Europe and Middle East	8,2%	5,6%	5,6%	UW	-2,6%
<b>Mercados emergentes</b>	<b>46,4%</b>	<b>49,2%</b>	<b>49,2%</b>	<b>OW</b>	<b>2,8%</b>
<b>Total Ações</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>		
US Govt Agencies	11,0%	9,0%	9,0%	UW	-2,0%
US Mortgages	7,7%	8,2%	8,2%	OW	0,5%
US Corps	7,3%	7,3%	7,3%	N	
US High Yield	1,6%	4,6%	4,6%	OW	3,0%
Europe Broad	18,6%	13,0%	13,0%	UW	-5,6%
Europe High Yield	0,5%	1,0%	1,0%	OW	0,5%
Japan Broad	9,2%	4,1%	4,1%	UW	-5,1%
<b>Dívida desenvolvidos</b>	<b>55,9%</b>	<b>47,2%</b>	<b>47,2%</b>	<b>UW</b>	<b>-8,7%</b>
EM Sovereign	14,2%	16,7%	16,7%	OW	2,5%
EM Corporate	14,1%	16,7%	16,7%	OW	2,6%
EM Local Markets	15,8%	19,4%	19,4%	OW	3,6%
<b>Deuda emergente</b>	<b>44,1%</b>	<b>52,8%</b>	<b>52,8%</b>	<b>OW</b>	<b>8,7%</b>
<b>Total Renda Fixa</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>		

A exposição das ações é mantida em 55%, financiada por uma UW de renda fixa (45%). Não é alocado caixa

Se mantém neutro no Reino Unido e Europa ex Reino Unido

Se mantém UW US *large cap growth* y OW em US Large Cap Value y US Small Cap

Se mantém UW no Japão

O OW é mantido na América Latina, neutro na Ásia Emergente e na UW em EMEA

A UW é mantida em Treasuries

EUA: Neutral US Corp

UW na *Europe Broad* e Japão

Se mantém OW emergente

Em fevereiro, a carteira TAACO Global mantém a exposição a ações em 55% e o *underweight* na renda fixa em 45%, sem alocação de caixa.

Nenhuma mudança foi feita durante o mês e na renda variável continua favorecendo *US Large Cap Value*, relacionado com a rotação que esperamos desde o mês passado para ativos que se beneficiarão da retomada econômica em 2021 e que parecem mais atraentes. Dentro dos emergentes, continua a ser favorecida uma sobre-exposição à América Latina, que também se beneficiaria da retomada econômica, do aumento dos preços das matérias primas, do dólar fraco e das expectativas corporativas positivas para 2021.



A renda fixa continua favorecendo os produtos de *spread* mantendo um OW em dívida emergente e *US e Europe High Yield*. Por sua vez, se mantém neutra na *US Corp* e na *UW em US Govt Agencies*.

## **Renda Variável**

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

Ao contrário da taxa de vacinação apresentada pelos EUA e especialmente pelo Reino Unido, a Zona do Euro ficou para trás. Com problemas na cadeia de suprimentos que podem ser explicados por diferentes razões, a verdade é que a segunda onda avança e a confiança econômica é recente. Os principais indicadores como o PMI são mantidos em terreno contrativo (46,4 pontos). Outros indicadores de atividade mostram o efeito de novas medidas de confinamento, como a queda de 6% das vendas no varejo, enquanto o setor manufatureiro favorece o dinamismo na Ásia. No agregado, os dados de atividade têm superado às expectativas, mas durante dezembro e janeiro se perdeu o *momentum*. Com as informações disponíveis se evitaria um *double dip*, mas após uma contração de mais de 7% em 2020, a recuperação em 2021 seria de apenas cerca de 4%. Não há mais estímulos monetários previstos por enquanto, ainda mais considerando o pacote de ajuda econômica acordado no final do ano passado.

Outro fator a ser considerado é o cenário político, considerando o ciclo eleitoral deste ano. Após 16 anos no comando, Angela Merkel deixa o comando da Alemanha, com eleições marcadas para setembro, mas as eleições estaduais na primeira parte deste ano poderiam acender luzes. Na Itália, Mario Draghi, se aprovado pelo congresso, assumirá como primeiro-ministro, após a renúncia de Giuseppe Conte.

Embora o cenário econômico não pareça atraente, em termos de desempenho a Zona do Euro mostra uma defasagem considerável em relação aos Estados Unidos e poderia ser favorecida por uma rotação para setores mais cíclicos, que pareciam estar pausados durante janeiro. Por outro lado, no nível dos países e setores há divergências significativas em termos de desempenho.

### **Reino Unido: se mantém neutro**

Dada a exposição cíclica, as ações do Reino Unido ficaram significativamente defasadas de seus pares durante 2020, mas durante a última parte começam a se recuperar graças à rotação em direção ao *value*. No entanto, à medida que a volatilidade de janeiro aumentava, eles foram abandonados novamente. Dada a atratividade das valorizações e o processo de vacinação avançando, espera-se um crescimento significativo dos lucros para o segundo semestre do ano. À medida que a volatilidade diminui e os temores sobre o Brexit são dissipados, este mercado deve começar a fechar a lacuna em relação aos seus *peers*.

Enquanto o processo de vacinação avança para acelerar plenamente e melhorar as expectativas, a descoberta da nova cepa britânica, que seria pelo menos mais contagiosa, levou a novas medidas de confinamento, impactando a recuperação econômica. Após uma recuperação de 16% no terceiro trimestre de 2020, o mercado agora projeta uma nova recessão (*double dip*), com queda de 1,2% no 4T20 e maior no 1T21, de 2,4%, com o desemprego subindo para cerca de 7% até meados do ano (atualmente em 5%).

No momento, nenhum estímulo adicional é contemplado pelo Banco da Inglaterra, embora não esteja descartado que a taxa de compra de ativos aumentará se houver uma deterioração nas condições de crédito. A inflação parece estar contida atualmente em 0,6%, mas o consenso prevê uma aceleração para 1,5% este ano e aproximação da meta (2%) meados de 2022.



## **Estados Unidos: Se mantém a sobre-exposição a ações estado-unidenses *Large Cap Value e Small Cap*. Além disso, continua-se com o *underweight* a *Large Cap Growth*.**

O mês foi marcado pela transição presidencial. Joe Biden assumiu como novo presidente e prometeu um agressivo estímulo fiscal de US\$ 1,9 trilhão que já foi aprovado pelo Senado com o voto direto da vice-presidente Kamala Harris. Isso, juntamente com os avanços nos programas de vacinação, continua aumentando as expectativas de uma recuperação econômica significativa em 2021, ao mesmo tempo em que aumenta os riscos inflacionários no médio prazo.

