



Março 2021

TAACO Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Janeiro	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACO	0,2%	3,9%	0,0%	15,5%	4,9%	9,0%	4,7%	7,2%	9,6%
Benchmark	0,0%	3,3%	-0,1%	15,2%	4,8%	8,3%	4,3%	5,5%	9,0%
Out/Underperformance (bps)	14	61	6	37	9	77	43	164	
Ações	1,5%	7,8%	1,7%	29,1%	6,0%	12,0%	5,6%	5,2%	14,4%
Benchmark	1,7%	8,0%	2,2%	29,1%	6,1%	12,0%	5,4%	4,5%	14,3%
Renda Fixa	-1,5%	-0,9%	-2,1%	2,9%	3,4%	4,9%	3,2%	6,5%	5,3%
Benchmark	-1,6%	-1,3%	-2,3%	1,9%	3,0%	4,3%	2,8%	5,7%	5,2%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	1,5%	1,1%	0,6%	1,7%	0,3%

\*Anualizado \*\* Desde abril 2001

Resultados a partir de 26 de fevereiro de 2021

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Índice

Schadenfreude..... 1

Posicionamento  
TAACO Global..... 3

Resultados ..... 14

Desempenho ..... 15

Valorizações ..... 16

## Schadenfreude<sup>1</sup>

Quando a recuperação dos mercados se consolidou - em meses - do choque pandêmico e houve fortes aumentos nos "vencedores" da covid-19, com grandes divergências com relação aos "perdedores", taxas de juros em baixas e caindo, e nenhum sinal de inflação, surgiram vozes sobre a sustentabilidade dessas tendências e os riscos de tal cenário. O mais perigoso entre aqueles (i)fortes e rápidos aumentos nas taxas de juros e inflação e (ii)bolhas prestes a estourar em algum ativo.

Disso surge o medo que gerou o salto de quase 50 bps. na taxa de juros dos títulos do Tesouro estadunidense a 10 anos no mês passado. À medida que o mundo, especialmente os Estados Unidos, se recupera robustamente e com a perspectiva de permanecer assim pelo resto do ano, as expectativas de inflação estão se reorganizando para níveis ad hoc. O Fed de certa forma teria se antecipado a isso, pois, em agosto passado, fez uma alteração no que diz respeito à fixação do patamar da meta anual de inflação em torno de 2%, mencionando pela primeira vez um intervalo explícito para esse indicador com tolerância para ultrapassá-lo por certa medida.

Apesar disso, considerando que após a crise de 2008 a economia global e os mercados nunca souberam mais sobre a inflação, e que desde então as taxas de juros têm permanecido em mínimas históricas, não é surpresa o "susto" que se instalou nos mercados nos dias de hoje.

A chave é monitorar a magnitude dos aumentos das taxas e aumentos nas expectativas de inflação, e se eles estão sendo dados por razões "certas". Em termos de magnitude, a taxa de referência dos títulos do Tesouro chega a cerca de 2%, na medida em que isso permanece acompanhado de crescimento da qualidade, tanto econômico quanto corporativo, não deve ser alarmante. Segundo o Goldman Sachs, para que as expectativas de inflação se materializem, essa taxa teria que chegar a 3%.

Os aumentos rápidos e acentuados nas taxas de juros de mercado recentes não parecem ser fatores fundamentais, mas sim têm sua origem nos "vigilantes do mercado de títulos" (*bond market vigilantes*), que são investidores em desacordo com as políticas monetárias e as consideram inflacionárias, por isso vendem títulos para empurrar taxas de juros para cima.

Consolidação da recuperação dos mercados nos últimos meses gerou alertas sobre sua sustentabilidade

Aumento na taxa de juros dos títulos do Tesouro de 10 anos impulsionada por aumentos nas expectativas de inflação

A chave é monitorar a magnitude dos aumentos de taxas e se acontecem pelas razões "certas"

<sup>1</sup> Em alemão, substantivo que significa alegria pela desgraça alheia. Schaden: dano. Freude: alegria.



Em relação às bolhas, tem havido uma busca frenética nos mercados em algum ativo, que seja capaz de gerar um risco sistêmico, que até agora não dá frutos. Valorizações históricas e relativas entre taxas de juros versus o universo de crédito expandido e mercados de ações (spreads, endividamento corporativo e familiar) não apontam para níveis de bolhas

Alguns mercados e ativos são classificados como recuperação a *todo vapor*. Mas as autoridades monetárias e os congressistas têm tarefas pendentes, tanto nos Estados Unidos como nos países que estão muito atrasados na recuperação, já que o desemprego nos níveis socioeconômicos mais pobres está em níveis de 20% ou mais. E, nesse contexto, o risco de erros políticos parece mais perigoso. O Fed dos EUA tem um mandato de pleno emprego, mas as grandes diferenças nas taxas de desemprego entre diferentes níveis socioeconômicos devem ser levadas em conta.

O cenário atual favorece as ações em renda fixa porque a elevação das taxas de juros aumentaria gradualmente consistente com o nível de expansão econômica global, amplos estímulos monetários e fiscais estão sendo implementados nos países que são necessários, e as valorizações - embora haja divergências - permitem que se encontre valor em várias classes de ativos.

Além disso, além do ciclo de expansão econômica e o *momentum*, um fator indispensável para considerar as mudanças estruturais que estão acontecendo no mundo resultantes da digitalização e da física cibernética que se aceleraram em consequência da pandemia. Questões de longo prazo no processo de materialização que não se limitam ao setor de tecnologia, também afetam transversalmente setores e países. Há uma importante fonte de ganho de produtividade e crescimento para as empresas que se adaptam à nova realidade e à medida que sua adesão cresce por parte da população mundial.

O risco inflacionário seria reduzido pelas referidas mudanças estruturais, porque a revolução digital e a irrupção da China na economia global estão presentes. É por isso que ainda vemos tempos de inflação baixa e excesso de economia impulsionando o crescimento sem perigo inflacionário por um período. As autoridades estariam cientes de que, além de livrar o mundo da pandemia, deve ajudá-lo a abandonar o fraco crescimento global registrado após a crise de 2008.

Valorizações históricas e relativas entre as taxas de juros v/s mercados de ações não apontam a bolha

Fed tem mandato para pleno emprego, mas grandes diferenças entre os níveis socioeconômicos devem ser levadas em conta

As ações de renda variável são favorecidas porque os aumentos nas taxas de juros seriam graduais, com grandes estímulos monetários em curso

É importante considerar os fatores estruturais que estão ocorrendo como produto da digitalização e dos ganhos de produtividade

O risco inflacionário seria reduzido por tais mudanças estruturais



## Posicionamento da carteira - março de 2021

TAACO Global	Bench.	Fevereiro	Março	OW / UW		Câmbio	
Ações	50%	55%	60%	OW	10%	5,0%	+
Renda Fixa	50%	45%	35%	UW	-15%	-10,0%	-
Caixa			5%	OW	5,0%	5,0%	+
<b>Total Portfólio</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%	6,3%	UW	-1,0%	-1,0%	-
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%	2,0%	OW	1,5%	1,0%	+
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>Dívida 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>				

Se aumenta a exposição das ações a 60%, financiado com um UW renda fixa (35%). Se assigna 5% a caixa.

