



Janeiro 2022

TAACo Global	Desempenho						Desde início**	Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	2,1%	1,7%	4,4%	9,7%	7,8%	5,9%	7,4%	9,4%
Benchmark	1,7%	1,1%	3,3%	9,4%	7,1%	5,2%	5,7%	8,7%
Out/Under perf. (bps)	44	61	109	33	62	71	171	
Ações	3,4%	3,1%	9,3%	14,6%	10,5%	8,0%	5,6%	14,0%
Benchmark	3,3%	2,8%	9,6%	14,6%	10,4%	7,9%	5,0%	13,8%
Renda Fixa	0,4%	-0,6%	-2,3%	4,4%	3,9%	2,8%	6,5%	5,1%
Benchmark	0,1%	-0,7%	-2,9%	3,9%	3,5%	2,3%	5,6%	5,0%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	1,1%	0,6%	1,7%	0,8%
Ouro	0,1%	3,6%	-4,3%	12,2%	9,5%	1,7%	12,8%	12,7%

Resultados em 31 de dezembro de 2021

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## O show deve continuar <sup>1</sup>

Pelo terceiro ano consecutivo em 2021 e apesar da pandemia da COVID-19, as ações globais têm rendimentos positivos em dois dígitos. Foi formado um ambiente global sem precedentes, no qual também está em curso uma revolução digital, ambiental e de câmbios demográficos estruturais. A economia global está afetada por todos esses fatores aos quais se somam estímulos monetários e fiscais massivos. Após uma recessão decorrente da paralisação devido ao grande confinamento global, a forte recuperação econômica atingiu seu pico e a atividade começa a se normalizar, trazendo consigo uma desaceleração e altas taxas de inflação não observadas há décadas. Estes últimos são resultado de disrupções nas cadeias de abastecimento e do retorno da demanda reprimida pela imobilização da população devido às quarentenas.

Os bancos centrais começam a retirar estímulos monetários e/ou aumentar as taxas; liderado pelo banco central mais importante, o Fed dos EUA, que começou a reduzir a liquidez injetada (*tapering*) com cautela e tentando proteger a recuperação, ou melhor, evitar um "pouso forçado".

Quanto à pandemia, continua seu curso, efetivamente desacelerado pela vacinação da população. Novas variantes continuam a ser geradas, as mais recentes e atualmente se espalham rapidamente pelo mundo, Ômicron, embora muito contagiosa, mas de menor gravidade e letalidade, especialmente em pessoas vacinadas.

E assim, o mundo continua funcionando, diferentemente em diversas áreas, devido à pandemia e à aceleração que gerou nas megatendências. No entanto, de uma forma ou de outra, também estamos gradualmente retornando à nossas atividades familiares tradicionais, sociais, comerciais, de trabalho etc.

Nos mercados, os últimos dois anos deixaram retornos positivos, embora com grandes divergências entre países, setores e temas. Além disso, nos índices que apresentam fortes aumentos, há uma alta concentração entre certas empresas cujos preços das ações são aqueles que predominam e lideram a tendência.

### Alocação de ativos. –

Encerramos o ano com uma decidida sobreponderação em renda variável sobre a renda fixa. No entanto, apesar de ainda termos taxas de juro reais negativas, potencialmente inflacionistas, e de as empresas serem as mais bem preparadas para lidar com este cenário, há uma tensão que produziria uma complexa combinação risco/retorno. Entre os factores a considerar estão as altas valorizações de algumas ações, taxas de juro de mercado que estão em níveis inexplicavelmente

### Índice

O show deve continuar ..... 1

Posicionamento TAACo Global ..... 3

Resultados ..... 13

Desempenho ..... 14

Valorizações ..... 15

Em 2021 e pelo terceiro ano consecutivo, as ações globais estão sendo negociadas em dois dígitos...

Mas a economia global começa a desacelerar e a inflação se torna persistente

O Fed começa a retirar a liquidez

Mundo convive com a pandemia à medida que a cobertura vacinal avança

Os retornos das ações foram díspares desde o início da pandemia

<sup>1</sup> A função deve continuar. Canção da banda de rock britânica Queen, do álbum Innuendo (1991). Esta frase é originalmente atribuída ao artista francês Charles Aznavour (1924-2018)



baixos neste contexto e a maior volatilidade que prevaleceria este ano. Isso implica que mais do que "só" ser longo em ações, em 2022 escolher em quais ações é fundamental.