Após um aumento significativo dos casos na última parte de 2020, a economia dos EUA moderou a recuperação que estava registrando e o PIB do quarto trimestre cresceu 4% trimestral anualizado, depois de crescer 33% no terceiro trimestre. Um menor gasto dos consumidores (2,5% v/s 3,1%) impulsionado por um mercado de trabalho que novamente mostrou sinais de fraqueza explicou a desaceleração.

No entanto, as perspectivas estão melhorando à medida que o programa de vacinação avança com mais de 12% da população com pelo menos sua primeira dose e novos casos diários da covid-19 começando a diminuir. O PMI manufatureiro permaneceu no campo da expansão econômica e registrou 59,2 pts. em janeiro, superando todos os recordes do ano anterior. Por sua vez, o PMI de serviços registrou 58,3 pts., antecipando também uma retomada significativa do setor para o resto do ano.

Por outro lado, o FED realizou reuniões de política monetária e, por unanimidade, decidiu manter as taxas nos níveis atuais. Além disso, o atual programa de compra de ativos permaneceu inalterado. O consenso do mercado espera que a autoridade monetária não faça alterações nas taxas até pelo menos 2022. Por sua vez, o discurso do presidente do FED, Jerome Powell, mencionou que ainda não é hora de fazer ajustes na medida em que a economia dos EUA ainda esteja longe de seu pleno emprego.

Com relação ao mercado, houve uma pausa na rotação que estava sendo observada em relação *US Value* EUA, e as ações relacionadas ao setor de tecnologia (*US Growth*) voltaram a registrar uma *outperformance*. O anterior impulsionado por relatórios corporativos que surpreendem o aumento e a desaceleração (já mencionada) na recuperação econômica. Por sua vez, *US Small Cap* continuou registrando um *outperformance* em relação às ações *large cap*. Como mencionado anteriormente, espera-se que essa pausa seja apenas "uma pedra no caminho" e as ações *value* retomem o crescimento relativo ao setor *growth* à medida que as valorizações se tornarem mais focadas e as perspectivas econômicas melhorarem com os avanços nos programas de vacinação e no novo plano fiscal. Dado o exposto acima, **decide-se manter a sobre-exposição em *US Large Cap Value* e *US Small Cap* e seguir com o *underweight* em *US Large Cap Growth*.**

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

Juntamente com o desempenho das ações globais, as ações japonesas desaceleraram a recuperação sustentada que vinham registrando nos últimos meses de 2020. Os aumentos nos casos de covid-19 impulsionaram novas restrições, que afetaram a recuperação econômica e as perspectivas corporativas. O primeiro-ministro, Suga anunciou um segundo estado de emergência após o aumento dos casos em Tóquio, Osaka, Quioto, entre outros (atingindo mais de 50% da população).

Nesse cenário, a produção e o emprego foram afetados e o PMI manufatureiro de janeiro permaneceu em contração econômica e registrou 49,8 pts. Além disso, a confiança do consumidor também foi atingida e o indicador de janeiro foi de 29,6 pts., abaixo dos 31,8 pts do mês anterior.

Por outro lado, os relatórios corporativos do quarto trimestre de 2020 surpreenderam significativamente o aumento. Atualmente têm relatado mais de 50% das empresas do Topix Index com mais de 68% das empresas com surpresas positivas. Por sua vez, para 2021 os analistas estimam uma expansão das utilidades em torno de 4% o que se situa abaixo das expectativas das empresas globais.

As valorizações parecem caras tanto em termos absolutos como em relação a mercados desenvolvidos, situando-se mais do que um desvio-padrão em relação às suas médias históricas. Em termos de fluxos, registam-se entradas líquidas na ETF's por 1% do total dos ativos no último mês. Valorizações que se encarecem, uma baixa expectativa no crescimento de lucros e uma recuperação econômica que demorará mais do que o inicialmente esperado **nos levam a manter a subexposição a ações japonesas.**

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

Os mercados emergentes continuaram com o melhor desempenho do ano passado e renderam positivo em janeiro. Como no ano anterior, as melhores perspectivas para o setor de tecnologia e o eficiente controle de pandemia reforçaram o apetite mundial pela China, Coreia e Taiwan. Enquanto isso, a rotação que começou a ser observada no final de 2020 para mercados em atraso, como a América Latina, viu uma pausa diante do aumento dos casos covid-19 e maiores restrições que afetam a recuperação econômica da região. No entanto, espera-se que a pausa seja temporária, e que as altas expectativas corporativas, o progresso nos processos de vacinação e o aumento dos preços das matérias primas fortaleçam a América Latina durante 2021. Diante disso, **decidiu-se manter a sobre-exposição nos mercados emergentes, concentrando-se na América Latina.**

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

Após o golpe de janeiro, em fevereiro, a região tem se destacado acima das outras bolsas de valores, que ainda o mantém atrasado não apenas doze meses (-14,8%) mas também YTD (-1,7%). No entanto, a segunda onda de coronavírus parece que haver atingido seu *peak* na maioria dos países, o calendário de vacinação progride, e a força das commodities e estímulos monetários é geralmente mantida, por isso **decide-se manter o overweight nas ações latino-americanas.**

No **Brasil**, os efeitos da segunda onda de contágio avançam, embora destaque a desaceleração em novos casos diários, com o cenário de saúde ainda muito distante do pior minuto do ano passado. Assim, as ocupações críticas são de cerca de 90% nos estados do Norte, o que contrasta com os estados mais populosos do sudeste do país, que não apresentam um colapso na saúde. A popularidade do presidente diminuiu, mas permanece perto de 31%, que é o nível de aprovação do governo pré-pandemia. Em termos de governabilidade, ambos os candidatos apoiados pelo governo foram eleitos nas eleições do presidente da Câmara (Arthur Lira) e do Senado (Rodrigo Pacheco), o que traz otimismo dado declarações conjuntas com o governo Bolsonaro de que o foco será avançar com as reformas fiscais, administrativa e tributária, além de diversas propostas que requerem amplo capital político para aprovação, como a privatização da Eletrobras.