Se mantém o neutral no Reino Unido e Europa ex UK

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

Se mantém UW no Japão

Se mantém o OW na América latina, neutral na Ásia Emergente e o UW na EMEA

Se mantém o UW em Treasuries

Se leva a UW desde neutral US Corp aumentando Europe High Yield

Se mantém o OW Emergentes

Em março, a carteira TAACO Global aumenta a exposição das ações para 60% de 55%, reduzindo a renda fixa de 45% a 35% e alocando 5% em caixa.

Pelo segundo mês consecutivo, não são feitas alterações nas ações. Se continua favorecendo o *US Large Cap Value*, em consonância com a rotação que esperamos desde o início do ano para ativo que se beneficiarão da reativação econômica em 2021 e que parecem mais atraentes. Entre os emergentes que continuam favorecendo a 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 High Yield, nos EUA e na Europa. Por sua vez, ele leva UW de exposição neutra na *US Corp* e se mantém UW em *US Govt Agencies*.



## Renda Variável

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

As taxas de juros também subiram na Europa, pressionando não apenas as ações *growth*, mas também o Banco Central Europeu (BCE). Embora os dados econômicos estejam superando as expectativas, a recuperação econômica da União Europeia não seria tão robusta quanto nos EUA ou mesmo o Reino Unido, então o BCE estaria considerando acelerar o programa de compra de títulos para manter as taxas de juros baixas e garantir que a recuperação da economia continue seu curso. O consenso do mercado prevê que o PIB se expandiria ligeiramente acima de 4% neste e no próximo ano.

O processo de vacinação contra a covid-19 não progrediu com a velocidade de outras economias desenvolvidas e, portanto, as expectativas de um retorno ao normal em termos de atividade são adiadas. Isso explicaria, em parte, as pobres perspectivas para o setor de serviços, onde o PMI marca 45,7 pontos, que contrai com otimismo no setor manufatureiro, onde o PMI marca 57,9 pontos, respondendo ao aumento da demanda externa, particularmente da Ásia e da América do Norte.

Os relatórios corporativos do 4T20, apesar das quedas, conseguiram superar em 17% o consenso dos analistas, destacando o setor de consumo discricionário e industrial.

Assim como o aumento das taxas de juros é um vento contrário para as ações de crescimento, as ações europeias oferecem maior exposição cíclica do que as ações dos EUA, permitindo que a diferença significativa em termos de desempenho comece a fechar. No entanto, isso ainda não se reflete nos fluxos ou desempenho do ano. Parece, por enquanto, que as perspectivas econômicas ainda não são robustas o suficiente, além do calendário eleitoral e da substituição da liderança, particularmente na Alemanha com a saída de Angela Merkel.

### **Reino Unido: se mantém neutro**

Até agora este ano, a libra tem sido uma das moedas com melhor desempenho, refletindo a melhora nas perspectivas econômicas, que andam lado a lado com um processo encorajador de vacinação contra a covid-19.

Os principais indicadores mostram um cenário auspicioso. Enquanto o PMI de serviços ainda não está em solo expansivo (49,5pts.) o indicador de manufatura marca 55 pontos e o do setor da construção superou as expectativas e atingiu 53,3 pontos em fevereiro, com os preços das moradias crescendo cerca de 7% ano a ano. O mercado de trabalho ainda não apresenta melhora (taxa de desemprego em 5,1%), na verdade, uma vez que o Banco da Inglaterra argumentou que essa é a sua preocupação, não a ameaça da inflação. Conforme as medidas de confinamento começam a relaxar e gradualmente a economia começa a reviver, indicadores de confiança econômica aumentariam.

O consenso do mercado estima que a economia crescerá 4,6% este ano e 5,5% em 2022, números melhores do que os projetados para a União Europeia e competitivos com os esperados para os EUA, particularmente em 2022.

O mercado britânico baseia-se na tese de rotação, por sua alta exposição ao setor financeiro que favorece o aumento das taxas de juros e a inclinação da curva de rendimento, mas também favorece sua exposição a *commodities*, particularmente energia e metais industriais

No que diz respeito ao ano, as ações do Reino Unido têm um desempenho melhor do que seus pares, mas a defasagem que exhibe face aos EUA permanece significativo. À medida que a tese de rotação se consolida, a aumenta a probabilidade dessa lacuna se fechar. Talvez a maior incerteza venha dos custos do Brexit, que neste momento são difíceis de avaliar, mas pelo menos os investidores estariam lhe dando o benefício da dúvida.



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

A discussão sobre estímulo fiscal de US\$ 1,9 trilhão dominou nas últimas semanas. O novo pacote foi aprovado na semana passada no Senado e deverá ser despachado pela Câmara dos Deputados em 14 de março. Enquanto isso, os programas de vacinação em massa estão avançando e os casos de Covid-19 declinam, criando um cenário propício para uma retomada econômica significativa nos próximos meses. Isso aumentou as expectativas de inflação, aumentando os rendimentos dos títulos do tesouro dos EUA e favorecendo a rotação para setores mais cíclicos.

O terceiro pacote de impostos inclui transferências diretas de US\$ 1.400 para pessoas com renda inferior a US\$ 80.000 por ano, superando as transferências de US\$ 600 e US\$ 1.200 feitas em resgates anteriores, atingindo 85% das famílias dos EUA. Além disso, estão previstos US\$ 350 bilhões para governos locais e/ou estaduais, US\$ 170 bilhões para reabertura de escolas, US\$ 14 bilhões para fortalecer o plano de vacinação e outros US\$ 46 bilhões para o sistema de testes covid-19. Por outro lado, o auxílio-desemprego é prorrogado até 6 de setembro (desde 14 de março). Espera-se que o plano consolide a retomada econômica já prevista pelos principais indicadores do PMI em terreno de expansão econômica desde julho do ano passado.

Quanto ao processo de vacinação, continua em ritmo firme e até o momento mais de 90 milhões de doses foram administradas, o equivalente a 25 por 100 habitantes. Isso se soma a uma redução nos novos casos diários de Covid-19 nas últimas semanas, depois de registrar menos de 200 casos por milhão de habitantes nos últimos dias, o que contrasta com mais de 750 no início do ano.

Isso elevou as expectativas de um possível superaquecimento da economia dos EUA, o que levou a aumentos significativos nas expectativas de inflação. No entanto, o presidente da Fed, Jerome Powell, disse que ainda há um longo caminho a percorrer e que ainda está longe das metas de pleno emprego e inflação.

Com relação ao mercado de ações, a rotação para os setores mais cíclicos da economia (US Value) se aprofundou nas últimas semanas à medida que o aumento dos rendimentos dos títulos de Tesouro pressiona as valorizações das empresas de tecnologia (US Growth). Além disso, estímulos fiscais, programas de vacinação e restrições mais baixas impulsionam a retomada econômica. Por sua vez, a *US Small Cap* continuou registrando uma outperformance na medida em que também se beneficiaria da rotação. Espera-se que o melhor desempenho das ações de valor e *small cap* continue se consolidando, por isso **decide manter a sobre-exposição a US Large Cap Value e US Small Cap e manter o *underweight* em US Large Cap Growth.**

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

As ações japonesas fecharam em alta em fevereiro. Os casos de Covid-19 vêm diminuindo e a economia está começando a voltar ao normal, o que traria um reavivamento do consumo e uma melhora nas perspectivas corporativas nos próximos meses. Enquanto isso, a inflação permanece contida e, por enquanto, não são esperados ajustes na política monetária que está sendo pressionada pelo Banco Central.