Assim, a sobreponderação de ações é reduzida e essa liquidez é atribuída à caixa como um meio de tirar proveito de potenciais aumentos de taxas ou de oportunidades de investimento que se apresentem..

Valorizações altas, taxas de juros extraordinariamente baixas, maior volatilidade, entre outros fatores levam à seletividade ser fundamental



## Posicionamento da carteira – Janeiro 2022

TAACo Global	Bench.	Dezembro	Janeiro	OW / UW	Câmbio
Ações	50%	60%	55%	OW 5%	-5,0% -
Renda Fixa	50%	25%	25%	UW -25%	
Caixa		10%	15%	OW 15,0%	5,0% +
Ouro		5%	5%		
<b>Total Carteira</b>					
Europe ex UK	12,5%	12,5%	13,5%	OW 1,0%	1,0% +
Europe Small Cap ex UK	1,5%	1,5%	1,5%	N	
UK	2,7%	3,7%	3,7%	OW 1,0%	
US Large Cap Growth	14,2%	14,2%	13,2%	UW -1,0%	-1,0% -
US Large Cap Value	14,3%	15,3%	15,3%	OW 1,0%	
US Small Caps	4,3%	4,8%	4,8%	OW 0,5%	
Japan	5,2%	3,0%	3,0%	UW -2,2%	
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>54,7%</b>	<b>55,0%</b>	<b>55,0%</b>	<b>OW 0,3%</b>	
LatAm	4,3%	4,3%	4,3%	N	
LatAm Small Cap	0,8%	0,8%	0,8%	N	
China	13,4%	13,8%	13,8%	OW 0,4%	
EM Asia ex China	14,9%	16,4%	15,9%	OW 1,0%	-0,5% -
EM Asia Small Cap	3,4%	3,4%	3,4%	N	
EM Europe and Middle East	8,5%	6,3%	6,8%	UW -1,7%	0,5% +
<b>Mercados emergentes</b>	<b>45,3%</b>	<b>45,0%</b>	<b>45,0%</b>	<b>UW -0,3%</b>	
<b>Total Ações</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>0,0%</b>	
US Govt Agencies	10,2%	9,0%	9,0%	UW -1,2%	
US TIPS	1,3%	2,5%	2,5%	OW 1,2%	
US Mortgages	7,6%	7,6%	7,6%	N	
US Corps	7,3%	6,3%	6,3%	UW -1,0%	
US High Yield	1,8%	4,6%	4,6%	OW 2,8%	
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%	
<b>Dívida desenvolvidos</b>	<b>56,6%</b>	<b>50,8%</b>	<b>50,8%</b>	<b>UW -5,8%</b>	
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	
<b>Dívida emergente</b>	<b>43,4%</b>	<b>49,2%</b>	<b>49,2%</b>	<b>OW 5,8%</b>	
<b>Total Renda Fixa</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>		

Reduz-se a 55% a exposição a ações, mantêm-se RF em 25%. Atribui-se 5% a ouro e aumenta-se a 15% a caixa

Se aumenta a OW a posição na Europa e OW UK é mantido

US: se leva large cap growth a UW e se mantém o OW value e small cap

UW em Japão

Se mantém neutro na América Latina

OW China

Se modera OW na EM Ásia ex China para reduzir UW em EMEA

UW Treasuries / OW TIPS

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

UW bônus europeus e japoneses

OW emergente é mantido através de uma posição ativa em títulos corporativos high yield

Em janeiro, a carteira TAACo Global reduziu a sobre-exposição para as ações para 55%, mantendo a posição de renda fixa em 25%, e alocando 15% em dinheiro dada a atratividade de taxas curtas, com 5% em ouro como proteção contra disruptivos.

Depois de três anos com ações globais rendendo dois dígitos e avaliações que parecem altas, especialmente em ações do tipo *growth*, decide-se reduzir a exposição as ações. Dentro da carteira de ações, o posicionamento é favorecido para regiões, países, estilos, setores que estão atrasados e que ainda têm potencial de valorização. Desta forma, a OW Europa é levada em detrimento de uma posição curta no *growth* dos EUA. Por outro lado, o OW é mantido no Reino Unido e no *US Large Cap Value*. A UW no Japão é mantida em favor de posições de financiamento com maior potencial de valorização. Dentro das economias emergentes, se mantém o neutro na América Latina devido à falta de catalisadores ascendentes e a OW da China é mantida. Se modera a sobre-exposição a outras ações asiáticas para reduzir a UW em EMEA.

