



Novembro 2021

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Outubro	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACo	1.8%	-0.3%	4.5%	17.0%	9.4%	7.5%	5.6%	7.5%	9.4%
Benchmark	1.2%	-0.1%	3.5%	14.6%	9.2%	6.8%	4.9%	5.7%	8.7%
Out/Underperformance (bps)	53	-14	100	244	20	69	71	170	
Ações	3.2%	0.7%	9.4%	29.9%	13.3%	10.6%	7.6%	5.7%	14.0%
Benchmark	3.1%	1.5%	10.0%	30.3%	13.4%	10.6%	7.4%	5.0%	13.9%
Renda Fixa	-0.6%	-1.6%	-2.3%	1.5%	5.2%	3.3%	2.6%	6.5%	5.2%
Benchmark	-0.6%	-1.8%	-2.8%	0.3%	4.6%	2.8%	2.2%	5.6%	5.1%
Caixa	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ouro	1.5%	-3.1%	-6.3%	-6.0%	13.3%	6.8%	0.3%	12.6%	13.4%

Resultados de 31 de outubro de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Desaceleração no meio do ciclo... e mais do mesmo

Na versão do mês passado deste documento, analisamos os temas que atingiram os mercados em setembro, após o verão do hemisfério norte: o aumento da inflação e das taxas de juros, a crise energética global e os problemas no mercado imobiliário chinês. Em outubro, os mercados se estabilizaram, os ativos de risco se recuperaram e os medos diminuíram.

As taxas de juros se estabilizaram; isto não significa que elas não estejam subindo, isto está de acordo com o estágio do ciclo em que nos encontramos, o que é fundamental é que tais subidas sejam graduais e paulatinas ao longo do tempo. Além disso, os mercados foram impulsionados por resultados corporativos positivos que continuaram a surpreender positivamente, embora, tanto os comentários sobre as perspectivas ou diretrizes quanto os principais indicadores de atividade econômica apontem uma desaceleração para os trimestres seguintes.

Os sinais de desaceleração na fase em que este ciclo econômico está entrando após o pico no segundo trimestre deste ano estão começando a ser sentidos. Isto está acontecendo de diferentes maneiras em diferentes regiões e países, que estão em diferentes etapas de acordo quando iniciaram a recuperação do choque pós-pandêmico. A Covid-19 está sob controle, em maior ou menor grau, com algum ressurgimento e o risco sempre presente - embora muito baixo - do surgimento de variantes novas, mais agressivas e potencialmente disruptivas. Contudo, a pesquisa científica e as vacinas - prontamente comprimidos - também estão avançando e permitindo um controle mais eficaz, e estes últimos estão cobrindo rapidamente uma população cada vez maior, com vacinas de reforço sendo aplicadas em muitas partes do mundo.

A inflação continua a acelerar, impulsionada pelo aumento de algumas variáveis que estavam atrasadas, primeiro o consumo saltou e depois os salários; além disso, a escassez de energia e vários produtos exercem pressões adicionais. A inflação tem componentes cíclicos e estruturais; entretanto, existem fatores que impediriam a inflação "pegajosa", como os grandes saltos de produtividade que ocorreriam no contexto da revolução digital que a economia e todos os aspectos do funcionamento do mundo estão experimentando atualmente. O nível sem precedentes de aceleração na adoção da tecnologia em todos os setores acrescenta uma poderosa fonte ou motor de crescimento que se torna um fator positivo para as perspectivas econômicas e corporativas.

Os principais bancos centrais, liderados pelo Federal Reserve Bank (Fed) dos EUA, estão deixando a inflação permanecer acima de suas metas por um período razoável, como eles declararam.

Índice

Desaceleração no meio do ciclo... e mais do mesmo 1

Posicionamento TAACo Global..... 3

Resultados 13

Desempenho 14

Valorizações 15

Em outubro os mercados se recuperaram à medida que alguns dos riscos se dissipavam...

As taxas de juros se estabilizam e os relatórios corporativos surpreendem pela alta, embora o crescimento econômico deva desacelerar

A Covid-19 está sob controle na maioria dos países e a ciência está limitando o risco de ressurgimento e de novas variantes

A inflação se acelera, mas os ganhos de produtividade da revolução digital pós-pandêmica poderiam evitar outros efeitos

Estímulo monetário a ser gradualmente eliminado



Além disso, desde que a economia global não seja posta em risco, planos de retirada de estímulos e aumentos cautelosos nas taxas de juros de referência estão preparados para serem implementados conforme apropriado.

sem arriscar o crescimento global

No cenário acima mencionado, com taxas de juros reais ainda baixas ou negativas, a inflação atual e o risco que isso implica, o investimento em ações ainda é favorecido em relação à renda fixa, ativos reais em geral e a alocação de uma parte da carteira em *hedges*, como ouro e *cash*. Deve-se ter em mente que a volatilidade provavelmente prevalecerá, pois estamos na metade natural do ciclo econômico, mas diante de taxas de juros muito baixas ou negativas, o que a torna frágil diante de uma inflação que poderia aumentar.

Taxas de juros reais negativas e inflação mais alta levam a favorecer RV sobre RF

Em termos de seletividade, é preciso levar em conta as grandes divergências no desempenho histórico das diversas classes de ativos; ativos esses cujos preços subiram significativamente no cenário atual e perspectivas os suportam, quais são excessivamente prejudicados e levar em conta como fica a alocação da moeda.

Se deve seletivo em todas as classes de ativos, considerando suas perspectivas, atrasos, baixas, entre outros

Além dos mercados, as autoridades estão em uma postura de prevenir aumentos rápidos e acentuados das taxas de juros a qualquer custo. Mas com a crescente inflação, a longo prazo poderiam gerar um fator de pressões sociais e políticas, tornando-a insustentável em algum momento. É, portanto, crucial que as pressões inflacionárias comecem a diminuir; estas, de acordo com o Fundo Monetário Internacional, atingiriam seu ápice por volta de meados de 2022.

Posicionamento do portfólio – novembro 2021

TAACo Global	Bench.	Outobre	Noviembre	OW / UW		Cambio		
Acciones	50%	60%	65%	OW	15%	5.0%	+	A exposição a ações aumenta para 65%, em detrimento da RF (25%). 5% são alocados para ouro e 5% para caixa
Renta Fija	50%	30%	25%	UW	-25%	-5.0%	-	
Caja		5%	5%	OW	5.0%			
Oro		5%	5%					
Total Cartera								
Europe ex UK	12.5%	13.3%	13.3%	OW	0.8%			É mantido o OW Europa <i>large cap</i> e neutro no UK
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	1.5%	N				
UK	2.7%	2.7%	2.7%	N				US: <i>large cap growth</i> em neutro e <i>OW value</i>
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	14.2%	N				
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	15.3%	OW	1.0%			UW no Japão
US Small Caps	4.3%	4.3%	4.3%	N				
Japan	5.2%	3.0%	3.0%	UW	-2.2%			Se mantém o OW na América Latina
Mercados desarrollados	54.7%	54.3%	54.3%	UW	-0.4%			
LatAm	4.3%	4.8%	4.8%	OW	0.5%			OW na EM Asia ex China / Neutro na China
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	0.8%	N				
China	13.4%	13.4%	13.4%	N				UW na EMEA
EM Asia ex China	14.9%	16.4%	16.4%	OW	1.5%			
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	4.0%	OW	0.6%			UW Treasuries / OW TIPS
EM Europe and Middle East	8.5%	6.3%	6.3%	UW	-2.2%			
Mercados emergentes	45.3%	45.7%	45.7%	OW	0.4%			
Total Acciones								
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	9.0%	UW	-1.2%			São mantidas UW US <i>Corps</i> y OW dívida <i>High Yield</i> (nos EUA e Europa)
US TIPS	1.3%	2.5%	2.5%	OW	1.2%			
US Mortgages	7.6%	7.6%	7.6%	N				UW títulos europeus e japoneses
US Corps	7.3%	6.3%	6.3%	UW	-1.0%			
US High Yield	1.8%	4.6%	4.6%	OW	2.8%			OW Emergentes é mantido através de uma posição ativa em títulos corporativos <i>high yield</i>
Europe Broad	19.1%	13.0%	13.0%	UW	-6.1%			
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.7%	OW	3.0%			
Japan Broad	8.6%	4.1%	4.1%	UW	-4.5%			
Deuda desarrollados	56.6%	50.8%	50.8%	UW	-5.8%			
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	5.6%	N				
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	6.2%	N				
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	5.0%	N				
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	12.5%	OW	5.8%			
EM Local Markets	19.9%	19.9%	19.9%	N				
Deuda emergente	43.4%	49.2%	49.2%	OW	5.8%			
Total Renta Fija								
	100.0%	100.0%	100.0%					