Nesse cenário, o PMI manufatureiro de fevereiro passou para o terreno de expansão econômica para os próximos 6-12 meses e registrou 51,4 pts., além disso, a produção industrial foi impulsionada pelo aumento da demanda por chips de memória e equipamentos de semicondutores e em janeiro cresceu 4,2% ao mês. No lado negativo, o processo de vacinação está avançando lentamente, o que afeta as perspectivas de um retorno precoce à normalidade total, apesar do sucesso no controle de casos.

Por outro lado, os relatórios corporativos para o quarto trimestre de 2020 surpreenderam significativamente para cima. Cerca de 70% das empresas relataram surpresas positivas e os lucros cresceram mais de 30% em



relação ao trimestre anterior. Enquanto isso, até 2021, analistas estimam uma expansão de lucro em torno de 10%, o que está abaixo das expectativas das empresas globais.

Por sua vez, as valorizações continuam parecendo caras em termos tanto absoluto como relativo a mercados desenvolvidos e se encontram mais de um desvio padrão sobre suas médias históricas. Em termos de fluxos, a receita é acumulada aos ETF's para mais de 1% do total de ativos administrados até agora este ano. Valorizações que se encarecem e uma recuperação econômica que poderia ser afetada por um programa de vacinação lento **nos levam a manter a subexposição a ações japonesas.**

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

Os mercados emergentes registraram uma *underperformance* em relação aos desenvolvido nas últimas semanas, principalmente devido as quedas da China que foram afetados por avisos de possíveis "bolhas" e valorizações que têm encarecidos com as altas dos últimos meses. Enquanto isso, a América Latina voltou a registrar uma *underperformance* em relação aos demais emergentes em fevereiro afetados pela contínua queda da moeda que tem sido atingida pela instabilidade macroeconômica e política do país. No entanto, isso já parece estar incorporado aos preços. Por sua vez, os programas de vacinação estão avançando, a economia global está revivendo, e as matérias-primas apresentam aumentos significativos nos últimos meses. Dado o anterior, se decide **manter uma sobre-exposição nos mercados emergentes concentrando-se na América Latina.**

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

Semelhante ao que aconteceu no ano pandemia, o início de 2021 tem sido difícil para a região, que vê o aumento da punição para outros mercados ao redor do mundo. No entanto, a rotação para ativos de natureza mais cíclica que começou recentemente, o aumento projetado das *commodities*, e a estimativa de forte recuperação econômica devem levar a América Latina a outros mercados, pelo que se decide **manter o *overweight* nas ações latino-americanas.**

No **Brasil**, tanto novos contágios quanto novas mortes por coronavírus aceleram, o que começa a atingir mais os estados populosos do sul do país, com correspondente endurecimento das medidas de confinamento. O caso da Petrobras, no qual o presidente Jair Bolsonaro decidiu retirar do cargo o gerente-geral da empresa devido a diferenças na política de preços dos combustíveis, aumentou a percepção de risco de intervenção política em empresas estatais, atingindo mercados. No entanto, esse evento deveria ter sido resultado de circunstâncias específicas e não de uma mudança estrutural em futuras intervenções, de modo que os ativos brasileiros teriam sido excessivamente punidos.

O ritmo de recuperação econômica traz otimismo, com o PIB fechando em 2020 com contração de -4,1%, o que, embora o pior de toda a série iniciada em 1996, surpreende o último trimestre em alta, superando as previsões (-4,5% segundo o FMI) e todos os outros países da região. Nesta linha, a produção industrial de janeiro subiu pelo nono mês consecutivo e leva a um aumento de 2,0% em relação ao ano anterior, enquanto a confiança dos consumidores para fevereiro aumentou e ficou em 78 pts. após 4 meses de quedas consecutivas, mantendo-se em um nível deprimido em relação à história, mas melhorando na margem. Por outro lado, tanto os PMI de manufatura quanto de serviços pararam de cair em relação aos meses anteriores, marcando 58,4 pts. e 47,1 pts, respectivamente, e levando o PMI composto a cair ligeiramente abaixo do nível neutro (50 pts.) em 49,6 pts., dada a maior contribuição no índice do setor de serviços. Por sua vez, em decorrência da queda dos ativos brasileiros causada principalmente pela depreciação do real, as valorizações aumentam sua atratividade tanto nos níveis locais quanto regional, com a razão P/U fwd. abaixo de suas medias históricas dos 5 anos. A exceção é o P/VL local, que ainda não é atrativo porque está acima de sua média dos últimos 5 anos. Por fim, os fluxos continuam entrando na região, onde o Brasil se destaca com cerca de 2,2% do total de ativos administrados no acumulado do ano. A super-punição do país que tem aumentado no início do ano estaria descontando um cenário extremamente pessimista, que somado as valorizações cada vez mais atraentes, fluxos que continuam entrando e uma economia que se recupera, **nos leva a manter a sobre-exposição nas ações brasileiras.**



No caso do **México**, segunda onda de contágio continua a cair desde o *peak* no início do ano, com o processo de vacinação ainda avançando a uma taxa subótima com 2,7 milhões de pessoas vacinadas até agora, bem abaixo do que foi projetado apesar do grande número de prestadores de vacinas aprovados e contratos assinados, aumentando as dúvidas de que a meta do governo de 80 milhões de pessoas vacinadas pode ser cumprida até junho. Em termos das eleições de 6 de junho, a coalizão política do atual presidente da AMLO, Morena, manteria grandes majorias no Congresso, onde o cenário de assegurar dois terços das cadeiras da câmara baixa detém alguma probabilidade, permitindo que a atual administração traga mudanças profundas envolvendo até mesmo mudanças constitucionais.

Em termos de dados econômicos, o PIB do ano passado terminou com contração de 8,5%, apresentando surpresa positiva no último trimestre, dada a contribuição das atividades secundárias, especialmente a indústria manufatureira e de construção. No entanto, os primeiros dados de 2021 em geral surpreenderam a queda no consenso do mercado, devido ao aumento das restrições à mobilidade adotadas no final de dezembro, como o mercado de trabalho que apresentou deterioração em janeiro, com a taxa de desemprego subindo para 4,7% de 3,8% do registro anterior. Por outro lado, dada a queda da inflação abaixo do limite superior de 4% da meta do Banco Central, a entidade monetária decidiu cortar 25 pbs. a taxa de referência até 4,00%, com o México sendo único país que ainda não atinge a mínima de todos os tempos em sua taxa.

As valorizações parecem atraentes, com a razão P/U fwd. 12 meses e P/VL abaixo da média dos últimos 5 anos. Além disso, os fluxos para o país desaceleraram nas últimas semanas de fevereiro, mas mantêm força até agora este ano, com 1,9% dos ativos administrados acumulados em 2021. O contexto de saúde melhora, mas permanece complexo e o processo de vacinação está se movendo em um ritmo extremamente lento, implicando que a recuperação econômica provavelmente levará um pouco mais do que o previsto. Com isso, ao considerar valorizações e fluxos atraentes entrando no país, decidimos **manter a posição neutra nas ações mexicanas**.