Diante dos ajustes na política monetária e do aumento das taxas de juros, decide-se manter a exposição à renda fixa. Dentro do portfólio a UW mantém a posição em Treasuries e OW TIPS. Em geral, taxas de juros baixas e até negativas, somadas a *spreads* comprimidos, nos levam sobreponderar produtos de *spread* em busca de *yields* (OW HY US, HY Europe e HY EM Corporate).



## Renda Variável

### **Europa ex UK: Aumenta-se a posição para o *overweight* e permanece neutra em *small cap***

A região está sendo afetada pela disseminação do Ômicron, que tem empurrado contágios diários para níveis não vistos em ondas anteriores. No entanto, essa variante do vírus está sendo mais contagiosa, mas menos letal, de modo que até agora na região não foram reimpostas restrições estritas de mobilidade, apesar do aumento dos contágios.

Desta forma, o ano começa novamente vivendo com a Covid-19, enquanto o pico de recuperação econômica ficou para trás. Estima-se que em 2021 a região crescerá perto de 5% para desacelerar para 4,4% em 2022, o que ainda está acima da tendência de longo prazo. Os dados econômicos já internalizam um ritmo mais lento de crescimento e melhoram o *momentum* econômico. Países com maior viés manufatureiro, como a Alemanha, poderiam até mesmo acelerar seu crescimento em 2022, na medida em que as pressões sobre as cadeias de suprimentos sejam atenuadas, à qual se soma uma mudança de liderança com a chegada de Olaf Scholz, que aumentaria os gastos fiscais nos próximos anos. Além disso, os principais indicadores do PMI para manufatura e serviços continuam acima do limite de expansão (mais de 50 pts.), embora desacelerando em relação aos meses anteriores ao vai e vem dos contágios por covid. Isso apoiaria a tese de que a economia continuaria a se expandir, embora em um ritmo mais lento.

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 nível mais alto desde que o euro foi implementado. A inflação em dezembro foi de 5,0% em relação ao ano anterior, enquanto o índice de preços ao produtor subiu 23,7% em doze meses até novembro, o que eventualmente pressionará as margens corporativas e/ou levará o Banco Central Europeu (BCE) a apertar a política monetária para controlar a inflação. Embora a autoridade monetária tenha mantido um discurso *dovish* (a favor de manter os custos de financiamento baixos), desde setembro os programas de compra de títulos (***tapering***) começaram a ser reduzidos.

Apesar do início da retirada do excesso de liquidez, ainda é abundante. Este ano, o crescimento ainda será apoiado por estímulos fiscais e monetários que estão operacionais. Somente no nível regional, somente o Fundo de Recuperação desembolsará valores que totalizam 750 bilhões de euros.

Quanto ao setor corporativo, começa este mês a temporada de relatórios de resultados para o 4º trimestre de 2021. Assim como o crescimento, espera-se que os lucros desacelerem no final do ano e até 2022. Se em 2021 foi estimado que os lucros cresceriam cerca de 55%, este ano só cresceriam 7% (número corrigido para baixo no último mês). No nível setorial, os lucros seriam impulsionados pelos setores de energia (que continua o bom momento de 2021), consumo industrial e discricionário.

As ações da zona do euro fecham 2021 rendendo menos que as globais e ainda mantêm uma defasagem considerável em relação aos pares desenvolvidos no longo prazo. Quanto às avaliações, a relação P/U fwd. 12 meses negociam em linha com a média de 5 anos, enquanto a relação P/VL negocia sobre ele. No entanto, em termos de mercados desenvolvidos, as ações negociam com descontos.

Dado fundamentos econômicos favoráveis, defasagem de ações de curto e longo prazo, avaliações atraentes em termos relativos e que o índice tem uma posição diversificada entre setores, com alta exposição ao setor financeiro (que se beneficiará da inclinação das curvas de taxas de juros) e setores com alto potencial de crescimento dos lucros (consumo discricionário, industrial) é que **decide-se aumentar a posição nas ações *large cap* a *overweight***. Por outro lado, **mantém-se neutra a exposição a *small caps*** devido à maior geração de renda da economia doméstica, que poderia ser afetada pelo aumento dos preços da energia e da inflação.

### **Reino Unido: posição permanece *overweight***

Os contágios diários permanecem elevados devido à expansão do Ômicron; no entanto, com 71% da população imunizada e 53% tendo recebido doses de reforço, estão sendo feitos progressos em direção a uma adaptação "nova normal" à função com covid.