Em novembro, a carteira TAACo Global aumentou a sobre-exposição a ações para 65%, reduziu a posição de renda fixa para 25% e alocou 5% tanto para caixa quanto para ouro para proteger contra eventos disruptivos.

Dentro da carteira de renda variável é mantido o posicionamento sem modificações. Leve OW Europa e neutro no Reino Unido devido aos efeitos que a crise energética poderia ter sobre o crescimento econômico e a inflação. Com relação aos EUA, se mantém o OW em *US Large Cap Value* e neutro em *US Large Cap Growth* devido às valorizações apertadas e sensibilidade às mudanças nas taxas de juros. O UW é mantido no Japão, a fim de financiar posições com maior potencial de *upside*. Dentro dos mercados emergentes, OW é mantido na América Latina e EM Ásia ex China, regiões que estão atrasadas em retornos e vacinação. Neutro na China devido à incerteza gerada pelo intervencionismo estatal, enquanto o UW é mantido na EMEA após os altos retornos demonstrados até agora este ano.

Em vista dos ajustes da política monetária e do aumento gradual das taxas de juros, foi decidido reduzir a exposição à renda fixa. Dentro da carteira se mantém UW a posição em *Treasuries* e em OW *TIPS*. Em geral, taxas

de juros baixas e até mesmo negativas, aliadas a *spreads* comprimidos, nos levam a produtos de *spread* com excesso de peso em busca de *yields* (OW HY US, HY Europa e HY EM Corporate).

Renda Variável

Europa ex UK: mantém o *overweight* em *large cap* e neutro em *small cap*

A região está sendo afetada por surtos de covid-19, que no caso da Alemanha trazem infecções diárias a níveis semelhantes aos surtos do ano passado. No entanto, um alto percentual da população imunizada está permitindo que a economia permaneça operacional, sem aumento significativo de óbitos e capacidade hospitalar.

Para este ano, o crescimento estaria em torno de 5%; no entanto, para o próximo ano, pressões inflacionárias, escassez de vários produtos, problemas nas cadeias de fornecimento e choque energético levam a expectativas mais baixas. Para 2021, estima-se um crescimento de 4,3%. Os dados econômicos internalizam um ritmo mais lento de crescimento e as surpresas são cada vez mais limitadas, embora o impulso comece a melhorar o *momentum*. No final do ano, o bloco conseguiria recuperar seu nível de produto pré-pandemia, embora países com maior viés manufatureiro, como a Alemanha, pudessem continuar a ser pressionados por interrupções nas cadeias de fornecimento.

Os principais indicadores do PMI para manufatura e serviços continuam a perder força, embora ambos permaneçam acima do limite de expansão (acima de 50 pts.). Isso apoiaria a tese de que a economia continuaria a se expandir, embora em um ritmo mais lento.

Apesar da moderação dos indicadores de expectativas e de crescimento, a recuperação este ano e no próximo será apoiada por estímulos fiscais e monetários. A nível regional, o Fundo de Recuperação começou a desembolsar valores que totalizavam 750 bilhões de euros. Do lado monetário, o nível de preços aumentou devido aos efeitos da base de comparação, aumentos nos preços da energia, interrupções nas cadeias de fornecimento e aumento da demanda, atingindo o maior nível desde julho de 2008 (a inflação de outubro foi de 4,1% em relação ao ano anterior). No entanto, as autoridades monetárias veem o aumento da inflação como transitório na medida em que a capacidade produtiva se normaliza para 2022 e o consumo é reequilibrado de bens para serviços, indicando que não é hora de elevar as taxas de juros. Por outro lado, as folgas no mercado de trabalho não permitirão um aumento dos preços desde o aumento sustentado dos salários. A autoridade monetária anunciou na reunião de setembro que, dadas as condições financeiras e as perspectivas sobre a inflação, o ritmo de compras do programa de liquidez pandêmica seria reduzido, embora no momento o programa seja mantido até pelo menos março de 2022 e novas formas de entregar liquidez ao mercado já estejam sendo estudadas.

Quanto ao setor corporativo, o *momentum* é positivo. Tendo relatado 75% das empresas Eurostoxx 600 seus resultados para o terceiro trimestre com um crescimento médio de 42% nos lucros, 60% delas excedem as expectativas. Os setores de energia, industrial e materiais impulsionam o crescimento dos lucros, enquanto imóveis, utilidades e comunicações apresentam perdas agregadas. No entanto, as pressões de custos levam a uma contração nas margens em 2022, no próximo ano os lucros crescerão apenas 8. 2%.

As ações da zona do euro estão retornando menos até agora este ano do que as ações globais e ainda mantêm uma defasagem considerável atrás de pares desenvolvidos no longo prazo. Quanto às valorizações, as relações P/U fwd. 12 meses e comércio de P/VL negociam acima da média de 5 anos em termos absolutos, mas com descontos em relação aos mercados desenvolvidos.

Extensos estímulos fiscais e monetários que seriam mantidos por muito tempo, alto percentual da população imunizada, força corporativa, valorizações atraentes em termos relativos, além de alta exposição cíclica levam a **manter o *overweight* de ações europeias *large cap***. No entanto, a exposição a ***small caps*** permanece neutra devido à sua maior geração de renda a partir da economia doméstica, que poderia ser afetada pelo aumento dos preços da energia e da inflação.

Reino Unido: se mantém neutra a posição

Os casos começam a diminuir após o último surto atingir o pico na terceira semana de outubro e com quase 70% da população imunizada caminhando para um "novo normal" adaptando-se para trabalhar com o coronavírus. No entanto, problemas com o fornecimento de energia e a escassez de mão-de-obra estão gerando uma espiral inflacionária que levaria o Banco da Inglaterra (BoE) a ser um dos primeiros bancos centrais desenvolvidos a elevar a taxa de juros, embora no momento o discurso ainda seja *dovish* e a entidade monetária garanta que não é hora de retirar a liquidez.

Os problemas de abastecimento afetam o país em diferentes frentes, embora as tensões pareçam ter chegado a um ponto crítico durante outubro e a situação esteja começando a diminuir. O preço do gás natural caiu 7,5% em outubro, tirando a pressão da crise energética, embora não tenha sido definitivamente resolvida.

Do lado monetário, a inflação atingiu 3,1% em setembro, caindo ligeiramente ante 3,2% no mês anterior – o recorde mais alto em quase uma década. O BoE espera que a inflação continue um caminho ascendente para níveis até acima de 5% ao ano, afetada pelo aumento dos preços da energia, escassez de suprimentos e mão-de-obra. No entanto, em uma decisão dividida, foi definida na reunião de política monetária em novembro para manter as compras de ativos nos níveis atuais, uma vez que a natureza transitória da inflação é monitorada e o crescimento continua a ser impulsionado.