No **Chile**, os casos de contágio diário estão acelerando novamente nos últimos tempos, mas o país se destaca não apenas em nível regional, mas global em termos de processo de vacinação, com cerca de 25% da população vacinada com pelo menos a primeira dose, de modo que a meta do país de alcançar 80% de inoculação até meados do ano parece possível. A economia, por sua vez, acompanha a recuperação, apesar da surpresa negativa anual da atividade econômica (-3,1% versus -1,3% esperada), avançando 1,3% ao mês, mesmo com o aumento das medidas de confinamento decorrentes do aumento dos casos iniciados no final de dezembro, e a diminuição do efeito sobre o consumo de saques de 10% das AFPs, com as vendas no varejo caindo para um aumento de 5,8% em relação ao ano anterior, de 10,4% acima. A percepção da economia por sua vez melhora em fevereiro, com a confiança do consumidor voltando ao nível pré-pandemia com 32 pts., e a confiança empresarial permanecendo em terreno positivo e avançando pelo segundo mês consecutivo para 55,7 pts. Deve-se notar aqui que ambos os indicadores foram mais impactados na divisão das expectativas do que na situação atual, dado o processo de vacinação no país. Quanto à política monetária, o Banco Central tem repetidamente reforçado que muito ainda será necessário para reduzir o estímulo monetário que implementou, levando em conta o apoio que isso tem na recuperação econômica e que a inflação permaneceria contida, o que pode ser visto novamente nos dados de fevereiro, o que, ao contrário do mês anterior, surpreendeu a queda com inflação de 2,8% em 12 meses, caindo novamente sob a meta de 3,0% do Banco Central.

Por outro lado, as valorizações parecem atraentes localmente tanto em P/VL quanto em P/U fwd. 12 meses, que negociam abaixo de sua média histórica de 5 anos. No entanto, a nível regional, o aumento das expectativas de lucro para este ano na América Latina faz com que o mercado acionário local fique acima da média histórica anterior, perdendo seu apelo. O preço do cobre, por sua vez, continua a se mover fortemente globalmente, devido a várias razões estruturais (como a descarbonização global) e cíclicas (como a recuperação econômica após o ano pandemia), o que favoreceria os ativos chilenos. Finalmente, o descontentamento social não voltou a patamares semelhantes aos que aconteceram após a revolta social de 2019, e a convenção que elaborará a nova constituição se destaca pela presença majoritária de candidatos de posições moderadas, o que evitaria mudanças disruptivas na estabilidade macroeconômica do país. Pelo anterior, se decide **manter a sobre-exposição a ações chilenas**.



Na **Colômbia**, as rigorosas medidas de confinamento impostas no início do ano ajudaram a reduzir drasticamente a quantidade de contágio diário. Por sua vez, o processo de vacinação está se movendo lentamente, com cerca de 15.800 doses diárias aplicadas na população, longe dos 100 mil esperados pelo governo. A situação fiscal do país permanece complexa, com o déficit fiscal subindo para 7,8% do PIB em 2020, o que aumentaria para 8,6% este ano. Nesse contexto, e dado o risco de perder o *Investment Grade* em sua dívida soberana, o governo está projetando a reforma tributária para aumentar a renda nacional a longo prazo, mas o baixo capital político, o risco de protestos e a proximidade das próximas eleições de 2022 provavelmente afetarão a forma e o conteúdo do projeto, diminuindo seu alcance. Além disso, semelhante ao dos demais países da região, o PIB em 2020 fechou com contração de 6,8%, pior do que os registros da crise global de 2008 ou da crise econômica e financeira de 1999. Nesse contexto, o quarto trimestre mostrou uma continuação do processo de recuperação da atividade e até surpreendeu positivamente aos analistas, variando -3,6% a doze meses, produto de uma contração menos grave em dezembro. Assim, daqui para frente, dado o choque da reintegração das medidas de confinamento em janeiro, uma moderação na recuperação, pelo menos durante o primeiro trimestre de 2021. Isso pode ser visto, por exemplo, no mercado de trabalho, onde a taxa de desemprego em janeiro quebrou a tendência de queda nos meses anteriores, crescendo para 19,5% em relação aos 15,6% anteriores. Por outro lado, a inflação em fevereiro continuou baixa com 0,6% da alta mensal de e atingindo 1,56% ao ano, o menor valor desde o rastreamento de preços, confirmando a ausência de pressões inflacionárias a curto prazo. Com isso, os dados se mantêm afastados da projeção de 2,5% do Banco da República até 2021, permitindo pelo menos manter os estímulos monetários atuais, como a taxa de referência em 1,75%.

Em termos de valorizações, as ações continuam a ser negociadas a nível local, com P/VL e P/U fwd. abaixo das médias dos últimos 5 anos. Dado o complexo cenário fiscal, o processo de vacinação ainda lento e os golpes de recuperação decorrentes das medidas de confinamento **se decide manter a sub-ponderação nas ações colombianas.**

No caso do **Peru**, a segunda onda de contágio parece estar atingindo o seu peak, que mantém uma situação de saúde complexa, devido às altas taxas de ocupação crítica dos leitos e à ausência de suprimentos médicos necessários para o tratamento dos pacientes (como o oxigênio). A vacinação está progredindo, mas ainda está em uma taxa insuficiente, com 1,15% da população inoculada até o momento. Quanto às eleições presidenciais do próximo 11 de abril, candidatos de esquerda como Yonhy Lescano e Veronica Mendoza avançam nas pesquisas, destacando a grande polarização esperada no processo, que é um risco a ser monitorado, devido ao descontentamento generalizado em relação à classe política do eleitorado. Por sua vez, o PIB em 2020 encerrou com uma contração de 11,1% dada a pandemia, que corresponde ao pior resultado em mais de 30 anos e com a qual são interrompidos 22 anos de crescimento consecutivo. Nesse contexto, dada a inflação controlada em 2,4% em relação a fevereiro, dentro da faixa-alvo entre 1% e 3% do Banco Central, a entidade decidiu em sua reunião de política monetária manter a taxa de referência na mínima anual de 0,25%, indicando que medidas de apoio não convencionais também aumentariam se necessário. Finalmente, as valorizações a nível local permanecem atraentes, encontrando-se ligeiramente abaixo de sua média dos últimos 5 anos no caso da razão P/U fwd. e a razão P/VL. Uma forte recuperação econômica é esperada para 2021, mas no início do ano a segunda onda de contágios por coronavírus e a incerteza política apresentam grandes desafios a serem superados. Por sua vez, as valorizações parecem atraentes, mas muito próximas de sua média histórica, por isso **decide-se manter a exposição neutra às ações peruanas.**

No caso da **Argentina**, a pandemia recua e o processo de vacinação, como na maioria dos países da região, está avançando lentamente devido a vários problemas logísticos, como a chegada de 1,2 milhão de doses da vacina Sputnik V em fevereiro, bem abaixo dos 20 milhões projetados. O presidente Alberto Fernández tem enfrentado dificuldades devido às divisões internas da Frente de Todos e aos protestos da população como produto da extensão das quarentenas, reduzindo seu capital político, em um ano marcado pelas eleições legislativas de 24 de outubro. Por sua vez, as negociações para o pagamento dos US\$ 44 bilhões de dívida com o FMI, onde parece que a estratégia do governo seria tentar adiar qualquer pagamento, usando a maior arrecadação de impostos no início do ano e o aumento das *commodities* a seu favor para a negociação. No âmbito econômico, O PIB





contraíu 10% em 2020, e as perspectivas para a economia pioram na margem, com a confiança do consumidor de fevereiro recuando pelo terceiro mês consecutivo e chegando a 37,8 pts. Mesmo antes do chamado escândalo "vacunagate", no qual demitiram o ex-ministro da Saúde Ginés González pela existência de "VIP vacinado", ou seja, pessoas que receberam suas doses mais cedo devido à sua proximidade com o governo. Destaca ainda o avanço da inflação, que quebrou a tendência de queda dos meses anteriores e subiu 4,0% ao mês em janeiro, atingindo a variação de 38,5% para doze meses, apesar das medidas que o governo tem impulsionado.