Com base em extensos estímulos fiscais e monetários implementados como medidas contracíclicas para lidar com a crise sanitária e econômica, o país surpreendeu, recuperando-se mais rápido do que o esperado. Mas dado o cenário de incerteza que o Ômicron está gerando, estima-se que o PIB terminará 2021 perto de 1,5% abaixo do nível pré-pandemia. De qualquer forma, as novas ondas de contágio afetam cada vez menos o desempenho econômico. Por outro lado, os principais indicadores do PMI de manufatura e serviços permanecem acima de 50 pts., antecipando que a recuperação econômica continuará apesar dos surtos de covid.

Do lado monetário, a inflação atingiu 5,1% em novembro, o maior recorde em quase três décadas. Em resposta à alta inflação, o Banco da Inglaterra (BoE) em sua reunião de política monetária de dezembro decidiu por 8 votos a favor e um contra aumentar inesperadamente a taxa de referência em 15 bps. até 0,25%, mantendo os programas de compra de ativos inalterados. O impacto econômico do Ômicron, as interrupções nas cadeias de fornecimento, o aumento do preço das commodities, especialmente a energia, a falta de mão-de-obra e o aumento dos salários estão levando ao aumento dos preços mais prolongado do que transitório. O mercado de trabalho está mostrando força, com a taxa de desemprego caindo para 4,2% em outubro.

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. As ações britânicas estão anos atrás das ações europeias e globais, mas em 2020 essa diferença aumentou ainda mais devido ao *Brexit*, um risco que se dissipa na margem. As projeções de lucro corporativo são corrigidas para cima no último mês e indicam crescimento próximo a 83% para 2021. Para 2022, espera-se um crescimento de 2,7%, o que se compara negativamente com o resto da Europa.

Por outro lado, as avaliações 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.

Dado o bom *momentum* econômico, a defasagem das ações, a atratividade das avaliações, o alto *dividend yield* (acima de 4%) e um índice que tem alta exposição a setores que se beneficiam da inclinação da curva e da alta das commodities, este mês **mantém-se a sobreponderação nas ações britânicas.**

### **Estados Unidos: Mantém-se a sobre-exposição às ações dos EUA Large Cap Value e Small Cap. Leva-se a underweight as ações Large Cap Growth**

A recuperação econômica atingiu um pico durante o segundo trimestre e, em 2022, uma moderação dos dados econômicos seria observada à medida que os efeitos dos estímulos fiscais desaparecem e a retirada de estímulos monetários começa, o que impactaria diretamente no consumo. No entanto, tal cenário – de menor crescimento, não de estagnação ou contração – já seria internalizado nas expectativas.

Do lado do trabalho, a situação vinha melhorando, mas a criação de empregos em dezembro foi amplamente decepcionante. Apenas 199.000 novos empregos não agrícolas foram adicionados, segundo estimativas de 450.000; mas o número do mês anterior foi corrigido para cima de 210.000 para 249.000. Por sua vez, a pesquisa domiciliar mostra resultado oposto, e a taxa de desemprego caiu para 3,9% de 4,2% em novembro, enquanto a participação no trabalho permaneceu constante. Dado o mercado de trabalho apertado, os salários aumentaram 4,7% em relação ao ano anterior (0,6% ao mês), acima das expectativas.

Por sua vez, dado o persistente aumento da inflação (6,8% em relação ao ano anterior em novembro, o maior recorde em três décadas), o Fed adverte que um maior ajuste monetário será necessário para controlar o avanço dos preços. Dessa forma, o mercado estima 3 aumentos de taxas de juros para este ano e outros 3 para o próximo ano, o que levou à inclinação da curva de juros. A taxa do título do Tesouro de 10 anos passou de 1,51% no final de 2021 para 1,78% a partir de 10 de janeiro

Em relação ao setor corporativo, após o crescimento dos lucros no segundo trimestre de 2021, espera-se um crescimento próximo de 20% para o último trimestre, corrigido para baixo. Até 2022, uma base de comparação elevada, menor demanda e pressões de custos mais elevadas levariam os lucros a crescer em torno de 7%, número que se mantém estável em relação ao mês anterior, e que seria impulsionado pelos setores de energia, consumo discricionário e industrial.