Com base em extensos estímulos fiscais e monetários implementados como medidas contracíclicas para lidar com a crise sanitária e econômica, o país vinha surpreendendo positivamente e se recuperando mais rápido do que o esperado. Em agosto, o PIB estava apenas 1% abaixo dos níveis pré-pandêmico e deve se recuperar antes do final do ano. Por outro lado, à medida que um novo pico da pandemia é abandonado e parte das preocupações com a crise energética se dissipa, os principais indicadores do PMI de manufatura e serviços aumentaram em outubro em relação ao mês anterior, atingindo 57,7 e 58 pts.

Em relação ao mercado de ações, os índices acionários britânicos têm alta exposição a setores que se beneficiarão de aumentos nas taxas de juros, como financeiros e preços mais altos de energia, como energia. As ações britânicas estão anos atrás das ações europeias e globais, mas em 2020 essa lacuna aumentou ainda mais devido ao Brexit. A recuperação econômica vinha se consolidando, no entanto, a crise energética e inflacionária pressionou os resultados corporativos nos últimos meses do ano, o que nos leva a manter um posicionamento mais cauteloso nos ativos do país, apesar da defasagem nos retornos de curto e longo prazo. As projeções de lucro corporativo se mantiveram estáveis no último mês e indicam crescimento próximo a 79% para este ano. Até 2022, espera-se apenas 2% de crescimento do lucro, o que se compara negativamente com o resto da Europa.

Por outro lado, as valorizações são atraentes em termos de mercados desenvolvidos, ambos no nível P/U fwd. 12 meses como P/VL. Em termos absolutos, a relação P/U fwd. 12 meses negocia mais de um desvio padrão abaixo da média, sendo um dos poucos mercados do mundo a negociar com desconto.

Apesar da defasagem nos retornos, da atratividade das valorizações e o *dividend yield* (acima de 4%), os riscos derivados do aumento da inflação nos levam a **manter neutra a posição nas ações britânicas**.

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

A recuperação econômica atingiu um pico durante o segundo trimestre e no restante de 2021 há uma moderação dos dados econômicos à medida que os efeitos dos estímulos fiscais desaparecem e a retirada de estímulos monetários começa, o que impactaria diretamente o consumo. O *momentum* econômico perdeu dinamismo, porém os dados começam a surpreender novamente e as estimativas já internalizam o ambiente de menor crescimento, não estagnação ou recessão.

O Fed está ciente disso e, por isso, não se apressou com o início da normalização monetária, argumentando que o aumento da inflação seria transitório e que as melhorias no mercado de trabalho ainda não são suficientes

para justificar uma elevação da taxa de juros. No entanto, os avanços econômicos levam à retirada de estímulos não tradicionais, a partir deste mês as compras de ativos serão reduzidas em USD 15.000 milhões.

Do lado do trabalho, a situação melhora, em outubro foram criados 531 mil novos empregos não agrícolas, segundo estimativas do mercado, enquanto a taxa de desemprego voltou a ficar em 4,6%, num momento em que a participação trabalhista se manteve constante. A criação de empregos foi favorecida em um contexto de controle de maio, programas de apoio fiscal que estão acabando e o retorno à escola de escolares; no entanto, ainda há 3 milhões de empregos a menos do que antes da pandemia.

Em termos de política, a discussão sobre o limite da dívida foi adiada para dezembro, evitando, por enquanto, a cessação do financiamento e o encerramento das dependências fiscais. O plano de infraestrutura do presidente Biden avança ao ser aprovado na Câmara dos Deputados por um montante de USD 1,2bilhão e apenas sua promulgação está pendente, enquanto a votação do programa social Build Back Better, por USD 1.750milhões, foi adiada para o final do mês.

Em relação ao setor corporativo, até o momento 90% das empresas do S&P 500 relataram seus resultados para o terceiro trimestre, com um crescimento médio de lucros de 41% e 81% das empresas superando as expectativas. As maiores surpresas vêm dos setores cíclicos financeiro e energético, enquanto os setores discricionários e de utilidades do consumidor relatam crescimento marginal. Após o crescimento dos lucros no segundo trimestre do ano, espera-se um crescimento de 19% para o último trimestre. Até 2022, uma base de comparação elevada, menor demanda e pressões de custos mais altas levariam os lucros a crescer em torno de 7%, número corrigido para baixo desde setembro.

Por outro lado, as valorizações continuam a parecer caras e tanto a relação P/U fwd. quanto a P/VL está acima de suas médias dos últimos 5 anos em termos absolutos e relativos. Isso não impediu que o apetite pelas ações dos EUA continuasse e nos últimos três meses houve entradas líquidas de ETFs para 3,4% dos ativos sob gestão (AUM).

O *momentum* econômico melhora na margem, enquanto a economia continuará crescendo no restante do ano, apoiando o setor corporativo. À medida que a economia continua se recuperando, as ações que mais se beneficiam serão as que apresentarem maior defasagem, como as *value*, cujas valorizações parecem mais atraentes do que as do estilo de crescimento. No entanto, devido à sensibilidade do preço das ações *growth* às mudanças nas taxas de juros, **decidiu-se manter a posição em neutro em US Large Cap growth, mantendo a sobre-exposição às ações da US Large Cap Value. Além disso, o neutro em small caps permanece inalterado** para valorizações que negociam em níveis justos.

Japón: Se mantém o *underweight* nas ações japonesas

As perspectivas para o Japão parecem mais favoráveis do que nos meses anteriores, tanto por causa da manipulação da pandemia quanto de uma mudança de liderança. A pandemia parece finalmente controlada, com casos e óbitos em declínio após atingir um pico em agosto, enquanto a vacinação está acelerando: 74% da população está imunizada contra 66% há um mês. Além disso, a partir de dezembro, as doses do terceiro reforço começariam a ser aplicadas. Soma-se a isso a chegada de Fumio Kishida como primeiro-ministro, que aumentará os gastos fiscais para acelerar a recuperação econômica, ao mesmo tempo em que busca reduzir as desigualdades sociais. Para este ano, o FMI estima um crescimento de 2,4%, enquanto a estimativa para 2022 foi corrigida de 3% para 3,2%.

Por sua vez, o controle da pandemia melhora as expectativas do setor de serviços. O PMI do setor sobe em outubro para 50,7 pts., o maior nível desde o início da pandemia em 2020. Também foi adicionada uma melhora no indicador de manufatura, que sobe para 53,2 pts em relação aos 51,5 do mês anterior.

Quanto à política monetária, a inflação permanece longe da meta de 2% ao ano (em setembro era de 0,2% YoY), o que permitiria ao Banco do Japão manter uma política monetária expansiva por um longo período, mais longo que os pares globais. A crise energética não afetaria o país na mesma medida que o resto da Ásia, pois apesar de dependerem fortemente do gás natural para a geração de eletricidade (quase 40% da matriz depende disso),

eles têm contratos de longo prazo que garantem preço e oferta, mesmo além do que precisam atualmente devido ao avanço do uso de energia renovável na matriz.

Com relação ao setor corporativo, estima-se uma expansão dos lucros em relação a 75% para 2021, número que diminui em relação a setembro; para 2022, espera-se que o crescimento dos lucros seja próximo de 7%, semelhante ao restante dos mercados desenvolvidos. Por outro lado, as valorizações são atraentes em termos de países desenvolvidos. Em termos de fluxos, as entradas líquidas foram registradas em ETFs marginais no último mês, em 0,3% da AUM (1% nos últimos três meses).