A recuperação econômica está em andamento, com a atividade econômica de novembro mostrando a sétima alta consecutiva de 0,6% ao mês, somando-se às novas correções para cima nas estimativas do FMI, que foram atualizadas a uma contração de 4,5% em 2020 e crescimento de 3,6% em 2021. Embora as transferências de caixa para a população não tenham sido renovadas desde o vencimento no final do ano passado devido à responsabilidade fiscal, a política monetária continua agressiva, com a taxa Selic em baixa de 2,00% após a reunião do Banco Central. Neste ponto, se destacou um tom mais hawkish em relação à taxa de referência, e espera-se que, de acordo com as condições macroeconômicas, comece a "normalização" da taxa Selic perto do terceiro trimestre de 2021. A queda da confiança do consumidor de janeiro para 75,8 pts. dos 78,5 pts anteriores e do PMI de fabricação e serviço para 56,5 pts. e 47 pts. respectivamente são devido a um efeito transitório dadas as complicações da pandemia, mas o otimismo é mantido dado o processo de vacinação (com 1,3% da população já vacinada) e o potencial *peak* de contágios alcançado nas últimas semanas. Por outro lado, algumas das valorizações que pareciam caras há vários meses são aliviadas tanto localmente quanto regionalmente, com

a razão P/U fwd, abaixo de sua média histórica de 5 anos dadas as melhores expectativas de lucros. A razão P/VL ainda é cara em termos históricos. Diante do contexto descrito de uma recuperação consistente, um desenvolvimento da segunda onda da pandemia menos prejudicial do que a anterior, estímulos que permanecem agressivos e a forte defasagem da moeda local, **decide-se manter a sobre-exposição nas ações brasileiras.**

No caso do **México**, enquanto os números oficiais mostram uma ligeira desaceleração nos contágios nos diários, o país lidera a região na aceleração das mortes diárias, e a estratégia do governo não tem sido aplicar quarentenas rigorosas, mas incentivar o processo de vacinação. Nesse sentido, 6 milhões de doses devem chegar em fevereiro e mais 12 milhões em março, provenientes de Covax, Pfizer, AstraZeneca, Sputnik e CanSino, tornando o país um dos mais fornecedores de vacinas até o momento. O presidente AMLO se recupera rapidamente após contrair coronavírus no final de janeiro, e sua popularidade continua acima de 60% em um ano que se destaca pelas eleições legislativas de 6 de junho, onde seu partido, Morena, deverá manter a maioria.

Em termos de dados econômicos, tanto a atividade econômica quanto os dados de vendas no varejo superaram as expectativas marcando avanços mensais de 0,9% e 3,3% em novembro, com o FMI melhorando a projeção do PIB em 2020 e 2021, estimando -8,5% e 4,3% respectivamente. Por sua vez, o mercado de trabalho também acompanha a melhora ao fechar a taxa de desemprego em 3,8% no ano passado, com um aumento de 1 ponto percentual em relação a 2,9% em 2019. Deve-se notar de qualquer forma que a crise do coronavírus fez com que 12 milhões de pessoas deixassem a força de trabalho, das quais cerca de 9,5 milhões foram reintegradas até o momento.

As valorizações não parecem caras, o que pode ser visto ao analisar a razão P/VL que está ligeiramente abaixo da média dos últimos 5 anos, enquanto P/U fwd. 12 meses permanecem próximos a essa média. Como o cenário de saúde parece complexo, mas essa recuperação econômica deve continuar mais forte quando a estratégia de vacinação começar a dar frutos, e as valorizações que não se veem caras, **decide-se manter a posição neutra nas ações mexicanas.**

No **Chile**, a pandemia parece ter atingido o *peak* tanto em termos de contágio quanto de mortes, dadas as medidas de confinamento mais rigorosas que começaram em dezembro, enquanto o calendário vacinal avança firmemente, com 3,17 doses administradas por 100 habitantes, o maior registro da região. A recuperação da economia surpreendeu positivamente nos últimos tempos, com o indicador de atividade econômica de dezembro avançando 3,5% ao mês, atingindo -0,4% a doze meses, bem acima das expectativas (-2,3%). Os dados anuais, mantendo terrenos negativos, também são favoráveis, pois a medida foi fortemente impactada por um efeito transitório sobre a mineração, que deve ser revertido nos próximos meses. Nesta linha, o FMI melhorou recentemente sua projeção para este ano de crescimento de 4,2% para 5,8%, o segundo maior da Latam. No mesmo sentido, a confiança empresarial voltou a expansão com 54,4 pts., onde enfatiza que o componente da situação atual piorou marginalmente, mas as expectativas melhoraram, impulsionadas pelo processo de vacinação. A inflação continuou acelerando em janeiro, crescendo 0,7% ao mês e 3,1% ao ano, ligeiramente acima da meta do Banco Central de 3,0%, afetada pela pressão de retiradas de 10% das AFPs, que ainda mostram um efeito significativo no consumo. No entanto, o Banco Central decidiu manter a taxa de referência em 0,5% e aumentar os programas de facilidades para as instituições bancárias com o objetivo de impulsionar o mercado de créditos.

Por outro lado, as valorizações fornecem sinais mistos, com a relação P/VL em um ponto atraente com quase 20% de desconto em sua média a 5 anos, enquanto a relação P/U fwd. relativo à região se negocia 15% acima dessa média dado o aumento nos lucros esperados para a América Latina. O preço do cobre permanece forte e deve continuar assim, dada a recuperação econômica global e os principais programas de infraestrutura, que, juntamente com o trabalho eficiente sobre vacinação em massa e descontentamento social ainda abaixo dos níveis evidenciados após a explosão social de 2019, nos levam a **manter a sobre-exposição às ações chilenas.**

Na **Colômbia**, seguindo a tendência da região, a pandemia parece ter atingido o peak depois de ser um dos países mais atingidos em termos de contágio nesta segunda onda, dadas as restrições crescentes à mobilidade populacional que foram adotadas. De qualquer forma, ressaltamos que o país ainda está atrás de seus pares em termos de vacinação, com o processo massivo começando apenas em 20 de fevereiro (Pfizer e Sinovac). A atividade econômica em geral apresenta melhora, mas continua sendo muito atingida, com queda de 3,4% ao ano até novembro. Nesse contexto, o FMI atualizou sua estimativa de crescimento para este ano de 4,0% para 4,6% após uma queda de -7,9% em 2020, semelhante ao caso mexicano. A inflação, por outro lado, permanece sem alta, com o último janeiro crescendo 1,6% ao ano em linha com as expectativas, mantendo a taxa de política monetária em uma baixa de 1,75% em todos os tempos com o objetivo de apoiar a recuperação. No entanto, na última reunião do Banco da República, 2 dos 7 conselheiros votaram pelo corte de 25 pbs. mais da taxa, que ainda se vê possível dado o complicado contexto fiscal que mantém o país à beira de perder o *Investment Grade* em sua dívida soberana. No caso do mercado de trabalho, a taxa de desemprego urbano atingiu 15,6% em dezembro, reduzindo a série de melhorias dos meses anteriores. Nesse sentido, como as medidas de quarentena mais rigorosas que ainda não estavam começando em dezembro, espera-se que a desaceleração continue pelo menos no curto prazo.