A combinação de inflação persistente e aumento das taxas de juros está levando as ações mais sensíveis às oscilações das taxas, como as de estilo *growth*, sendo impactadas negativamente no início do ano. Assim, decide-se favorecer o rodízio das ações *growth*, que também apresentam altas valorizações, a estilos como *value*, que mostra defasagem e maior espaço de valorização, o que consegue captar melhor o aumento da inflação, das taxas de juros, com maior exposição a setores como financeiro, industrial e energético.

Por outro lado, as avaliações, na forma agregada, continuam a parecer caras e tanto a relação P/U fwd. e P/VL estão 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 4,1% dos ativos sob gestão (AUM).

O *momentum* econômico se estabiliza e à medida que a economia continua se recuperando, as ações mais beneficiadas serão as que apresentam maior defasagem, como as *value*, cujas valorizações parecem mais atraentes do que as do estilo *growth*, que também são altamente sensíveis às variações nas taxas de juros. Por essa razão, **decide-se levar a underweight em US Large Cap growth dos EUA, mantendo a sobre-exposição às ações da US Large Cap Value e Small Caps.** Estes últimos têm alta exposição a setores que se beneficiam da consolidação do crescimento, como o industrial, e da inclinação da curva de juros, como o setor financeiro; com menor exposição a ações de tecnologia (que tendem a ter um viés de *growth*).

## **Japão: Underweight permanece em 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 está sob controle, enquanto 79% da população está imunizada (sem avanço em relação ao mês anterior). Além disso, o primeiro-ministro Fumio Kishida aumentará os gastos fiscais com um pacote de US\$ 490 trilhões (quase 10% do PIB) para acelerar a recuperação econômica, ao mesmo tempo em que busca reduzir as desigualdades sociais. Ao contrário do resto do mundo, de acordo com as estimativas do FMI, o crescimento aceleraria em 2022 para 3,2% de 2,4% em 2021.

Por outro lado, o controle da pandemia e dos estímulos fiscais e monetários melhoram as expectativas econômicas. Tanto o PMI de serviços quanto de manufatura permanece acima de 50 pts., enquanto a confiança do consumidor está no nível mais alto desde o início da pandemia.

Quanto à política monetária, a inflação está acelerando, mas permanece longe da meta de 2% ao ano (em novembro era de 0,6% em relação ao ano anterior), o que permitiria ao Banco do Japão manter uma política monetária expansionante por um longo período, mais longo que os pares globais, embora o fim do programa de compra de ativos pandêmicos já tenha sido anunciado.

Com relação ao setor corporativo, estima-se uma expansão dos lucros em relação a 80% para 2021, número que permanece inalterado em relação ao mês anterior; para 2022, espera-se que o crescimento dos lucros seja próximo de 8%, maior do que o resto dos mercados desenvolvidos. Por outro lado, as avaliações são atraentes em termos de países desenvolvidos.

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 (aqueles que corrigiram para cima antes do anúncio da mudança do primeiro-ministro) o que deixa um potencial de valorização limitado para os meses seguintes, além das expectativas econômicas e corporativas serão afetados pela desaceleração do crescimento global, dado que o país tem um forte viés de exportação. Devido ao exposto, **decide-se manter a subexposição às ações japonesas.**

## **Ações Emergentes: O leve OW na China permanece. OW é reduzido na Ásia EM ex China para diminuir UW em EMEA. A exposição neutra é mantida na Latam.**

Depois de fechar 2021 com retornos negativos e mais de 20 pontos abaixo da ACWI, as perspectivas para os mercados emergentes este ano se beneficiam do melhor *momentum* econômico da China, *commodities* que continuarão a ser fundamentais para a recuperação econômica global e avaliações atraentes em relação aos pares desenvolvidos. No entanto, os aumentos das taxas nos bancos centrais locais (principalmente no EMEA, Latam e Coreia) que continuariam durante a primeira parte do ano e a incerteza em torno dos movimentos do Fed poderia continuar gerando ruído e volatilidade no curto prazo. Dado o exposto, **mantém-se um leve UW os mercados emergentes.**

## **América Latina: Mantém-se a posição neutra**

A região mantém uma defasagem significativa em relação aos índices globais, juntamente com avaliações em níveis atraentes dentro das economias emergentes. No entanto, a América Latina está ameaçada pela desaceleração econômica da China, pressões inflacionárias, incerteza política e os riscos de aumento de contágios por Ômicron, portanto, decidiu-se **permanecer neutro.**