As valorizações, por outro lado, parecem atraentes para o nível local, com uma razão e P/VL abaixo de sua média de 5 anos, enquanto, em termos de fluxos, também destaca no nível regional as contribuições para o país com 2,1% do total de ativos administrados até agora este ano. Os principais problemas do país em termos de vacinação, situação fiscal, capital político e ambiente macroeconômico, juntamente com a alta ponderação do índice local para as ações tecnológicas, que são aqueles que sofrem globalmente devido ao aumento das taxas de juros, nos levam a aumentar o **underweight em ações argentinas**.

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

Ao contrário de 2020 e janeiro, a China registrou quedas no último mês. O principal regulador bancário do país alertou para possíveis bolhas nos mercados financeiros e observou que uma correção viria "cedo ou tarde". Isso se somava a altas valorizações e maior apetite dos investidores de mercado com maior exposição cíclica. Por sua vez, a alta demanda por semicondutores globalmente continuou a apoiar Taiwan e Coreia, o que deu positivo para o mês. Enquanto isso, a Índia viu um impulso nas últimas semanas depois de controlar a pandemia e o anúncio de grandes estímulos fiscais. Por outro lado, espera-se que o Sudeste Asiático se beneficie da retomada global por meio do aumento da exposição a ações cíclicas e da alta importância do setor turístico na economia local. Diante do exposto acima, se **decide manter uma exposição neutra a ações asiáticas, concentrando a exposição no sudeste asiático e Índia**.

Nos últimos meses, a velocidade de recuperação observada na economia da **China** tem sido moderada. Os PMI acima de 55 pts. em meados do ano passado permanecem no campo da expansão econômica, mas em fevereiro eles estavam localizados ligeiramente acima de 50 pts. Ao mesmo tempo, as autoridades continuam mostrando sinais de uma normalização (gradual) em estímulos e uma meta de crescimento de apenas 6% foi estabelecida até 2021 (significativamente menor do que as estimativas de mais de 8% dos analistas privados). Além disso, o principal regulador bancário do país alertou para possíveis bolhas nos mercados financeiros e, ao mesmo tempo, garantiu que a correção virá "mais cedo ou mais tarde".

No entanto, a situação macroeconômica do país continua forte. Ao contrário do resto do mundo, o impulso fiscal na China não veio de um aumento exorbitante nos gastos fiscais, mas de uma redução da receita do governo através de impostos menores, baixos custos de crédito etc. Neste cenário, é improvável que o apetite pelas ações chinesas seja significativamente prejudicado nas próximas semanas.

Por sua vez, as expectativas das empresas permanecem positivas com lucros que se expandiriam em mais de 14% em 2021 e 15% até o próximo ano. Em termos de valorizações, estas parecem caras com o P/U fwd. P/VL colocando quase 3 desvios padrão em sua média dos últimos 5 anos. O anterior não impactou os fluxos e entradas líquidas de ETF's são registrados para mais de 6% do total de ativos gerenciados. À medida que a velocidade de reavivamento econômico é moderada e as valorizações se tornam mais caras, dadas as significativas altas dos últimos meses, **decidiu-se manter a subexposição às ações chinesas**.

Por outro lado, a Índia viu uma reviravolta nos últimos meses e registrou um reavivamento econômico significativo em consonância com o declínio dos casos e restrições. Nesse cenário, tanto as PMI de manufatura quanto de serviço estão localizadas acima de 55 pts. e preveem expansão econômica para os próximos 6-12 meses. Além disso, o governo comprometeu gastos fiscais significativos para impulsionar a indústria nacional. Quanto à política monetária, ainda há espaço para mais estímulos com a inflação dentro da faixa-alvo e que



permaneceriam sob controle nos próximos meses. Com relação ao mercado, espera-se que os lucros se expandam em mais de 35% em 2021 e 2022.

Por sua vez, a **Índia** continua a controlar a pandemia, que não permitiu que novas restrições significativas fossem aplicadas e a recuperação econômica continua a se consolidar. Neste cenário os PMI tanto de manufatura como de serviços desde setembro anteciparam a expansão econômica e, em fevereiro, registraram 57,5 e 55,3 pts, respectivamente. Além disso, o governo anunciou um plano fiscal de US\$ 480 trilhões (18% do PIB) no início de fevereiro. 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 iniciou seu programa de vacinação e espera-se que, dada uma maior proporção da população jovem, ele possa voltar ao normal antes de seus pares emergentes.

Assim como o plano fiscal, a política monetária continuará apoiando. Na última reunião, o Banco da Reserva decidiu manter a taxa de referência inalterada, mas garantiu que manterá uma política acomodatória nos próximos meses e continuará garantindo liquidez no mercado. Enquanto isso, a inflação permanece dentro da faixa-alvo (2-6%) e em janeiro foi de 4,1%.

Em relação ao mercado, as ações indianas registraram um *outperformance* em fevereiro, impulsionado pelo anúncio do referido plano tributário e melhorias nas perspectivas econômicas e corporativas do país. No entanto, as valorizações se encarecem e tanto p/u fwd quanto P/VL. estão mais de 2,5 desvios padrão de suas médias históricas. Em termos de lucro, estima-se uma expansão de 36% tanto para 2021 como 2022. Em relação aos fluxos, houve maior apetite por ações indianas e, no último mês, as entradas líquidas do ETF são registradas para mais de 3% do total de ativos administrados. À medida que as perspectivas econômicas e corporativas continuam a melhorar, **se decide levar a overweight desde underweight a exposição às ações indianas.**

Enquanto isso, a **Coreia do Sul** continuou com um controle pandêmico eficiente em fevereiro, após o aumento de casos em dezembro de 2020. Além disso, as exportações continuaram com alto dinamismo nos dois primeiros meses do ano impulsionados por um aumento no preço dos chips de memória, alta demanda por automóveis e semicondutores em geral. Além disso, o PMI de manufatura voltou a crescer em fevereiro, registrando 55,3 pts., no campo de expansão econômica para os próximos 6-12 meses. No que diz respeito à política monetária, espera-se que o Banco da Coreia mantenha uma política acomodatória. Na última reunião, a autoridade garantiu que qualquer discussão sobre a retirada do estímulo atual é prematura, minimizando os riscos de inflação e alertando que está pronta para intervir se a volatilidade do mercado aumentar. Em termos de setor corporativo, espera-se que os lucros se expandam em quase 45% no ano e mais de 20% em 2022. Por sua vez, as valorizações parecem caras com a razão p/u fwd. e P/VL mais de um desvio padrão em relação à sua média dos últimos 5 anos. Em termos de fluxos, foram registradas saídas marginais no último mês, mas acumula entradas por mais de 2% do total de ativos movimentados até agora este ano. Como as perspectivas econômicas e corporativas permanecem positivas impulsionadas pela alta demanda de semicondutores, **decide-se manter a sobre-exposição às ações sul-coreanas.**