Maior controle da pandemia, mudança política e valorizações relativas atraentes tornam as perspectivas para o país mais favoráveis. No entanto, tais aspectos já seriam internalizados nos preços, o que deixa um potencial de upside limitado para o resto do ano, além das expectativas econômicas e corporativas serão afetados pela desaceleração do crescimento global, uma vez que o país tem um forte viés de exportação. Devido ao exposto, **decide-se manter a subexposição às ações japonesas**

Ações Emergentes: Se mantém a sobre-exposição em Latam e Ásia emergente ex China. Ao mesmo tempo, se continua com a exposição neutra em China e UW em EMEA.

A desaceleração econômica na China se aprofundou nos últimos meses e as autoridades não dão sinais claros para enfrentá-la. Por sua vez, os casos da COVID-19 aumentam, o que eleva os riscos econômicos para o último trimestre do ano com restrições rigorosas à mobilidade. No resto da região asiática, a perspectiva macroeconômica melhora em linha com as quedas nos casos de COVID-19 e a alta demanda por semicondutores que permanece. Por outro lado, na Latam as valorizações parecem atraentes com altos preços das *commodities* exportadas pela região. Finalmente, na EMEA, as valorizações ficaram mais caras após os aumentos dos últimos meses e novas restrições à mobilidade começam a ser registradas devido ao aumento dos contágios nas últimas semanas. Diante do exposto, decidiu-se **deixar sem modificações a designação em mercados emergentes.**

América Latina: Se mantém o overweight

A pandemia permanece sob controle na região apoiada por uma aceleração na vacinação em nível generalizado. Por outro lado, a atividade econômica em geral já atingiu níveis pré-pandêmicos, mas uma defasagem significativa em relação ao retorno do índice global permanece. No entanto, pressões inflacionárias e riscos significativos no nível político nos levam a ser cautelosos e **manter um overweight leve.**

No **Brasil**, a recuperação do mercado de trabalho é mantida, gerando 314 mil empregos em setembro, atingindo 57% da população imunizada e diminuindo as tensões do governo com o sindicato dos caminhoneiros, que finalmente não fez greve. No entanto, o Senado aprovou o relatório que questiona a manipulação do presidente Jair Bolsonaro da pandemia, na qual ele é acusado de 8 crimes, incluindo crimes contra a humanidade, aumentando assim a incerteza política. Por outro lado, o risco de racionamento de energia causado pela seca diminui, devido ao aumento da produção termelétrica e à importação da oferta, mas o preço dos cereais ainda é alto. Além disso, para aumentar as transferências fiscais, em novembro o governo propôs ultrapassar o teto constitucional dos gastos fiscais, causando reações negativas do mercado e uma diminuição das expectativas de crescimento do país, pois é o terceiro ano consecutivo que eles ultrapassariam esse limite e abririam espaço para somar despesas acima do que é proposto pelo orçamento regularmente.

A inflação mantém um ritmo acelerado, atingindo um patamar de 10,3% em outubro, acima do teto da faixa de tolerância do Banco Central, o que causou um aumento da taxa Selic de 150 bps. ao seu nível atual de 7,75%, sendo o ajuste à política monetária mais agressivo ou a região. Em relação ao comércio exterior, o preço da soja mantém sua tendência de queda (devido à seca) e o ferro, embora se recupere em valor em outubro, não consegue compensar as perdas de setembro. Por outro lado, as valorizações entregam sinais mista, com a razão P/U fwd. abaixo de sua média de 5 anos tanto local quanto em relação à região, enquanto a razão P/VL é ligeiramente acima dessa média. Nesse cenário, onde se mantém a recuperação do emprego, valorizações em níveis atrativos e aceleração na campanha de vacinação, que contrasta com pressões inflacionárias, preços das *commodities* com alta volatilidade, riscos de racionamento de energia e situação política polarizada, **se decide manter a exposição neutra nas ações brasileiras.**

No caso do **México** os principais indicadores de manufatura e não manufatura do IMEF subiram em outubro para 50,7 e 52,1 pts, respectivamente, retornando ao território de expansão econômica. No entanto, o PIB do terceiro trimestre, as vendas no varejo e a atividade econômica (ambas em agosto) decepcionaram. Por sua vez, a reforma energética gera incerteza entre os investidores, uma vez que, se aprovada, afetaria a relação com o Canadá e os Estados Unidos por possíveis violações do T-MEC. No entanto, sua votação no Congresso foi adiada para abril de 2022. No comércio internacional, o *momentum* é mantido devido ao *boom* do preço do petróleo. Em relação às ações mexicanas, suas valorizações permanecem atraentes, tanto a relação P/U fwd. 12 meses e P/VL estão abaixo de sua média dos últimos 5 anos. Considerando o exposto, dado o auge do preço da energia, valorizações atraentes, incerteza em relação às reformas estruturais e com um retrocesso em sua atividade econômica, decide-se **reduzir a sobre-exposição nas ações mexicanas**.

No **Chile**, poucas semanas antes das eleições presidenciais e legislativas de 21 de novembro, o cenário parece mais incerto do que nos meses anteriores, devido ao impressionante e inesperado aumento nas pesquisas do candidato de direita José Antônio Kast. Se há algum tempo o candidato de esquerda não tradicional Gabriel Boric confortavelmente e consistentemente ocupava o primeiro lugar de preferências, a candidatura de Kast subiu fortemente, e hoje ele ocupa o primeiro lugar na corrida, embora – pelo menos até agora – o candidato Boric pareça finalmente vencer em um eventual segundo turno em 19 de dezembro. Isso impulsionou os ativos locais, que tinham em suas valorizações descontado suposições extremamente negativas, onde a ascensão dos patrocinadores Kast pelo menos um contrapeso saudável para a coalizão liderada por Boric. Por outro lado, a economia continua em alta e volta a surpreender as expectativas (sétimo mês consecutivo), com a atividade econômica subindo 15,6% em setembro e marcando um novo crescimento mensal (1,7%). Isso, impulsionado pelos fortes estímulos à população (transferências fiscais e retiradas de pensões), que também continua a acelerar a inflação, forçando o Banco Central a elevar agressivamente a taxa de política monetária em 125 pbs., acima do previsto, atingindo 2,75% e com um tom *hawkish* para as próximas reuniões. Nesse contexto, as valorizações mantêm uma punição superior a um desvio padrão em relação à média dos últimos 5 anos, tanto para a relação P/VL quanto para o P/U fwd.

O caso chileno está condicionado nos próximos meses, em grande parte, pelas eleições, que o mercado valoriza de forma muito díspar como resultado da polarização e das características quase totalmente opostas que representam as opções que existem hoje liderando as pesquisas para a presidência. Este mês, decidiu-se levar a **um leve overweight a posição nas ações chilenas**, considerando que os preços internalizaram um cenário extremamente negativo e que qualquer notícia na margem positiva é uma catalisadora para o lado positivo.

Na **Colômbia**, mantém-se uma rápida recuperação da atividade e da mobilidade, mantendo as melhorias do mercado de trabalho (o desemprego caiu para 13,0% em agosto, de 24,9% no pior momento da pandemia). Por outro lado, as confianças industriais e comerciais voltaram a ser favoráveis, mantendo-se em níveis historicamente elevados, e tanto as vendas no varejo quanto a produção industrial mantêm uma tendência de alta com números acima das expectativas no mercado. Além disso, o PIB se correlaciona positivamente com o preço do petróleo, agregando assim *momentum* em sua economia, beneficiando suas exportações. Desta forma, espera-se que ajude a reduzir o déficit comercial da Colômbia e apoie uma moeda mais forte na região. Por outro lado, o Banco da República aumentou-o em 50 pbs. sua taxa de referência atingindo o nível de 2,5%, devido ao aumento da inflação, mas ainda é um ajuste moderado em relação ao resto da região. As valorizações parecem atraentes localmente, com a relação P/VL e P/U fwd. abaixo da média de 5 anos, absolutamente e em relação à região. Da mesma forma, surpreendeu positivamente em seus relatórios corporativos do terceiro trimestre. Com base no exposto, tendo um cenário fiscal complexo, mas com valorizações em níveis atraentes, e uma recuperação econômica com uma correção ascendente nas expectativas (apoiada pelo impulso do petróleo), se decide **aumentar a exposição nas ações colombianas**.