No caso do **Brasil**, o mercado de trabalho se recupera criando 324 mil postos de trabalho em dezembro, diminuindo assim a taxa de desemprego para 12,1% – o menor valor desde o primeiro trimestre de 2020. Além disso, foi registrado o maior superávit orçamentário desde 2013, com US\$ 680 milhões em novembro. Por sua vez, o Operador Nacional do Sistema Elétrico descartou que em 2022 haja risco de racionamento de energia porque o período chuvoso permitiu que as barragens recuperassem grande parte de sua capacidade. No entanto, o preço dos cereais permanece alto, pressionando a inflação do lado dos alimentos. No cenário político, foi aprovada a reforma constitucional para aprovar o aumento do programa social Auxílio Brasil, excedendo o limite constitucional de gastos fiscais, pelo terceiro ano consecutivo, no valor de 111 milhões de reais. Além disso, o governo anunciou que não haveria aumentos no salário dos funcionários públicos – exceto a polícia –, mas provocou descontentamento entre os trabalhadores, que convocaram manifestações em 18 de janeiro e ameaçaram greve, pressionando assim os gastos fiscais. Por sua vez, os contágios diários de covid-19 quadruplicaram durante a última semana devido ao Ômicron, embora as restrições de mobilidade ainda não sejam aplicadas, uma vez que 67% da população está totalmente vacinada com 2 doses.

A inflação permanece em 2 dígitos pelo terceiro mês consecutivo, com o recorde de novembro sendo de 10,7% em relação ao ano anterior, o maior desde 2003, fazendo com que o Banco Central eleve a taxa Selic em 150 bps atingindo 9,25%; estima-se que na reunião de política monetária em fevereiro haverá outro aumento da mesma magnitude. Em relação ao comércio exterior, tanto o ferro quanto a soja tiveram aumentos significativos em seus preços em dezembro, beneficiando assim as exportações do país. As avaliações, por outro lado, mostram sinais mistos, com a relação P/U  *fwd*. abaixo da média de 5 anos, tanto local quanto relativa à região, enquanto a relação P/VL está na média. Diante desse cenário, onde se mantém a recuperação do mercado de trabalho, avaliações atraentes, recuperação dos preços das *commodities*, mas contrasta com pressões inflacionárias e fiscais, além de aumentos significativos dos contágios, **decide-se manter a posição neutra nas ações brasileiras.**

No **México**, os principais indicadores do IMEF se recuperaram em dezembro, uma vez que tanto a manufatura quanto os serviços atingiram 52,6 pts., entrando no terreno de clara expansão econômica e, assim, melhorando as perspectivas para o quarto trimestre de 2021. Além disso, a produção industrial em novembro cresceu 0,6%, recuperando-se da contração do mês anterior. No entanto, a inflação persiste com uma tendência de alta e atinge 7,4% em 12 meses em dezembro, por isso estima-se que o Banxico continuará seu ciclo de ajuste monetário, elevando a taxa de política monetária durante o ano – projeta-se que termine em 6,5% até o final de 2022 de 5,5% atualmente. No cenário político, ainda há incerteza sobre a reforma elétrica do governo, que tem um prazo para discussão em 22 de abril. Por sua vez, há um aumento dos contágios por Ômicron, mas como não há aumentos significativos de mortes e internações, não foram aplicadas restrições de mobilidade. Em relação às avaliações, elas persistem em níveis atraentes, tanto a relação P/U  *fwd*. 12 meses como P/VL estão abaixo da média dos últimos 5 anos em termos absolutos, mas em relação à região eles negociam com um prêmio devido ao bom desempenho de 2021. Com base no exposto, dada a recuperação da atividade econômica, o alto preço das *commodities* energéticas (embora com perspectivas menos favoráveis durante 2022), mas com a incerteza em relação às reformas governamentais, **decide-se manter um leve overweight nas ações mexicanas.**