Por sua vez, **Taiwan** continua se favorecendo da escassez global de semicondutores que permitiu que as exportações crescessem mais de 35% ao ano durante fevereiro. Ao anterior, acrescenta-se um controle rápido e eficiente da pandemia, que aponta para as expectativas de crescimento para 2021 em torno de 4%, seu nível mais alto desde 2014. Nesse cenário, o PMI de manufatura ultrapassou os 60 pts pelo segundo mês consecutivo em fevereiro, antecipando uma expansão econômica significativa para os próximos 6 a 12 meses. A inflação, por outro lado, permanece sem acordo e o mercado de trabalho permanece estável, permitindo que a política monetária permaneça em expansão. Com relação ao mercado de ações, as ações taiwanesas continuaram a ter um bom desempenho em 2020 em fevereiro e renderam mais de 5% em dólares. No entanto, as valorizações parecem caras com a razão P/U fwd. mais de dois desvios padrão em relação à sua média dos últimos 5 anos e o P/VL quase 3 desvios padrão acima da mesma média. 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. As perspectivas corporativas e econômicas permanecem positivas, mas as valorizações mais altas nos levam a **manter a exposição neutra às ações taiwanesas.**

Finalmente, o **Sudeste Asiático** começa a mostrar sinais de favorecimento da rotação para os ativos mais atrasados. Com o avanço dos programas de vacinação em todo o mundo, a região incentivaria a retomada do setor turístico até o segundo semestre do ano e o maior dinamismo do comércio internacional. No entanto, as perspectivas econômicas parecem desafiadoras e isso é demonstrado pelo eurodeputado de fevereiro que viu declínios generalizados nos países da região. Quanto ao mercado de ações, espera-se que uma maior exposição ao setor financeiro do que seus pares da região se expanda, além dos lucros que se expandiriam em mais de 20% nos próximos meses. Além disso, as valorizações parecem atraentes em relação aos seus pares regionais. No entanto, isso ainda não se reflete nos fluxos e as saídas do ETF são registradas para 5% 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 mantém o *underweight***

Embora o aumento das matérias-primas deva fortalecer a região, a alta instabilidade macroeconômica e política, bem como o atraso nos programas de vacinação, nos levam a **manter a subexposição a Europa Emergente, Medio Oriente e África.**

Com casos controlados, as restrições foram relaxadas na **África do Sul**, que está começando a dar maior dinamismo à demanda doméstica e à recuperação econômica. Nesse cenário, o PMI de manufatura aumentou em fevereiro e registrou 53 pts., permanecendo no campo da expansão econômica e sendo impulsionado por um aumento na subscrição de novas ordens de exportação. No nível corporativo, espera-se que os lucros se expandam em mais de 20% e as valorizações continuam a parecer atraentes com a razão P/U fwd e P/VL abaixo de suas médias nos últimos 5 anos. Os fluxos, por outro lado, começaram a ser positivos e, no último mês, há entradas marginais para os ETF's para 0,2% do total de ativos administrados. Enquanto as perspectivas econômicas e corporativas estão melhorando, a alta instabilidade macroeconômica e política do país **nos leva a manter a subexposição a ações sul-africanas.**

Na **Rússia**, por sua vez, os casos também foram controlados nos últimos meses. Isso está começando a impulsionar a recuperação econômica que também será auxiliada pelos aumentos de preços do petróleo que tem sido observado nas últimas semanas. Nesse cenário, o PMI composto de fevereiro aumentou e registrou 52,6 pts., permanecendo em expansão econômica para os próximos 6-12 meses. No nível corporativo, espera-se que os lucros se expandam em 68% até 2021 e mais de 10% até 2022. Por sua vez, as classificações são ajustadas com a razão p/u fwd. e P/VL em suas médias históricas. Em termos de fluxos, as saídas do ETF foram registradas para mais de 1% do total de ativos administrados. À medida que as perspectivas econômicas e corporativas melhoram, e espera-se que o aumento do preço do petróleo seja consolidado com planos de reavivamento, **decidiu-se levar a neutra o *underweight* que se mantinha nas ações russas.**

Na **Turquia**, por sua vez, a economia se recuperou nos últimos meses e o PIB no quarto trimestre de 2020 cresceu 5,9% ao ano. Enquanto isso, o Banco Central não continuou com o aumento da taxa de referência iniciada no ano passado, dada a alta instabilidade financeira e a forte queda da lira turca. Até agora este ano, a taxa de política monetária permaneceu em 17%. Enquanto isso, os principais indicadores desaceleraram em fevereiro e o PMI de manufatura registrou 51,7 pts., no entanto, permanece no campo da expansão econômica para os próximos 6-12 meses. No nível corporativo, continuam esperando uma expansão dos lucros acima de 60% até 2021 e mais de 30% até 2022. Em relação às valorizações, estas parecem atraentes com a razão P/U fwd e P/VL em torno de 1 desvio padrão abaixo de sua média dos últimos 5 anos. Embora a perspectiva corporativa seja positiva até 2021, a alta instabilidade macroeconômica e política **nos levam a manter a subexposição a ações turcas.**



**Se mantém o *underweight* nas economias C3 (Polônia, República Checa e Hungria).** Os casos continuaram a aumentar nas últimas semanas, o que manteve as restrições à mobilidade. Além disso, o programa de vacinação tem mantido problemas na região, o que deverá afetar a recuperação econômica e corporativa estimada há alguns meses.

Finalmente, **na Arábia Saudita**, as perspectivas econômicas melhoram ao serem impulsionadas pelo aumento do preço do petróleo e maior controle da pandemia. O PMI manufatureiro permaneceu em solo de expansão econômica pelo sexto mês consecutivo e em fevereiro registrou 53,9 pts. No nível corporativo, espera-se que os lucros se expandam em quase 40% para 2021 e cerca de 15% até 2022. Por sua vez, as valorizações continuam parecendo caras em termos absolutos como relativos a emergentes. Enquanto isso, os fluxos são negativos e as saídas do ETF são registradas no último mês em 1% do total de ativos gerenciados. Embora as perspectivas econômicas e corporativas melhorem, as valorizações que se encarecem nos fazem manter cautela e **continuar com uma exposição neutral a ações sauditas.**

## Renda Fixa

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

A curva das taxas do Tesouro dos EUA fica mais inclinada, com os rendimentos para prazos mais longos se aproximando do nível registrado no final de 2019, enquanto os prazos curtos ainda não se moveram. Nesse sentido, o spread entre a taxa de 2 e 10 anos dos *treasuries* chega a 142 pbs. no final de fevereiro, bem acima de 31 pbs. da mesma data do ano passado. Espera-se que o processo anterior de elevação das taxas básicas continue a curto prazo, dadas as melhores perspectivas de recuperação econômica para este ano, com a eventual aceleração da inflação se aproximando como a maior preocupação a ser monitorada, por isso **decidiu-se manter a subexposição em US Treasuries.**

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

O mercado de trabalho dos EUA surpreende nos últimos tempos e entrega dados melhores do que o esperado, com a taxa de desemprego caindo para 6,2% em fevereiro, destacando a criação de quase 380.000 empregos, bem acima do consenso do mercado. Dada a tendência de melhora dos últimos meses, que deve ser impulsionada pelo progresso da recuperação, **decidiu-se manter a sobre-exposição a US Mortgages.**