Em termos de valorizações, as ações negociam, a nível local, atrativas, com a razão P/VL e P/U fwd abaixo de sua média a 5 anos, no entanto, em relação à região, as ações estão na mesma média, perdendo sua atratividade. Dado o contexto de saúde por trás de seus pares, a queda na aprovação das autoridades que complica as reformas necessárias e as valorizações que não parecem mais baratas a nível regional, **decide-se manter a sub-ponderação nas ações colombianas.**

No caso do **Peru**, a segunda onda de contágios começou após seus pares, mas o peak ainda não foi atingido, o que levou o governo a endurecer as medidas de confinamento, como é o caso das duas semanas de quarentena (entre 31 de janeiro e 14 de fevereiro) para 10 regiões do país, incluindo Lima. Deve-se notar que, paralelamente ao aumento das restrições, o processo de vacinação em massa começaria nas primeiras semanas de fevereiro. Em relação ao complexo cenário político, a aprovação cidadã do presidente Francisco Sagasti caiu 10 pontos percentuais entre dezembro e janeiro, de 44% para 34%, o que é muito preocupante, uma vez que há a possibilidade - no momento - de que as condições de saúde não permitam que as eleições sejam realizadas em 14 de abril.

Quanto à economia, a recuperação mantém sua melhora progressiva, embora em uma taxa cada vez mais moderada, com a atividade econômica caindo 2,8% ao ano em novembro, e o FMI, por sua vez, corrigindo o crescimento estimado para este ano, de 7,3% para 9,0%, o maior da Latam. Por outro lado, o estímulo monetário continuou com sua força, com o Banco Central mantendo a taxa de referência na mínima de 0,25% em todos os tempos, juntamente com o fortalecimento das operações de injeção de liquidez, que não mudaria substancialmente a curto prazo, apesar da surpresa inflacionária de janeiro, o que levou as projeções a estimar a inflação de 2,5% para 2021 em vez dos 2,0% anteriores.

Finalmente, as valorizações passaram de ligeiramente caras para ligeiramente baratas, com a razão P/U fwd, e a razão P/VL abaixo de sua média dos últimos 5 anos. Dado o cenário de recuperação econômica interrompido pela segunda onda de contágios, grande incerteza política e valorizações ligeiramente baratas em relação à sua história, **decide-se manter a exposição neutral às ações peruanas.**

No caso da **Argentina**, a pandemia também parece ter atingido o *peak* e começa a desacelerar novamente, com o processo de vacinação já iniciado pela vacina russa Sputnik V, e depois continuará com as doses de Sinovac e AstraZeneca. A recuperação econômica avança, com a atividade econômica publicando sua sétima alta mensal consecutiva em novembro, atingindo uma contração de 3,7% ao ano. Nesse sentido, as estimativas do FMI sugerem que o país contrairia 10,4% em 2020 para crescer cerca de 4,5% este ano, o que é relativamente pior para o resto da região. A confiança do consumidor continua sendo muito atingida e caiu ligeiramente para 38,2 pts. em janeiro, destacando que na distribuição de receitas os dados subiram 2% para os entrevistados de maior





renda e caíram 6,5% para os entrevistados de menor renda, em meio à discussão sobre o novo imposto sobre bens ("Contribuição Extraordinária Solidária das Grandes Fortunas") que já estava aprovado, mas começaria a governar no meio do ano. Em termos de inflação, os dados de dezembro não surpreenderam e o país fechou em 36,1% em 2020, apesar dos controles de preços, congelamento de tarifas e taxa de câmbio artificialmente apreciada. Nesse sentido, o programa de controle de preços ("preços cuidadosos") incluirá 660 produtos este ano, quase o dobro do ano passado. No plano político, a aprovação ao governo do presidente Alberto Fernández em geral continua em queda, com a terceira queda consecutiva em relação à gestão do coronavírus marcando 38%, tendo alcançado 84% na segunda semana de abril.

Em termos de valorizações, as ações parecem ligeiramente baratas, com uma razão e P/VL abaixo de sua média de 5 anos. Neste complexo contexto fiscal, econômico e político do país, porém, **decide-se manter o *underweight* nas ações argentinas** dada principalmente à sua exposição ao setor tecnológico.

### **Ásia Emergente: Se mantém neutra a exposição a ações *Large e Small Cap*.**

No último mês parece que nada mudou na região. China, Coreia e Taiwan continuaram a liderar os retornos e os países retardatários do Sudeste Asiático ou da Índia continuaram com o *underperformance* de 2020. No entanto, as perspectivas para 2021 mudam. Espera-se que os avanços nos programas de vacinação favoreçam as regiões mais afetadas pela pandemia, bem como as expectativas corporativas positivas. Em particular, as expectativas para a Índia se tornam favoráveis depois que a pandemia foi controlada, um poderoso plano de vacinação foi anunciado, a inflação foi monitorada e um estímulo fiscal significativo (18% do PIB) anunciou. Embora as perspectivas econômicas sejam favoráveis para a região, valorizações mais altas **nos levam a manter uma posição neutra nas ações asiáticas**, com maior exposição na Índia e no sudeste da Ásia.

Na **China**, por sua vez, a recuperação econômica continua forte e o país cresceu 2,3% em 2020. A alta demanda por produtos tecnológicos e suprimentos médicos, juntamente com um aumento global da participação de mercado em vários setores por países afetados por sua capacidade produtiva, deu um alto dinamismo ao setor exportador. Isso favoreceu um rápido reavivamento da produção industrial que acabou crescendo quase 3% em 2020. Enquanto isso, o consumo continua a apresentar maior fraqueza e as vendas no varejo cresceram 4,6% ao ano em dezembro, surpreendendo negativamente os analistas que estimavam uma expansão de 5,5%. O aumento da incerteza decorrente da pandemia afetou a confiança dos consumidores ao limitar as pressões inflacionárias. Os preços ao consumidor aumentaram 0,2% ao ano em dezembro, longe da meta de 3%. Apesar disso, uma moderação no estímulo monetário continua sendo aguardada.

Por outro lado, os principais indicadores permanecem no campo da expansão econômica e dos PMI de manufatura e serviços registraram 51,5 e 52 pts, respectivamente. No entanto, ambos desaceleraram em relação aos meses anteriores, sugerindo moderação na recuperação econômica do gigante asiático.