O segundo turno das eleições presidenciais no **Chile**, no qual o candidato de esquerda Gabriel Boric venceu, encerrou um período eleitoral conturbado que gerou altos níveis de incerteza política, social e econômica. Apesar disso, esse tom de incerteza permanecerá presente pelo menos nos próximos meses, até que haja maior clareza quanto ao tom político que definirá o mandato do presidente eleito Gabriel Boric, juntamente com o novo texto constitucional submetido ao plebiscito de saída, atualmente programado para o final de junho. Por sua vez, a atividade econômica continua avançando, mas desacelera, após o crescimento de 14,3% em dezembro superar as expectativas pelo oitavo mês consecutivo, mas por um avanço mensal de 0,3%, explicado pelo único setor que cresceu no mês (serviços), com todos os demais setores recuando ligeiramente. Nesse mesmo sentido, a confiança empresarial mantém sua tendência de queda iniciada há 3 meses, e chega a 46,6 pts., abaixo do nível neutro de 50 pts. Por outro lado, as pressões inflacionárias não vão embora, e a inflação termina 2021 com um recorde de 7,2%, a maior em 14 anos, o que sustenta a política agressiva de retirada de estímulos monetários do Banco Central, e uma nova alta de pelo menos 100 bps já está prevista. Na reunião de janeiro, para trazer a taxa de referência para 5,0%. As valorizações, por outro lado, permanecem atraentes, com a relação P/U fwd. e P/VL um desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos. As premissas extremamente negativas subjacentes aos preços dos ativos locais, que em parte incorporam os piores cenários que poderiam ocorrer em termos políticos, juntamente com uma eventual moderação no programa de governo de Boric devido a um congresso fragmentado, atividade econômica que continua a superar as expectativas, e uma pandemia que ainda permanece sob controle apesar da aceleração de novos casos devido à chegada de Ômicron, derrubar o equilíbrio em favor da exposição ao Chile, por isso **decide-se levar de neutro a sobre-exposição para ações chilenas.**

No caso da **Colômbia**, começa a ser observada uma desaceleração econômica, dado que a atividade econômica em outubro cresceu 9,3% em relação ao ano anterior, a taxa de desemprego em novembro caiu marginalmente para 12,2% e a confiança do consumidor em novembro caiu para -1,4 pts, com os 3 indicadores piores do que as expectativas do mercado. Enquanto o PIB se correlaciona positivamente com o preço do petróleo, que deu impulso à economia no último ano, as perspectivas para o preço do petróleo bruto são moderadas para este ano. Por outro lado, persistem os aumentos no nível de inflação, que atingiram 5,6% em dezembro, por isso estima-se que o Banco da República aumentará 75 bps. a taxa de referência na próxima reunião em janeiro. Além disso, há incerteza política devido às eleições legislativas de março e às eleições presidenciais de maio, das quais ainda não há clareza sobre o caminho que tomarão. Por sua vez, os casos de covid-19 estão aumentando em um nível acelerado, com mais de 30.000 contágios diários, mas apenas festivais em algumas cidades foram cancelados, sem implementar maiores restrições de mobilidade. Em relação às ações colombianas, suas valorizações permanecem em níveis atraentes, com a relação P/VL e o FWD. abaixo da média de 5 anos por mais de 1 desvio padrão em termos absolutos. Apesar da alta do preço do petróleo e das valorizações em níveis atraentes, da desaceleração da recuperação da atividade, de um cenário fiscal complexo, da incerteza política e de uma nova onda de contágios, **decide-se reduzir a sobre-exposição das ações colombianas e levá-las para neutras.**

No caso do **Peru**, o mercado de trabalho mantém sua recuperação desde setembro, com a taxa de desemprego em novembro caindo para 9,1% e, assim, atingindo seu menor nível desde o início da pandemia. Além disso, as operações da mineradora Las Bambas, produtora de 2% do cobre mundial, foram retomadas após negociações entre o governo e as comunidades que bloquearam a passagem para uma estrada de depósito durante grande parte de dezembro. No entanto, a inflação acelera, atingindo 6,4% em relação ao ano anterior em dezembro, sendo o maior nível em 13 anos e causando um aumento de 50 bps. na taxa de política monetária de 2,5% para 3,0% na reunião de política monetária em janeiro, com outro aumento da mesma magnitude estimado na próxima reunião em fevereiro. No cenário político, persistem altos níveis de incerteza, uma vez que o presidente Pedro Castillo alcançou uma reprovação de 62,1% em dezembro e reiterou como uma das metas do governo modificar a constituição do país. Por sua vez, os contágios diários da Covid-19 aceleraram com um registro de mais de 16.000 casos, fazendo com que o governo reduzisse a capacidade de shopping centers, restaurantes e espaços fechados para 40%.