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

O processo de elevação das taxas destacado acima afeta as subclasses de ativos em maior medida, dado seu efeito focado até agora em prazos longos. Isso, juntamente com baixos *yields*, nos leva a **reduzir a posição neutral em US Investment Grade a underweight.**

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

Ao contrário do caso anterior, o maior rendimento e menor duração gera um maior atrativo dado o acúmulo superior e a proteção ao aumento das taxas, o que nos leva a **manter a sobre-exposição a US High Yield.**

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

Semelhante ao caso dos EUA, a melhor qualidade de crédito da subclasse de ativos não compensa o *yield* perto de 0%, junto com a duração de quase 8 anos que é muito prejudicial em um contexto de elevação de taxas. Diante disso, **se decide manter a subexposição em Europe Broad.**



## **Europe High Yield: overweight**

Dada a menor duração e o maior *yield* em relação a outras subclasses de ativos, juntamente com níveis de *spreads* que, embora historicamente ajustados, ainda teriam um espaço de compressão a partir do nível final de 2019, decide-se **aumentar a sobre-exposição a Europe High Yield.**

## **Japan Broad: underweight**

Neste caso, o rendimento está entre os mais baixos da amostra analisada, enquanto a duração é a mais alta com mais de 9 anos em média, de modo que a subclasse de ativos é uma das menos atraentes no cenário atual. Desta forma, decide-se **manter la subexposição a Japan Broad.**

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

Como o aumento da taxa está ocorrendo devido à recuperação econômica global e não a uma nova interrupção global, e considerando que a posição geral dos bancos centrais para continuar as políticas monetárias acomodáticas é mantida pelo menos nos próximos meses, a sobre-exposição em títulos soberanos e corporativos permanece. As moedas emergentes, por sua vez, ainda mostram grande punição e uma fraqueza no futuro do dólar é antecipada, o que levaria a um maior retorno da dívida cambial local, por isso **decide-se manter a sobre-exposição a dívida em moeda local.**

## Exposição de moedas - março de 2021

Moedas	Bench.	Febrero	Março	OW/UW	Câmbio
USD	43,8%	46,3%	46,3%	OW 2,5%	0,1%
EUR	16,3%	13,2%	12,8%	UW -3,6%	-0,4%
GBP	1,4%	1,5%	1,7%	OW 0,3%	0,1%
JPY	7,4%	3,2%	2,9%	UW -4,5%	-0,3%
GEMs	31,1%	35,8%	36,3%	OW 5,2%	0,5%
	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 março, 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 Globais da TAACO - Março 2021

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição ao Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	55%	5%	1,7%	0,8%	0,8%	8,3	-7,6
Renda fixa	50%	45%	-5%	-1,6%	-0,8%	-0,7%	8,3	5,5
Caixa	0%	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0	0,0
Cobertura							0,0	0,0
<b>Portfólio</b>					<b>0,02%</b>	<b>0,16%</b>	<b>16,5</b>	<b>-2,1</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								<b>14,4</b>
Europe ex UK	12,2%	12,2%	0,0%	2,0%	0,25%	0,25%	0,0	
Europe Small Cap ex UK	1,3%	0,3%	-1,0%	2,8%	0,04%	0,01%	-1,1	
UK	2,8%	2,8%	0,0%	3,2%	0,09%	0,09%	0,0	
US Large Cap Growth	15,3%	14,3%	-1,0%	0,1%	0,01%	0,01%	1,6	
US Large Cap Value	13,0%	14,4%	1,4%	3,9%	0,51%	0,56%	3,2	
US Small Caps	3,4%	4,3%	0,9%	6,4%	0,22%	0,27%	4,3	
Japan	5,6%	2,5%	-3,1%	1,5%	0,08%	0,04%	0,6	
<b>Desenvolvidos</b>	<b>53,6%</b>	<b>50,8%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,19%</b>	<b>1,23%</b>	<b>8,5</b>	
LatAm	4,3%	8,3%	4,0%	-3,1%	-0,13%	-0,26%	-19,1	
LatAm Small Cap	0,6%	2,0%	1,4%	-1,1%	-0,01%	-0,02%	-3,9	
EM Asia	30,2%	30,2%	0,0%	0,9%	0,27%	0,27%	0,0	
EM Asia Small Cap	3,1%	3,1%	0,0%	7,4%	0,23%	0,23%	0,0	
EM Europe and Middle East	8,2%	5,6%	-2,6%	1,4%	0,12%	0,08%	0,7	
<b>Emergentes</b>	<b>46,4%</b>	<b>49,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,48%</b>	<b>0,30%</b>	<b>-22,4</b>	
<b>Equities</b>					<b>1,67%</b>	<b>1,53%</b>	<b>-13,8</b>	
US Govt Agencies	11,0%	9,0%	-2,0%	-1,8%	-0,20%	-0,16%	0,4	
US Mortgages	7,7%	8,2%	0,5%	-0,7%	-0,05%	-0,05%	0,5	
US Corps	7,3%	7,3%	0,0%	-1,7%	-0,13%	-0,13%	0,0	
US High Yield	1,6%	4,6%	3,0%	0,4%	0,01%	0,02%	6,0	
Europe Broad	18,6%	13,0%	-5,6%	-1,6%	-0,29%	-0,20%	-0,5	
Europe High Yield	0,5%	1,0%	0,5%	0,8%	0,00%	0,01%	1,2	
Japan Broad	9,2%	4,1%	-5,1%	-2,6%	-0,24%	-0,11%	5,1	
<b>Dívida Desenvolvidos</b>	<b>55,9%</b>	<b>47,2%</b>	<b>-8,7%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-0,90%</b>	<b>-0,63%</b>	<b>12,7</b>	
EM Sovereign	14,2%	16,7%	2,5%	-2,6%	-0,36%	-0,43%	-2,3	
EM Corporate	14,1%	16,7%	2,6%	-0,3%	-0,04%	-0,05%	3,5	
EM Local Markets	15,8%	19,4%	3,6%	-2,1%	-0,33%	-0,41%	-1,7	
<b>Dívida Emergente</b>	<b>44,1%</b>	<b>52,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-0,74%</b>	<b>-0,88%</b>	<b>-0,5</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>-1,63%</b>	<b>-1,51%</b>	<b>12,2</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
Dados em 26 de fevereiro de 2021

Em março, a carteira global da TAACO rendeu 0,2%, 14 pbs. desempenho de *benchmark*. A alocação de ativos agregou valor para o melhor desempenho das ações, enquanto a seletividade subtraiu o valor.

Com relação à carteira acionária, rendeu 1,53%, de 13,8 pbs. sob desempenho de *benchmark*. A sobre-exposição à América Latina foi o que mais diminuiu o valor pelo segundo mês consecutivo.

Quanto à carteira de renda fixa, a carteira da TAACO rendeu -1,5%, 12,2 pbs. Sobre o desempenho de *benchmark*. Ele agregou valor à sobre-exposição nos *US High Yield* e o *underweight* no Japão Broad.