No caso do **Peru** a atividade econômica permanece acima das expectativas do mercado, crescendo em outubro 11,8% a YoY tendo expansões em todos os seus setores, com exceção da pesca. No entanto, a inflação mantém um ritmo acelerado atingindo 5,8% em outubro, de modo que o Banco Central continuará com aumentos na taxa de política monetária, que atualmente está em 1,50% e para o qual se espera um aumento de 100 pbs. na reunião de novembro. Por sua vez, o nível de incerteza política permanece alto, com a recente atribuição do novo

ministro do Interior, sendo a terceira desde que Castillo assumiu o cargo em julho. Embora o Congresso tenha dado o voto de confiança ao novo gabinete, a relação entre o executivo e o Congresso permanece tensa, incluindo a última divisão entre o bloco governante, onde alguns de seus membros acreditam que o governo moderado um pouco. Finalmente, suas valorizações permanecem em níveis atraentes, com a relação P/U fwd. e P/VL sendo negociada abaixo de sua média de 5 anos, tanto em termos absolutos quanto em relação à região. Nesse cenário de recuperação econômica, mas contrastado com um contexto político polarizado que pode causar problemas de governança, decidiu-se manter **a exposição neutra nas ações peruanas**.

Na **Argentina**, a atividade econômica aumentou pelo terceiro mês consecutivo, crescendo 12.8% YoY em agosto, e a produção industrial despontou depois de 3 meses de quedas, crescendo 13.8% ao ano. No entanto, a inflação continua em ritmo acelerado, em níveis superiores ao resto da região, registrando 52,5% ao ano em setembro. Para controlar a pressão inflacionária, o governo decidiu congelar os preços de 1.432 produtos por 90 dias, mas essa medida complica a gestão da inflação a longo prazo, por isso espera-se que continue subindo. Por sua vez, embora o governo esteja em negociações com o FMI, as condições fiscais atuais são precárias, e as políticas do governo até agora vão na direção oposta aos termos solicitados pelo FMI, gerando assim que um acordo com a agência antes do pagamento de USD 2,9 milhões em março seja difícil. Além disso, no cenário político, em 14 de novembro serão as eleições legislativas de meio de mandato, nas quais o governo espera reverter o resultado surpresa das primárias de Paso, onde teve uma derrota mesmo em províncias emblemáticas do peronismo. Ainda que o governo tenha concentrado suas políticas na tentativa de recuperar o apoio de seu eleitorado, as pesquisas continuam a estimar uma futura derrota do partido no poder. As valorizações, por outro lado, mostram sinais mistos, com a relação P/U fwd sendo negociada abaixo da média de 5 anos, enquanto o P/VL está acima da média do mesmo termo. Dado o cenário complexo em termos de situação fiscal, negociações com o FMI, desaprovação do governo e inflação em níveis muito superiores aos seus pares, se decide **manter o *underweight* nas ações argentinas**.

China: Se mantém a exposição neutra

A desaceleração econômica continua a se aprofundar e as perspectivas corporativas no curto prazo se deterioraram no gigante asiático. A crise no setor imobiliário e de energia, as regulamentações sobre grandes empresas e a política de tolerância zero contra o Covid-19 explicaram o exposto. Nesse cenário, o PIB do terceiro trimestre cresceu 4,9% ao ano, ligeiramente abaixo do esperado pelos analistas. O apoio foi dado pelas exportações que continuaram a crescer a dois dígitos nos últimos meses. No entanto, à medida que as cadeias globais de suprimentos voltem ao normal, espera-se uma moderação para o final do ano, o que também afetaria o setor manufatureiro, que é pressionado por aumentos nos custos deixando o PMI da Markit ligeiramente acima de 50 pts.

Por sua vez, nas últimas semanas de outubro foram conhecidos novos casos de covid que afetaram 19 regiões do país. Embora os contágios sejam menores (não excedem 1.000), as medidas rigorosas que as autoridades continuam a tomar sugerem uma nova desaceleração no setor de serviços. Por sua vez, a flexibilização monetária permanece moderada e os formuladores de políticas não parecem particularmente alarmados com a desaceleração em curso.

Quanto ao setor corporativo, os relatórios das empresas não oferecem surpresas e estão alinhados com as expectativas. Por outro lado, as valorizações continuam a olhar em torno de suas médias históricas, apesar das quedas observadas nos últimos meses. Em termos de fluxos, houve entradas de mais de 5% da AUM nos últimos 3 meses, principalmente em ações *off-shore*, que foram especialmente punidas até agora este ano. Enquanto a desaceleração econômica continua e não há sinais claros das autoridades para lidar com o acima, as valorizações em torno de suas médias históricas e fluxos que permaneceram positivos **nos levam a manter a exposição neutra nas ações chinesas**.

Ásia Emergente ex China: Se mantém o OW

As expectativas corporativas e econômicas continuam melhorando na região. Na Índia, os casos permanecem sob controle, o que nos permitiu continuar com a recuperação econômica registrada nos últimos meses. Enquanto isso, em Taiwan e na Coreia, a alta demanda por semicondutores e chips continua a apoiar o setor exportador. Finalmente, no Sudeste Asiático, a queda dos casos se consolidou nas últimas semanas e a

recuperação econômica começa a se tornar realidade. Isso foi reafirmado pelo PMI de outubro, que estavam localizados sem exceções no campo da expansão econômica. Diante do exposto, **se decide manter a sobre-exposição na Ásia emergente ex China.**

A reativação econômica continua a se consolidar na Índia e isso se reflete nos dados do PMI's de outubro, com o indicador de serviços atingindo os níveis mais altos da última década (58,4 pts.). Apesar disso, o alto custo dos insumos, o menor apoio monetário e um programa de vacinação que fica atrás das economias emergentes exige cautela. Com relação ao setor corporativo, os lucros do terceiro trimestre surpreendem significativamente os analistas para o lado positivo. No entanto, as valorizações ainda parecem caras e estão em torno de 2 desvios padrão de suas médias históricas nas relações P/U fwd e P/VL. Isso amenizou o apetite por ações locais e as saídas marginais foram registradas como uma porcentagem do total de ativos sob gestão no último mês. Ainda que a recuperação econômica continue, valorizações historicamente caras e fluxos negativos nos levam a **manter a subexposição nas ações indianas.**

Problemas globais nas cadeias de suprimentos afetaram a recuperação econômica no último mês na **Coreia do Sul**. O PMI manufatureiro caiu para 50,2 pts. (de 52,4 pts.), atingindo seu nível mais baixo em mais de 13 meses. Enquanto isso, a inflação em outubro foi de 3,2% ao ano, superando 3% pela primeira vez em mais de uma década e se afastando da meta de 2%. Com o exposto, espera-se que o Banco da Coreia aumente novamente a taxa de referência em sua reunião de política monetária no final do mês. Com relação ao setor corporativo, houve surpresas marginalmente positivas na última temporada de relatórios. Por outro lado, as valorizações dão sinais mistos com a relação P/U fwd. baixa nas médias dos últimos 5 anos, mas a razão P/VL na mesma média. Em termos de fluxos, as entradas foram registradas em torno de 5% da AUM no último mês. Embora as perspectivas corporativas continuem a parecer positivas em linha com a alta demanda global por semicondutores, valorizações apertadas e apertos monetários que moderariam a recuperação econômica em curso **nos levam a manter uma exposição em neutro nas ações coreanas.**