Com relação a bolsa de valores, as ações chinesas continuaram a registrar um *outperformance* em relação aos mercados desenvolvidos e emergentes. Isso apesar do fato de que os lucros corporativos esperados de 12 meses não mostram grandes mudanças no último ano. Essa divergência deveu-se principalmente à melhor posição macroeconômica e corporativa para o país nos próximos anos. No entanto, as valorizações não parecem mais atraentes e em relação a outros mercados emergentes parecem caras. Isso começa a se refletir nos fluxos para os ETF's que registraram saídas no último mês para mais de 1% do total de ativos administrados. Embora mantenhamos uma perspectiva positiva sobre a economia a curto, médio e longo prazo, **decidimos aumentar a subexposição às ações chinesas para favorecer mercados em atraso e/ou beneficiar-se de programas de vacinação em andamento**.

Ao contrário da China, a **Índia** teve grandes problemas para controlar a pandemia e o número de casos ultrapassou 10 milhões. Nos últimos meses, no entanto, houve uma redução contínua de novos casos diários, o que permitiu um afrouxamento das restrições e uma economia que está gradualmente começando a se recuperar. Os PMI de manufatura e serviços desde setembro anteciparam a expansão econômica e voltaram a crescer em janeiro, registrando 57,7 e 52,8 pts, respectivamente. Além disso, o governo surpreendeu a princípios

do mês e anunciou um plano fiscal de US\$ 480 trilhões (18% do PIB). Os gastos se concentrariam em saúde e infraestrutura e impulsionariam o crescimento de mais de 10% do PIB no ano fiscal de 2022 (abril de 2021 a abril de 2022). Além disso, o país destacou um dos programas de vacinação mais ambiciosos dos emergentes e já mantém reservas de 1,6 bilhão de doses.

Por seu lado, a política monetária continuará a dar apoio. Na última reunião, o Banco da Reserva decidiu manter a taxa de referência inalterada, mas assegurou que manterá uma política acomodatória nos próximos meses e continuará a garantir a liquidez no mercado. Enquanto isso, a inflação ficou dentro do intervalo meta (2-6%) em dezembro, após meses em torno de 7% por um aumento no preço dos alimentos. Dadas as boas colheitas do outono, o Banco da Reserva espera que a inflação se mantenha controlada dando-lhe espaço para maiores estímulos nos próximos meses, se necessário.

Em relação ao mercado, as ações indianas ficaram para trás em janeiro, mas registraram aumentos significativos desde o início do mês impulsionados pelo anúncio do referido plano fiscal. Além disso, as valorizações não parecem caras em relação à colocação em EM abaixo de sua média dos últimos 5 anos. Enquanto isso, estima-se que os lucros se expandam em mais de 30% até 2021 e quase 40% até 2022. Com relação aos fluxos, houve um maior apetite por ações indianas e nos últimos 3 meses são registradas entradas líquidas a ETF para mais de 11% do total de ativos movimentados. Uma vez que as expectativas econômicas e corporativas melhoraram substancialmente, **decidiu-se trazer a *overweight* desde *underweight* a exposição às ações indianas.**

Por outro lado, a **Coreia do Sul** registrou um controle eficiente da pandemia desde o início. Isso aliado a um alto dinamismo do setor exportador, permitiu que a economia sul-coreana fechasse em 2020 com uma queda no PIB de apenas 1%, o melhor desempenho entre os países da OCDE. Enquanto isso, as perspectivas para 2021 são positivas e o Banco da Coreia estimou um crescimento do PIB em torno de 3%. Além disso, o PMI manufatureiro permaneceu no campo de expansão econômica e, em janeiro, registrou 53,2 pts. Em relação à política monetária, espera-se que o Banco da Coreia mantenha uma política acomodatória, embora tenha alertado em suas últimas reuniões sobre o alto endividamento das famílias e aumentos acentuados no preço da moradia. Quanto a bolsa de valores, houve aumentos significativos nos últimos meses e o Kospi coreano atingiu máximas históricas. Isso em consonância com lucros corporativos que devem crescer mais de 40% durante o ano. Por sua vez, as valorizações continuam a parecer atraentes em relação aos seus pares emergentes e os fluxos continuaram positivos, registrando entradas líquidas a ETF para mais de 4% do total de ativos no último mês. Como as perspectivas econômicas e corporativas permanecem positivas, **decide-se manter a *sobre-exposição* às ações sul-coreanas.**

Assim como a Coreia, **Taiwan** se favoreceu do controle pandêmico rápido e eficiente, bem como a alta demanda por semicondutores que deram maior dinamismo ao setor exportador. Com isso, a economia taiwanesa fechou 2020 com uma expansão do PIB de 3%, superando a China pela primeira vez em 30 anos. Além disso, se espera que o *momentum* econômico positivo se mantenha este ano e o PMI de manufatura ultrapassou os 60 pts em janeiro. Enquanto isso, a inflação ainda não aparece e em janeiro foi de -0,2% ao ano, surpreendendo os analistas pela baixa. Diante disso, não são esperados ajustes na política monetária nos próximos meses. Com relação a bolsa de valores, as ações taiwanesas continuaram com o bom desempenho de 2020 em janeiro. No entanto, as valorizações parecem caras em termos absolutos e relativos aos seus pares emergentes. Apesar do exposto, o apetite dos investidores globais continua e, no último mês, as entradas líquidas foram registradas nos ETF's para mais de 3% do total de ativos gerenciados. Embora as perspectivas corporativas e econômicas permaneçam positivas, as altas valorizações nos levam a permanecer cautelosos **decidindo manter a *exposição neutra* às ações taiwanesas.**

Por outro lado, o **Sudeste Asiático** continua a ser o defasado da região. Menos controle da pandemia, alta dependência do setor turístico e menos exposição ao setor de tecnologia do que seus pares explicam o pior desempenho econômico e do mercado de ações. No entanto, à medida que os programas de vacinação continuam avançando pelo mundo e o comércio internacional continua se recuperando, espera-se que as perspectivas econômicas e corporativas comecem a melhorar. Isso já começa a se refletir em países como a

Indonésia e/ou nas Filipinas, onde o PMI manufatureiro está em terreno de expansão econômica. Na Malásia, por sua vez, o indicador estava em um terreno de contração após o aumento dos casos nas últimas semanas pressionar por novas restrições, afetando a recuperação econômica no primeiro trimestre do ano. No âmbito corporativo, espera-se que os lucros se expandam em mais de 20% em todos os países da região. Por sua vez, as valorizações parecem atraentes em relação às suas médias históricas. No entanto, isso não se refletiu nos fluxos e as saídas do ETF são registradas para quase 3% do total de ativos administrados no último mês. Como espera-se que a região se beneficie do progresso nos programas de vacinação e de um rodízio para os setores mais castigados pela pandemia, **decidiu-se manter a sobre-exposição às ações do Sudeste Asiático**