## Desempenho histórico

TAACO Global	Desempenho								
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	Volatilidade 5 anos*
<b>TAACO</b>	<b>0,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>15,5%</b>	<b>4,9%</b>	<b>9,0%</b>	<b>4,7%</b>	<b>7,2%</b>	<b>9,6%</b>
Benchmark	0,0%	3,3%	-0,1%	15,2%	4,8%	8,3%	4,3%	5,5%	9,0%
Out/Under perf. (bps)	14	61	6	37	9	77	43	164	
<b>Ações</b>	<b>1,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>29,1%</b>	<b>6,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,2%</b>	<b>14,4%</b>
Benchmark	1,7%	8,0%	2,2%	29,1%	6,1%	12,0%	5,4%	4,5%	14,3%
Europe ex UK	2,0%	4,6%	0,2%	21,7%	3,2%	7,8%	2,8%	3,6%	16,6%
Europe Small Cap ex UK	2,8%	10,6%	2,7%	37,0%	5,5%	11,9%	6,9%	10,7%	20,0%
UK	3,2%	8,3%	2,9%	6,1%	-4,1%	0,5%	-1,3%	0,0%	16,9%
US Large Cap Growth	0,1%	4,2%	-0,6%	47,1%	21,6%	22,4%	16,1%	--	16,3%
US Large Cap Value	3,9%	5,1%	2,2%	13,8%	4,0%	7,9%	6,7%	4,4%	14,9%
US Small Caps	6,4%	18,9%	10,4%	45,8%	13,5%	16,1%	10,9%	11,5%	20,6%
Japan	1,5%	4,5%	0,5%	25,8%	3,1%	9,1%	4,0%	2,8%	13,1%
<b>Desenvolvidos [1]</b>	<b>2,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>1,5%</b>	<b>29,3%</b>	<b>10,8%</b>	<b>14,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,1%</b>	<b>14,8%</b>
LatAm	-3,1%	0,8%	-9,7%	-8,2%	-10,3%	4,2%	-6,8%	5,5%	30,4%
LatAm Small Cap	-1,1%	1,4%	-7,7%	-11,1%	-7,1%	6,5%	-6,8%	8,6%	31,8%
EM Asia	0,9%	12,4%	5,2%	42,9%	7,8%	15,3%	5,4%	10,9%	16,4%
EM Asia Small Cap	7,4%	15,3%	7,8%	51,0%	4,3%	10,0%	3,1%	10,1%	18,7%
EM Europe and Middle East	1,4%	7,0%	1,8%	6,1%	-4,8%	4,1%	-6,1%	3,2%	19,4%
<b>Emergentes [1]</b>	<b>0,6%</b>	<b>11,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>36,0%</b>	<b>6,4%</b>	<b>15,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>12,5%</b>	<b>17,2%</b>
<b>Renda fixa</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,3%</b>
Benchmark	-1,6%	-1,3%	-2,3%	1,9%	3,0%	4,3%	2,8%	5,7%	5,2%
US Govt Agencies	-1,8%	-3,0%	-2,8%	-0,1%	5,0%	2,6%	3,1%	5,2%	4,0%
US Mortgages	-0,7%	-0,4%	-0,6%	1,5%	4,1%	2,6%	2,9%	5,4%	2,1%
US Corps	-1,7%	-2,6%	-3,0%	2,8%	6,9%	5,9%	5,2%	7,2%	6,0%
US High Yield	0,4%	2,6%	0,7%	9,4%	6,6%	9,0%	6,5%	9,6%	7,7%
Europe Broad	-1,6%	-1,9%	-2,0%	-0,4%	2,9%	2,0%	4,1%	5,5%	3,4%
Europe High Yield	0,8%	2,2%	1,4%	5,0%	3,8%	5,4%	6,2%	9,1%	8,1%
Japan Broad	-2,6%	-3,2%	-4,2%	-1,9%	0,2%	1,3%	-1,1%	2,8%	9,0%
<b>Dívida Desenvolvidos [1]</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>2,3%</b>					
EM Sovereign	-2,6%	-2,0%	-3,7%	1,0%	4,4%	5,6%	5,6%	9,9%	8,7%
EM Corporate	-0,3%	0,8%	-0,5%	4,9%	6,5%	7,3%	5,7%	--	6,0%
EM Local Markets	-2,1%	0,3%	-2,8%	3,5%	0,5%	6,0%	1,0%	--	12,4%
<b>Dívida Emergentes [1]</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>2,8%</b>					
<b>Caixa</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,3%</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>21.4x</b>	<b>14.5x</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.1x</b>	<b>2.1x</b>	<b>24%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>0.9</b>
US	23.9x	15.5x	2.0%	4.6x	2.7x	22%	14%	28%	1.1
Europe	17.3x	12.9x	3.0%	2.0x	1.8x	35%	15%	7%	0.5
Japan	18.5x	15.0x	2.0%	1.5x	1.3x	9%	26%	7%	2.1
<b>EM</b>	<b>16.2x</b>	<b>11.4x</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.2x</b>	<b>1.8x</b>	<b>31%</b>	<b>16%</b>	<b>10%</b>	<b>0.5</b>
EM Asia	17.6x	12.1x	2.0%	2.3x	1.8x	21%	17%	11%	0.8
CEEMEA	11.8x	9.4x	5.0%	1.6x	1.6x	40%	15%	10%	0.3
LatAm	12.8x	12.1x	4.0%	2.2x	2.0x	181%	5%	17%	0.1
China	17.4x	11.8x	1.0%	2.6x	2.0x	14%	15%	10%	1.2
S. Korea	14.0x	9.8x	2.0%	1.4x	1.2x	44%	22%	13%	0.3
Taiwan	20.6x	14.2x	3.0%	3.0x	1.9x	22%	11%	17%	0.9
India	24.1x	16.6x	1.0%	3.5x	3.3x	36%	36%	13%	0.7
Indonesia	16.7x	13.8x	3.0%	2.4x	3.4x	26%	21%	15%	0.6
Malaysia	14.1x	14.9x	4.0%	1.6x	2.0x	26%	-4%	11%	0.5
Thailand	19.4x	12.6x	3.0%	1.9x	2.1x	44%	18%	9%	0.4
Philippines	17.3x	16.0x	2.0%	1.8x	2.6x	45%	27%	9%	0.4
S. Africa	11.9x	12.5x	3.0%	2.2x	2.5x	21%	14%	17%	0.6
Russia	9.0x	6.6x	8.0%	1.1x	1.1x	68%	12%	10%	0.1
Turkey	6.6x	8.6x	6.0%	1.0x	1.5x	66%	36%	14%	0.1
S. Arabia	19.0x	13.9x	3.0%	2.1x	2.5x	39%	15%	25%	0.5
Egypt	7.4x	9.8x	5.0%	1.8x	2.6x	15%	16%	20%	0.5
Brazil	11.4x	10.9x	4.0%	2.4x	1.9x	175%	1%	17%	0.1
Mexico	14.7x	15.0x	4.0%	2.0x	2.7x	208%	11%	22%	0.1
Chile	19.4x	15.8x	3.0%	1.6x	2.0x	67%	11%	13%	0.3
Colombia	13.6x	13.7x	3.0%	1.1x	1.6x	128%	35%	13%	0.1
Peru	16.8x	12.4x	2.0%	2.4x	3.1x	251%	24%	16%	0.1
Argentina	61.4x	10.5x	0.0%	1.9x	1.8x	NM	656%	-8%	-

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 25 de febrero 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.