A alta demanda por semicondutores continua a apoiar a economia **taiwanesa**. O PMI manufatureiro subiu 0,5 pts. para 55,2 pts. em outubro, atingindo seu décimo sexto mês consecutivo de expansão econômica. Por outro lado, os programas de vacinação estão acelerando e, nas últimas semanas, cerca de 37% da população imunizada foi atingida. Nesse cenário, espera-se que a economia continue com um alto dinamismo (cresceria em torno de 5,5% em 2021). Enquanto isso, o apoio monetário permanece e não haveria aumentos na taxa referencial este ano, uma vez que a inflação é controlada. Com relação ao setor corporativo, as empresas relatam um pouco sobre o que os analistas esperam, no entanto, as valorizações parecem caras com a relação P/VL quase 2 desvios padrão de sua média de 5 anos. Isso não impediu o maior apetite por ações locais que registraram entradas de mais de 5% da AUM no último mês. Embora as perspectivas econômicas e corporativas permaneçam positivas, as altas valorizações nos levam curso **nos levam a manter uma exposição neutra taiwanesas.**

Os casos de COVID-19 continuam a diminuir no **Sudeste Asiático**. Isso melhorou as perspectivas da região e os PMI's de manufatura estão geralmente no domínio da expansão econômica. Além disso, não se espera nenhum ajuste monetário a curto prazo, pois a inflação ainda parece sob controle. Por outro lado, alguns países como a Indonésia e a Malásia aparecem como vencedores da crise energética que está sendo observada em nível global. Enquanto isso, os relatórios corporativos do terceiro trimestre dão surpresas mistas e as valorizações parecem geralmente abaixo de sua média dos últimos 5 anos. Em relação aos fluxos, a entrada na Indonésia no último mês se destaca por 6% da AUM. Dado que o cenário econômico e corporativo começa a melhorar após meses complexos devido à expansão da pandemia e das restrições **se decide manter a sobre-exposição no sudeste asiático concentrando-o na Indonésia e Malásia.**

EMEA: Se mantém o *underweight*

A alta dos preços do petróleo continuou até outubro e continuou apoiando a região emergente com o melhor desempenho do mercado de ações em 2021. No entanto, as valorizações parecem excessivas, os relatórios corporativos são mistos e a alta instabilidade econômica (e política) permanece em países como África do Sul ou Turquia. Além disso, na Europa emergente há surtos de casos que começam a gerar novas restrições à mobilidade. Diante do exposto, **decide-se manter a subexposição em EMEA.**

A recuperação econômica foi desacelerada no último mês **na África do Sul**. À escassez de matérias-primas foi acrescentada uma greve do maior sindicato do país que afeta a recuperação da atividade econômica durante outubro. Isso levou o PMI manufatureiro a estar em território de contração econômica (48,6 pts.) pela primeira vez desde junho. Por sua vez, o programa de vacinação continua avançando lentamente e fica atrás do resto dos países emergentes. Com relação ao setor corporativo, os lucros esperados também foram afetados e as estimativas de crescimento para 2021 no último mês foram corrigidas para baixo no último mês. Por outro lado, as valorizações continuam abaixo de suas médias históricas, tanto na relação P/U fwd. como P/VL. Isso impulsionou um maior apetite por ações locais e as entradas líquidas foram registradas no último mês em quase 1% da AUM. Embora o cenário econômico e corporativo permaneça sujeito a altas incertezas, valorizações atraentes e fluxos positivos nos últimos meses nos **levam a reduzir a subexposição nas ações sul-africanas**.

O aumento do preço do petróleo no mês passado continuou a apoiar a **Rússia**. Por sua vez, o PMI de fabricação estava em território de expansão econômica e chegou a 51,6 pts. em outubro. No lado negativo, o aumento dos casos de COVID-19 levou novamente a maiores restrições à mobilidade, o que levou o PMI dos serviços ao terreno de contração econômica (48,8 pts.), registrando também o menor nível desde setembro do ano passado. Por sua vez, o ajuste monetário continua com a taxa referencial chegando a 7,5%, já que a inflação permanece acima de 7%, longe da meta de 4% ao ano. Com relação ao setor corporativo, os lucros das empresas surpreendem principalmente com o lado negativo no último mês. No entanto, ainda há mais da metade das empresas para relatar. Quanto às valorizações, estas parecem caras tanto na relação P/U fwd. como P/VL. O anterior não impediu um maior apetite por ações locais depois que as entradas líquidas de 3,4% da AUM foram registradas no último mês. Embora o cenário econômico e corporativo se beneficie do aumento do preço do petróleo, altas valorizações e novas restrições à mobilidade que afetariam a reativação econômica **nos levam a neutralizar a exposição desde overweight a exposição nas ações russas**.

A alta instabilidade macroeconômica e política permanece na **Turquia**. A taxa de referência continuou a ser reduzida em outubro e chegou a 16,0% apesar da inflação estar próxima de 20% ao ano. Isso continuou a reduzir a lira turca, que se depreciou em torno de 4% durante outubro, depois de cair mais de 6% no mês anterior. Por sua vez, a expansão dos casos de COVID-19 modera as perspectivas de reativação econômica e o PMI para o mês de outubro ficou em 51,2 pts. (abaixo dos 52,5 pts do mês anterior). Com relação ao setor corporativo, os lucros estão surpreendentemente em alta até agora na temporada de relatórios corporativos. Por sua vez, as valorizações olham abaixo de suas médias históricas, o que não tem impulsionado fluxos dados os altos riscos políticos. Ainda que a incerteza macroeconômica e política permaneça, valorizações que parecem descontadas e relatórios corporativos que surpreendem o aumento **nos levam a reduzir a subexposição nas ações turcas**.

Se mantém a exposição neutra nas economias C3 (Polônia, República Checa e Hungria). São observados aumentos nos casos de COVID-19 na região, o que é complementado por um maior ajuste monetário que prejudicaria as perspectivas de recuperação econômica. No entanto, valorizações que parecem atraentes em relação aos pares emergentes **nos levam a manter a exposição neutra**.

Finalmente, **Arábia Saudita**, ampliou os ganhos dos meses anteriores em linha com os aumentos no preço do petróleo que impulsionaram as perspectivas corporativas. Por sua vez, a economia continua se recuperando com o PMI manufatureiro (sem incluir o setor petrolífero) em 57,7 pts. durante outubro. No entanto, as valorizações parecem caras e estão acima das médias históricas. Isso nos leva a ser cautelosos e deixar **neutra a exposição nas ações sauditas desde overweight**.

Renda Fixa

US Treasuries: underweight bônus nominais e overweight TIPS

Como comentado anteriormente, a inflação ainda está em processo de aceleração, e de fato nos Estados Unidos o maior aumento de preços nas últimas 3 décadas é esperado para o relatório inflacionário de outubro, adicionado às taxas soberanas que oferecem rendimentos negativos pouco atraentes para os investidores. Tudo isso, enquanto o processo de retirada de estímulos monetários começa, mesmo gradualmente no mundo desenvolvido. Nesse contexto, permanece a sobre-exposição em TIPS e a subexposição nos títulos nominais dos EUA.

US Mortgages: neutro

O mercado de trabalho continua sua recuperação, com a criação de mais de 531 mil postos de trabalho em outubro (acima dos 450 mil esperados) e uma taxa de desemprego que caiu marginalmente para 4,6% de 4,8% anteriormente. No entanto, os bons resultados ainda são incipientes, e uma aceleração que melhoraria significativamente as perspectivas não é prevista. Diante disso, decide-se manter a exposição em neutro nas *US Mortgages*.