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

Assim como a América Latina, espera-se que o aumento das matérias-primas e a retomada econômica global favoreçam as economias da região. No entanto, a alta instabilidade política, macroeconômica, o atraso nos programas de vacinação em massa e as perspectivas corporativas mais moderadas **nos levam a manter a subexposição à Europa Emergente, Oriente Médio e África.**

Após um fim de ano complexo, novos casos diários na **África do Sul** têm sido controlados nas últimas semanas. No entanto, as maiores restrições afetarão a recuperação econômica do país africano. Apesar disso, o PMI manufatureiro permaneceu no campo de expansão econômica em janeiro e foi de 50,9 pts. No âmbito corporativo, corrigiu-se em baixa o crescimento esperado de lucros para 2021 e espera-se que se expandam 14%. Por sua vez, as valorizações parecem atraentes, o que não se refletiu nos fluxos desde que as saídas foram registradas no último mês em mais de 3% do total de ativos administrados. À medida que a perspectiva econômica e corporativa se deteriora, **decide-se levar a *underweight* a exposição em ações sul-africanas desde a neutra que se mantinha.**

Enquanto isso, na **Rússia**, a economia registrou contração do PIB de 3,1% em 2020. Após restrições agressivas no início dos anos, as autoridades optaram por moderá-las no segundo semestre, resultando em uma queda do PIB significativamente menor do que os pares europeus. Além disso, as exportações se recuperaram gradualmente em linha com o aumento do preço do petróleo, que aumentou mais de 40% desde novembro do ano passado. Enquanto isso, o PMI manufatureiro permaneceu no campo da expansão econômica e registrou 50,9 pts. em janeiro. Com relação ao setor corporativo, espera-se que os lucros se expandam em mais de 50% até 2021. As valorizações, por outro lado, parecem caras com a razão P/U fwd. P/VL em suas médias históricas. Quanto aos fluxos, as saídas marginais foram registradas no último mês. Enquanto as perspectivas corporativas estão melhorando até 2021, o aumento do valor e a continuação dos fluxos ausentes **nos levam a deixar em *underweight* a exposição às ações russas desde a neutra que se mantinha.**

Por sua vez, a **Turquia** continuou recuperando-se nos últimos meses. O aumento das taxas para controlar o progresso da inflação e a depreciação cambial entraram em vigor e a credibilidade da economia turca viu um impulso com a mudança de governador. Além disso, a economia começa a apresentar sinais óbvios de melhora, e o PMI manufatureiro de janeiro subiu para 54,4 pts. para 50,8 pts. Além disso, tanto a confiança econômica quanto a de consumo estão começando a aumentar. A nível corporativo, espera-se que os lucros se expandam em torno de 60% até 2021 e quase 40% até 2022. Enquanto isso, as Valorizações parecem atraentes com a razão P/U fwd e P/VL colocando-se abaixo de sua média histórica. Em termos de fluxos, as saídas são registradas no último mês de ETF's para mais de 6% do total de ativos gerenciados. À medida que as perspectivas econômicas e corporativas melhoram, **decide-se reduzir a subexposição às ações turcas.**

**Se leva a *underweight* a exposição nas economias C3 (Polônia, República Tcheca y Hungria).** Dado o aumento de casos e restrições nos últimos meses na Europa, a recuperação econômica levará mais tempo do que o estimado inicialmente, afetando as perspectivas corporativas das economias C3.



Finalmente, na **Arábia Saudita**, as perspectivas econômicas continuam a melhorar em linha com o aumento do preço do petróleo nos últimos meses. O PMI manufatureiro permaneceu no campo de expansão econômica pelo quinto mês consecutivo e em janeiro registrou 57,1 pts. Além disso, a pandemia permanece sob controle e não foram aplicadas restrições rigorosas nos últimos meses. No âmbito corporativo, espera-se que os lucros se expandam em mais de 30% até 2021 e cerca de 15% até 2022. Por sua vez, as valorizações continuam a parecer caras em termos absolutos como relativo a emergentes. Apesar do anterior, os fluxos começaram a melhorar e as entradas líquidas são registradas nos ETF's para quase 2% do total de ativos gerenciados. Embora as perspectivas econômicas e corporativas melhorem, valorizações que se encarecem nos fazem manter cautela e **continuar com uma exposição neutra a ações sauditas.**

## **Renda Fixa**

### ***US Treasuries: underweight***

A curva de rendimento do Tesouro dos EUA continuou a subir, e as taxas subiram de 10 e 30 anos de 0,92% e 1,65% no final de 2020 para 1,18% e mais de 2% hoje, então começamos a falar sobre o risco inflacionário. No entanto, esse risco ainda não deve atingir os mercados a curto prazo com sua pressão ascendente correspondente a alta das taxas, por isso, no momento, **decide-se manter a subexposição nos US Treasuries.**

### ***US Mortgages: overweight***

O mercado de trabalho tem mostrado sinais de uma recuperação mais moderada, com a taxa de desemprego em 6,3% abaixo dos 6,7% esperados em janeiro, no entanto, aponta que a criação de empregos excluindo o setor agrícola decepcionou com 49 mil novos empregos, abaixo do consenso esperado de 105 mil. Dada essa melhoria persistente, mas ainda moderada, **decide-se manter a sobre-exposição às US Mortgages.**

### ***US Investment Grade: neutral***

Os *spreads* permanecem muito apertados abaixo das médias históricas, enquanto em relação a outras subclasses de ativos se evidencia uma combinação de baixo *yield*, alta duração e bom risco de crédito, levando-nos a **manter a posição neutra em US Investment Grade.**

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

A grande diferença em relação ao caso anterior corresponde ao maior *yield* e menor duração, o que gera um atrativo em relação ao *Investment Grade*, dado o melhor acréscimo e proteção contra qualquer aumento nas taxas, de modo que **se mantém a sobre-exposição a US High Yield.**

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

A subclasse de ativos oferece um *yield* negativo (-0,1%), ao contrário dos demais da amostra, enquanto o continente europeu continua a passar por uma situação complicada de saúde e economia, por isso **decide-se manter a subexposição na Europe Broad.**

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

Semelhante ao caso dos EUA, o maior *yield* em relação ao *Investment Grade* acrescentou que os *spreads*, embora permaneçam muito apertados em relação às suas médias históricas, ainda poderiam ser comprimidos um pouco mais, nos **leva a manter a sobre-exposição à Europe High Yield.**

### ***Japan Broad: underweight***

O *yield* ajustado ao risco também está entre os mais baixos da amostra (0,1%), o que, além da maior duração dentro dos ativos analisados com cerca de 9,5 anos, **leva a manter da subexposição ao Japan Broad.**



## Dívida Emergente: *overweight* em títulos soberanos e corporativos denominados em USD e em dívida em moeda local

Embora seja verdade que os mercados emergentes em geral sofrem em contextos de elevação das taxas, o cenário parece muito distante - até agora - de outros que foram vistos no passado como o *taper tantrum* de 2013. Nesse sentido, espera-se que as políticas monetárias acomodáticas sejam mantidas, de modo que a **sobre-exposição em títulos soberanos e corporativos seja mantida**. Por outro lado, a recuperação após o grande castigo do ano passado das moedas emergentes resultaria em um retorno maior, por isso **decidiu-se manter a exposição à dívida em moeda local**.

## Exposição de moedas - Fevereiro 2021

Moedas	Bench.	Janeiro	Fevereiro	OW/UW	Câmbio
USD	43,8%	46,3%	46,3%	OW	2,5%
EUR	16,3%	13,2%	13,2%	UW	-3,1%
GBP	1,4%	1,5%	1,5%	OW	0,1%
JPY	7,4%	3,2%	3,2%	UW	-4,2%
GEMs	31,1%	35,8%	35,8%	OW	4,7%
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>		

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 fevereiro, 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 – Janeiro 2021

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição ao Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Selectividade
Ações	50%	55%	5%	0,5%	0,3%	0,1%	3,1	-17,8
Renda fixa	50%	45%	-5%	-0,7%	-0,4%	-0,3%	3,1	3,6
Caixa	0%	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0	
Cobertura						0,0%	0,0	
<b>Portfólio</b>					<b>-0,10%</b>	<b>-0,18%</b>	<b>6,2</b>	<b>-14,2</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	12,2%	12,2%	0,0%	-1,8%	-0,22%	-0,22%	0,0	
Europe Small Cap ex UK	1,3%	0,3%	-1,0%	-0,1%	0,00%	0,00%	0,6	
UK	2,8%	2,8%	0,0%	-0,3%	-0,01%	-0,01%	0,0	
US Large Cap Growth	15,3%	14,3%	-1,0%	-0,6%	-0,10%	-0,09%	1,1	
US Large Cap Value	13,0%	14,4%	1,4%	-1,6%	-0,21%	-0,23%	-3,0	
US Small Caps	3,4%	4,3%	0,9%	3,7%	0,13%	0,16%	2,9	
Japan	5,6%	2,5%	-3,1%	-1,0%	-0,06%	-0,03%	4,7	
<b>Desenvolvidos</b>	<b>53,6%</b>	<b>50,8%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-0,47%</b>	<b>-0,42%</b>	<b>6,4</b>	
LatAm	4,3%	8,3%	4,0%	-6,8%	-0,29%	-0,56%	-29,3	
LatAm Small Cap	0,6%	2,0%	1,4%	-6,6%	-0,04%	-0,13%	-9,9	
EM Asia	30,2%	30,2%	0,0%	4,2%	1,28%	1,28%	0,0	
EM Asia Small Cap	3,1%	3,1%	0,0%	0,4%	0,01%	0,01%	0,0	
EM Europe and Middle East	8,2%	5,6%	-2,6%	0,4%	0,03%	0,02%	0,4	
<b>Emergentes</b>	<b>46,4%</b>	<b>49,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,99%</b>	<b>0,61%</b>	<b>-38,8</b>	
<b>Equities</b>					<b>0,51%</b>	<b>0,19%</b>	<b>-32,4</b>	
US Govt Agencies	11,0%	9,0%	-2,0%	-1,0%	-0,11%	-0,09%	0,5	
US Mortgages	7,7%	8,2%	0,5%	0,1%	0,01%	0,01%	0,4	
US Corps	7,3%	7,3%	0,0%	-1,3%	-0,09%	-0,09%	0,0	
US High Yield	1,6%	4,6%	3,0%	0,3%	0,01%	0,02%	3,2	
Europe Broad	18,6%	13,0%	-5,6%	-0,5%	-0,08%	-0,06%	-1,5	
Europe High Yield	0,5%	1,0%	0,5%	0,6%	0,00%	0,01%	0,7	
Japan Broad	9,2%	4,1%	-5,1%	-1,6%	-0,15%	-0,07%	4,5	
<b>Dívida Desenvolvidos</b>	<b>55,9%</b>	<b>47,2%</b>	<b>-8,7%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-0,42%</b>	<b>-0,28%</b>	<b>7,6</b>	
EM Sovereign	14,2%	16,7%	2,5%	-1,2%	-0,17%	-0,20%	-1,2	
EM Corporate	14,1%	16,7%	2,6%	-0,2%	-0,03%	-0,03%	1,4	
EM Local Markets	15,8%	19,4%	3,6%	-0,7%	-0,11%	-0,13%	0,2	
<b>Dívida Emergente</b>	<b>44,1%</b>	<b>52,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-0,31%</b>	<b>-0,37%</b>	<b>0,3</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>-0,72%</b>	<b>-0,64%</b>	<b>8,0</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Dados em 31 de dezembro de 2020

Em janeiro, a carteira global da TAACO rendeu -0,2%, 8 pbs. sob desempenho de *benchmark*. Valor agregado de alocação de ativos para o melhor desempenho das ações, enquanto a seletividade subtraiu o valor.

Com relação à carteira acionária, rendeu 0,19%, 32 pbs. sob desempenho de *benchmark*. A sobre-exposição à América Latina foi o que mais diminuiu o valor.

Quanto à carteira de renda fixa, a carteira da TAACO rendeu -0,6%, 8 pbs. desempenho de *benchmark*. Ele aumentou o valor à sobre-exposição em *US High Yield* e o *underweight* em *Japan Broad*.