US Investment Grade: underweight

A subclasse de ativos oferece um rendimento real negativo e uma duração da mais alta na amostra (perto de 9 anos), o que não é atraente no contexto atual de retiradas de estímulos monetários em todo o mundo. Por essa razão, mantém-se a subexposição no Grau de Investimento dos EUA., se mantém a subexposição nos *US Investment Grade*.

US High Yield: overweight

Ao contrário do caso anterior, um produto de maior rendimento do maior risco de crédito e a duração limitada em relação a outras alternativas (~ 4 anos), configuram uma boa combinação dentro da renda fixa, por isso decide-se manter a sobre-exposição *US High Yield*.

Europe Broad: underweight

Semelhante ao caso dos EUA, a subclasse de ativos exibe um rendimento pouco atraente e de alta duração, de modo que se mantém a subexposição em *Europe Broad*.

Europe High Yield: overweight

Novamente, a menor qualidade creditícia exige um maior *yield* oferecido aos investidores, *no qual, somado a Baixa duração relativa, nos leva a manter la sobre-exposição a Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

A dívida japonesa tem a maior duração da amostra (9,6 anos), juntamente com um *yield* pouco atraente (0,12%), o que se soma a um contexto macroeconômico desafiador nos leva a manter a subexposição em *Japan Broad*.

Dívida Emergente: overweight em bônus corporativos HY e neutro nas demais subclasses de ativo

O contexto de baixas taxas e *spreads* comprimidos em termos históricos gera uma oportunidade na dívida de mercados emergentes, como resultado de seu maior rendimento associado a um risco de crédito que pode ser justificado em alguns casos. De todas as alternativas disponíveis, a dívida soberana em geral tem o problema de ter uma duração elevada mesmo quando se considera alto rendimento, enquanto a dívida corporativa de Grau de Investimento não oferece um perfil de retorno de risco suficientemente atraente. Diante disso, do universo emergente, a alternativa da dívida corporativa de alto rendimento mostra rendimentos atraentes a um risco razoável, por isso **dívida corporativa emergente High Yield, mantendo o overweight**, e se mantém uma exposição em neutro nas demais subclasses de ativo.

Exposição às moedas – novembro 2021

Moedas	Bench.	Outubro	Novembro	OW/UW	Câmbio	
USD	42.3%	45.3%	46.0%	OW	3.7%	+
EUR	16.9%	14.6%	14.5%	UW	-2.4%	-
GBP	1.4%	1.4%	1.8%	OW		+
JPY	6.9%	5.5%	3.1%	UW	-3.8%	-
GEMs	32.6%	33.1%	34.5%	OW	1.9%	+
	100%	100%	100%			

O resultado da alocação TAACo resulta em uma determinada exposição às moedas, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas. Neste mês, foi decidido aumentar a sobre-exposição para USD em detrimento de um *overweight* menor em moedas emergentes.

Resultados TAACo Global – setembro 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%	60%	10%	3.1%	1.6%	1.9%	18.7	4.4
Renda Fixa	50%	30%	-20%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	37.3	0.4
Caixa	0%	5%	5%	0.0%	0.0%	0.0%	-6.2	
Ouro	0%	5%	5%	1.5%	0.0%	0.1%	1.3	
Cobertura						0.0%	-3.0	
Portfólio					1.25%	1.77%	48.0	4.8
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	12.5%	13.3%	0.8%	4.5%	0.56%	0.60%	1.1	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	0.0%	4.2%	0.06%	0.06%	0.0	
UK	2.7%	2.7%	0.0%	3.9%	0.11%	0.11%	0.0	
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	0.0%	8.2%	1.16%	1.16%	0.0	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	5.6%	0.80%	0.86%	2.5	
US Small Caps	4.3%	4.3%	0.0%	4.7%	0.20%	0.20%	0.0	
Japan	5.2%	3.0%	-2.2%	-3.4%	-0.18%	-0.10%	14.3	
Desenvolvidos	54.7%	54.3%	-0.4%	5.0%	2.72%	2.89%	17.9	
LatAm	4.3%	4.8%	0.5%	-5.4%	-0.23%	-0.26%	-4.2	
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	0.0%	-10.1%	-0.08%	-0.08%	0.0	
China	13.4%	13.4%	0.0%	3.2%	0.42%	0.42%	0.0	
EM Asia ex China	14.9%	16.4%	1.5%	-0.2%	-0.03%	-0.03%	-4.9	
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	0.6%	1.1%	0.04%	0.04%	-1.2	
EM Europe and Middle East	8.5%	6.3%	-2.2%	3.2%	0.27%	0.20%	-0.1	
Emergentes	45.3%	45.7%	0.4%	0.9%	0.39%	0.30%	-10.5	
Equities					3.11%	3.19%	7.4	
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	-1.2%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	-0.7	
US TIPS	1.3%	2.5%	1.2%	1.1%	0.01%	0.03%	2.1	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	0.2%	0.02%	0.02%	-0.9	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	-0.2%	0.00%	-0.01%	1.3	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-0.6%	-0.12%	-0.08%	0.0	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	-0.4%	0.00%	-0.02%	0.6	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-2.5%	-0.21%	-0.10%	8.2	
Dívida Desenvolvidos	56.6%	50.8%	-5.8%	-0.6%	-0.32%	-0.18%	10.6	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	0.3%	0.02%	0.02%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	-0.3%	-0.02%	-0.02%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	-0.3%	-0.02%	-0.02%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	5.8%	-2.2%	-0.15%	-0.28%	-9.3	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	-0.7%	-0.13%	-0.13%	0.0	
Dívida Emergente	43.4%	49.2%	5.8%	-0.7%	-0.30%	-0.43%	-9.3	
Fixed Income					-0.62%	-0.61%	1.3	

*Anualizado ** Desde 2001
Dados de 31 de outubro de 2021

Em outubro, a carteira da TAACo global retornou 1,8%, 53 pbs acima do *benchmark*. Tanto a alocação de ativos quanto a seletividade contribuíram para a geração de valor. Por outro lado, a alocação para o valor agregado do ouro subiu marginalmente 1,5% no mês, enquanto a posição ativa da moeda gerou uma pequena perda.

A carteira de ações retornou 3,2%, 7 bps acima do desempenho do *benchmark*. O maior contribuinte para a geração de valor foi a subexposição ao Japão, enquanto as posições longas na América Latina e Ásia EM ex China contribuíram negativamente. Os EUA e a Europa retornaram positivos, porém a carteira estava neutra.

Com relação à renda fixa, a carteira TAACo global retornou -0,6%, em linha com o desempenho do *benchmark*. A subexposição aos títulos japoneses agregou valor, enquanto a dívida HY corporativa emergente foi o maior detrator da criação de valor.

Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	
TAACo	1.8%	-0.3%	4.5%	17.0%	9.4%	7.5%	5.6%	7.5%	9.4%
Benchmark	1.2%	-0.1%	3.5%	14.6%	9.2%	6.8%	4.9%	5.7%	8.7%
Out/Under perf. (bps)	53	-14	100	244	20	69	71	170	
Ações	3.2%	0.7%	9.4%	29.9%	13.3%	10.6%	7.6%	5.7%	14.0%
Benchmark	3.1%	1.5%	10.0%	30.3%	13.4%	10.6%	7.4%	5.0%	13.9%
Europe ex UK	4.5%	0.4%	12.7%	37.7%	12.2%	9.5%	6.0%	4.4%	16.5%
Europe Small Cap ex UK	4.2%	0.3%	15.3%	47.5%	16.0%	12.9%	10.6%	11.6%	19.7%
UK	3.9%	1.3%	12.7%	38.1%	1.9%	2.5%	0.5%	0.6%	16.7%
US Large Cap Growth	8.2%	5.7%	24.3%	43.1%	30.4%	25.7%	18.9%	--	17.0%
US Large Cap Value	5.6%	3.3%	19.0%	37.6%	9.7%	9.0%	9.3%	5.4%	15.3%
US Small Caps	4.7%	3.7%	19.8%	50.2%	16.5%	14.9%	12.9%	12.0%	20.4%
Japan	-3.4%	1.6%	0.7%	17.8%	7.3%	6.2%	6.0%	2.8%	12.8%
Desenvolvidos [1]	5.7%	3.8%	19.4%	40.4%	18.2%	15.5%	12.2%	9.2%	14.9%
LatAm	-5.4%	-16.0%	-14.0%	16.7%	-7.5%	-4.2%	-6.0%	5.2%	28.6%
LatAm Small Cap	-10.1%	-18.8%	-14.2%	15.2%	-2.7%	-1.8%	-5.7%	8.1%	31.2%
China	3.2%	-2.0%	-14.0%	-9.2%	11.5%	10.2%	7.5%	12.9%	19.3%
EM Asia ex China	-0.2%	1.0%	7.8%	35.6%	18.0%	12.7%	7.9%	--	17.3%
EM Asia Small Cap	1.1%	0.6%	19.2%	43.2%	18.2%	9.8%	5.8%	10.8%	18.4%
EM Europe and Middle East	3.2%	10.1%	28.0%	55.5%	8.7%	6.4%	-1.8%	4.7%	18.5%
Emergentes [1]	1.0%	-0.5%	-0.3%	17.0%	12.3%	9.4%	4.9%	12.2%	16.7%
Renda Fixa	-0.6%	-1.6%	-2.3%	1.5%	5.2%	3.3%	2.6%	6.5%	5.2%
Benchmark	-0.6%	-1.8%	-2.8%	0.3%	4.6%	2.8%	2.2%	5.6%	5.1%
US Govt Agencies	-0.1%	-1.3%	-2.6%	-2.5%	5.0%	2.4%	2.3%	5.3%	4.0%
US TIPS	1.1%	0.2%	4.7%	7.1%	8.4%	4.7%	3.1%	6.8%	3.7%
US Mortgages	-0.2%	-0.7%	-0.9%	-0.6%	4.0%	2.2%	2.4%	5.3%	2.1%
US Corps	0.2%	-1.1%	-1.0%	2.2%	8.1%	4.8%	4.7%	7.3%	5.9%
US High Yield	-0.2%	0.3%	4.4%	10.5%	7.4%	6.4%	6.8%	9.8%	7.3%
Europe Broad	-0.6%	-2.1%	-2.9%	-2.5%	2.6%	1.4%	3.7%	5.5%	3.3%
Europe High Yield	-0.4%	-0.3%	3.8%	8.9%	4.9%	4.4%	7.0%	9.2%	7.8%
Japan Broad	-2.5%	-4.2%	-9.6%	-8.2%	0.3%	-1.6%	-2.3%	2.9%	7.4%
Dívida Desenvolvidos [1]	-0.4%	-1.4%	-1.7%	-0.1%					
EM Sovereign IG	0.3%	-0.6%	-2.1%	0.7%	7.9%	4.8%	4.8%	9.2%	7.0%
EM Sovereign HY	-0.3%	-1.5%	-0.5%	9.8%	3.9%	2.2%	4.9%	10.7%	12.7%
EM Corporate IG	-0.3%	-0.3%	-0.4%	1.8%	6.8%	4.5%	4.7%	--	4.6%
EM Corporate HY	-2.2%	-2.5%	-1.3%	4.6%	6.8%	5.5%	6.5%	--	8.6%
EM Local Markets	-0.7%	-2.4%	-3.8%	4.2%	4.7%	2.7%	0.6%	--	11.2%
Dívida Emergentes [1]	-0.9%	-1.0%	-2.7%	3.1%					
Caixa	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	1.1%	0.6%	1.7%	0.3%
Ouro	1.5%	-3.1%	-6.3%	-6.0%	13.3%	6.8%	0.3%	12.6%	13.4%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considerar 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
DM	19.6x	14.7x	2.0%	3.4x	2.2x	92%	7%	15%	0.2
US	22.2x	15.8x	1.0%	5.0x	2.8x	65%	7%	28%	0.3
Europe	15.8x	13.0x	3.0%	2.2x	1.8x	204%	6%	10%	0.1
Japan	15.0x	14.9x	2.0%	1.5x	1.3x	75%	8%	9%	0.2
EM	12.8x	11.5x	3.0%	2.0x	1.8x	63%	6%	12%	0.2
EM Asia	14.1x	12.2x	2.0%	2.0x	1.8x	44%	9%	12%	0.3
CEEMEA	10.5x	9.3x	5.0%	1.7x	1.6x	108%	6%	14%	0.1
LatAm	8.4x	12.1x	6.0%	1.8x	2.0x	213%	-8%	19%	0.0
China	13.5x	11.9x	2.0%	1.9x	2.0x	13%	16%	11%	1.0
S.Korea	10.2x	9.9x	2.0%	1.3x	1.2x	101%	-3%	13%	0.1
Taiwan	14.7x	14.4x	4.0%	2.8x	1.9x	59%	-1%	19%	0.2
India	23.6x	16.8x	1.0%	4.0x	3.2x	37%	18%	14%	0.6
Indonesia	16.2x	14.0x	3.0%	2.4x	3.4x	26%	20%	16%	0.6
Malaysia	14.3x	14.9x	4.0%	1.6x	1.9x	41%	5%	11%	0.3
Thailand	19.3x	12.9x	3.0%	2.2x	2.0x	24%	14%	9%	0.8
Philippines	18.4x	16.2x	2.0%	2.0x	2.5x	49%	27%	9%	0.4
S.Africa	9.2x	12.4x	5.0%	1.9x	2.4x	79%	10%	20%	0.1
Russia	7.2x	6.4x	8.0%	1.3x	1.1x	161%	3%	14%	0.0
Turkey	5.0x	8.4x	8.0%	1.0x	1.5x	43%	13%	17%	0.1
Poland	13.2x	11.8x	3.0%	1.5x	1.5x	133%	-7%	9%	0.1
Hungary	9.9x	9.6x	3.0%	1.5x	1.4x	127%	2%	14%	0.1
Czech R.	16.0x	12.6x	6.0%	1.7x	1.7x	77%	21%	11%	0.2
UAE	13.7x	11.1x	4.0%	1.6x	1.4x	16%	12%	12%	0.9
Brazil	6.5x	10.9x	7.0%	1.8x	1.8x	224%	-13%	21%	0.0
Mexico	14.9x	15.1x	3.0%	2.2x	2.7x	144%	4%	23%	0.1
Chile	12.0x	15.8x	4.0%	1.3x	2.0x	116%	-1%	13%	0.1
Colombia	9.6x	13.5x	11.0%	1.2x	1.6x	317%	23%	21%	0.0
Peru	11.4x	12.6x	3.0%	2.0x	3.1x	669%	15%	19%	0.0

Fonte: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Dados de 27 de Outubro de 2021

* PEG: PE ratio/Earnings Growth

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou uma solicitação para comprar ou vender, subscrever ou resgatar, contribuir ou retirar quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe utilizando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que serão realizadas. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de entrar em qualquer transação de títulos, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos e as empresas da Compass Group e/ou pessoas relacionadas ("Compass Group"), não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indiretamente, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Compass Group, que não assume a obrigação de atualizar as informações aqui contidas. Compass Group, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários orais ou escritos sobre o mercado ou transações que reflitam uma visão diferente daquelas expressas neste relatório.