## Desempenho histórico

TAACO Global	Desempenho							Desde início**	Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACO	-0,2%	11,8%	-0,2%	10,6%	3,8%	9,0%	4,8%	7,1%	9,7%
Benchmark	-0,1%	10,6%	-0,1%	10,8%	3,8%	8,3%	4,4%	5,5%	9,1%
Out/Under perf. (bps)	-8	118	-8	-26	-1	66	44	163	
<b>Acciones</b>	<b>0,2%</b>	<b>19,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>18,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>11,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,1%</b>	<b>14,5%</b>
Benchmark	0,5%	19,1%	0,5%	17,7%	3,9%	11,4%	5,4%	4,4%	14,4%
Europe ex UK	-1,8%	20,0%	-1,8%	9,2%	0,5%	6,9%	2,9%	3,5%	16,6%
Europe Small Cap ex UK	-0,1%	27,7%	-0,1%	23,1%	3,0%	11,4%	6,8%	10,6%	20,0%
UK	-0,3%	22,2%	-0,3%	-10,2%	-7,4%	-0,4%	-1,2%	-0,2%	16,8%
US Large Cap Growth	-0,6%	14,4%	-0,6%	37,1%	20,7%	22,1%	16,4%	--	16,3%
US Large Cap Value	-1,6%	13,7%	-1,6%	-1,2%	0,8%	7,0%	6,7%	4,2%	14,8%
US Small Caps	3,7%	30,1%	3,7%	24,9%	9,6%	14,8%	10,7%	11,0%	20,5%
Japan	-1,0%	15,8%	-1,0%	12,6%	2,0%	8,2%	4,3%	2,7%	13,2%
<b>Desarrollados [1]</b>	<b>-0,8%</b>	<b>16,4%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>15,5%</b>	<b>8,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>8,0%</b>	<b>14,8%</b>
LatAm	-6,8%	26,5%	-6,8%	-17,0%	-10,6%	5,6%	-6,3%	5,8%	30,4%
LatAm Small Cap	-6,6%	25,4%	-6,6%	-21,1%	-7,5%	7,7%	-6,9%	8,7%	31,8%
EM Asia	4,2%	19,7%	4,2%	37,5%	5,5%	14,7%	4,9%	10,8%	16,5%
EM Asia Small Cap	0,4%	20,6%	0,4%	33,9%	0,2%	8,1%	1,8%	9,6%	18,5%
EM Europe and Middle East	0,4%	21,9%	0,4%	-7,8%	-6,3%	4,4%	-5,9%	3,1%	19,4%
<b>Emergentes [1]</b>	<b>1,2%</b>	<b>20,9%</b>	<b>3,1%</b>	<b>27,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>15,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>12,4%</b>	<b>17,3%</b>
<b>Renda fixa</b>	<b>-0,6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,3%</b>
Benchmark	-0,7%	2,5%	-0,7%	3,4%	3,2%	4,9%	3,0%	5,8%	5,2%
US Govt Agencies	-1,0%	-0,8%	-1,0%	4,4%	5,3%	3,1%	3,2%	5,4%	3,9%
US Mortgages	0,1%	0,4%	0,1%	3,2%	4,1%	2,8%	3,0%	5,4%	2,0%
US Corps	-1,3%	1,9%	-1,3%	6,0%	6,9%	6,4%	5,5%	7,3%	5,9%
US High Yield	0,3%	6,3%	0,3%	7,4%	6,1%	9,0%	6,6%	9,6%	7,7%
Europe Broad	-0,5%	0,0%	-0,5%	1,6%	3,5%	2,5%	4,3%	5,6%	3,3%
Europe High Yield	0,6%	5,6%	0,6%	2,0%	3,3%	5,0%	6,4%	9,0%	8,1%
Japan Broad	-1,6%	-0,1%	-1,6%	2,0%	2,0%	3,7%	-0,8%	3,0%	9,8%
<b>Dívida Desenvolvidos [1]</b>	<b>-0,6%</b>	<b>1,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,6%</b>					
EM Sovereign	-1,2%	4,3%	-1,2%	2,8%	4,6%	6,6%	5,9%	10,0%	8,6%
EM Corporate	-0,2%	3,3%	-0,2%	5,4%	6,2%	7,5%	5,8%	--	6,0%
EM Local Markets	-0,7%	7,6%	-0,7%	1,9%	0,9%	6,8%	1,4%	--	12,3%
<b>Dívida Emergentes [1]</b>	<b>-0,7%</b>	<b>5,2%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,9%</b>					
<b>Caixa</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,3%</b>

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboração própria

## Valorizações

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2021e	2022e		2021e
<b>DM</b>	<b>21.0x</b>	<b>14.5x</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.9x</b>	<b>2.1x</b>	<b>21%</b>	<b>17%</b>	<b>13%</b>	<b>1.0</b>
US	23.4x	15.4x	2.0%	4.4x	2.7x	19%	15%	27%	1.2
Europe	17.1x	12.8x	3.0%	1.9x	1.8x	32%	17%	7%	0.5
Japan	18.7x	15.0x	2.0%	1.5x	1.3x	4%	32%	7%	4.7
<b>EM</b>	<b>16.3x</b>	<b>11.4x</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.1x</b>	<b>1.8x</b>	<b>28%</b>	<b>17%</b>	<b>10%</b>	<b>0.6</b>
EM Asia	17.7x	12.0x	2.0%	2.3x	1.8x	19%	18%	10%	0.9
CEEMEA	11.6x	9.4x	4.0%	1.5x	1.6x	33%	16%	10%	0.4
LatAm	13.1x	12.1x	4.0%	2.1x	2.0x	152%	7%	16%	0.1
China	17.2x	11.8x	1.0%	2.4x	2.0x	13%	17%	10%	1.3
S. Korea	14.6x	9.8x	2.0%	1.4x	1.2x	43%	23%	12%	0.3
Taiwan	19.8x	14.2x	3.0%	2.8x	1.9x	18%	12%	17%	1.1
India	23.9x	16.6x	1.0%	3.3x	3.3x	32%	38%	12%	0.7
Indonesia	17.3x	13.8x	3.0%	2.5x	3.4x	27%	21%	15%	0.6
Malaysia	14.3x	14.9x	4.0%	1.7x	2.0x	22%	-2%	11%	0.7
Thailand	19.8x	12.5x	3.0%	1.9x	2.1x	41%	19%	8%	0.5
Philippines	17.9x	16.0x	2.0%	1.8x	2.6x	45%	28%	9%	0.4
S. Africa	10.9x	12.5x	3.0%	2.0x	2.5x	14%	16%	16%	0.8
Russia	8.8x	6.6x	7.0%	1.0x	1.1x	55%	13%	10%	0.2
Turkey	6.8x	8.6x	5.0%	1.0x	1.5x	60%	37%	14%	0.1
S. Arabia	18.5x	13.8x	4.0%	2.1x	2.5x	35%	16%	24%	0.5
Egypt	7.6x	9.8x	4.0%	1.9x	2.6x	12%	17%	20%	0.6
Brazil	12.0x	10.9x	4.0%	2.3x	1.9x	176%	4%	17%	0.1
Mexico	14.7x	15.0x	4.0%	2.0x	2.7x	88%	9%	20%	0.2
Chile	18.1x	15.8x	3.0%	1.4x	2.0x	63%	12%	13%	0.3
Colombia	13.2x	13.7x	3.0%	1.1x	1.7x	121%	36%	30%	0.1
Peru	15.3x	12.4x	2.0%	2.1x	3.1x	270%	21%	17%	0.1
Argentina	53.5x	10.3x	0.0%	1.7x	1.8x	NM	420%	-6%	-

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