Finalmente, suas avaliações permanecem em níveis atraentes, dado que a relação P/U fwd. e p/VL negociam abaixo de sua média de 5 anos em termos absolutos – este último por mais de 1 desvio padrão. Considerando o exposto, ainda há um cenário de recuperação econômica, mas permanece contrastado com uma terceira onda





declarada de contágios e um cenário político polarizado que gera problemas de governança, por isso **decide-se manter a exposição neutra nas ações peruanas.**

No caso da **Argentina**, a pandemia está começando a acelerar novamente com contágios atingindo um recorde com mais de 109.000 casos diários e tendo uma taxa de positividade próxima a 56%. No entanto, a população vacinada com 2 doses já chegou a 73% e as autoridades recorreram à responsabilidade individual sem aplicar restrições de mobilidade. Por sua vez, a produção industrial em novembro cresceu 10,1% para doze meses, recuperando-se após 4 meses consecutivos de queda, enquanto o mercado de trabalho melhora com a taxa de desemprego do terceiro trimestre caindo para 8,2%, o menor valor desde 2017. Contudo, a inflação persiste em níveis muito altos em relação ao resto da região, em novembro, atingindo 51,4% em relação ao ano anterior. Para combater as pressões inflacionárias, o governo implementou um programa de preços de 1.432 produtos por 90 dias que terminou em 7 de janeiro, e decidiu substituí-lo por uma nova versão que busca controlar o preço de cerca de 1.300 itens para que seus aumentos sejam máximos de 2% ao mês ao longo de 2022. Além disso, há uma seca no norte de Buenos Aires, Córdoba e Santa Fé, as áreas mais produtivas do país, o que causa riscos e preocupações com as colheitas de milho e soja, das principais exportações do país. No cenário político, o partido no poder declarou que é prioritário chegar a um acordo com o FMI, e embora tenham sido realizadas negociações com a organização, ainda não está claro na obtenção de um acordo no curto prazo, uma vez que o governo não aceitaria os requisitos de consolidação fiscal solicitados pelo FMI. Em relação às avaliações, tanto a relação P/U de 12 meses quanto a P/VL negociam abaixo de sua média de 5 anos em termos absolutos. Nesse cenário de complexas condições macroeconômicas, negociações desafiadoras e uma nova onda de contágio, **decide-se manter o *underweight* das ações argentinas.**

#### **China: Mantém-se o leve OW nas ações chinesas**

Após um complexo 2021 para as ações chinesas, com vários ventos contrários ou freios de mão para a economia local (ajuste monetário e fiscal, política do zero-covid e ruídos regulatórios permanentes), sinais positivos começam a ser observados até 2022. O Banco Popular da China aliviou sua política monetária reduzindo a taxa de exigência de reserva em 2 vezes e durante as últimas semanas adicionou uma redução de 5bps. da taxa de referência para empréstimos de 1 ano. Além disso, o impulso econômico começa a melhorar após o PMI de produção de dezembro voltar ao solo de expansão econômica em 50,9 pts. (v/s os 49,9 pts. do mês anterior). Deve-se notar também que a surpresa econômica continua em território positivo desde o mês passado.

Por sua vez, os principais riscos para as ações chinesas permanecem regulatórios e a política de zero-covid. Quanto ao primeiro, esperamos moderar para 2022, à medida que as empresas começaram a incorporar demandas governamentais e suas políticas alinhadas com os objetivos estratégicos do Partido Comunista Chinês. Em relação à política de zero-covid, estimamos que isso será mantido até pelo menos a realização dos Jogos Olímpicos de Inverno que começam em fevereiro, mas depois, apoiados por um avanço significativo nos programas de vacinação tanto na China quanto no resto do mundo, o ruído em torno das restrições diminua.

Quanto ao setor corporativo, os lucros foram permanentemente corrigidos para baixo nos últimos meses, uma vez que as regulamentações das autoridades têm pressionado as margens de lucro das principais empresas do gigante asiático. No entanto, e em consonância com o crescimento econômico, esperamos que isso tenha atingido um piso nos últimos meses e comece a se recuperar na primeira parte do ano. Por sua vez, as valorizações são moderadas pelo FWD P/U. ajustado às suas médias históricas e ao p/VL negociando abaixo das mesmas médias. Com relação aos fluxos, as entradas continuaram a ser observadas no último mês para fechar 2022 com entradas de capital de quase 20% do total de ativos administrados apesar dos ruídos já mencionados. Diante de tudo isso, **decide-se continuar com o leve OW** que foi introduzido no TAACo de dezembro.

#### **Ásia emergente ex China: Se reduz o OW**

A alta demanda por semicondutores e o controle pandêmico na Índia impulsionaram os rendimentos na região que fechou 2021 com retornos positivos, apesar do fraco desempenho econômico e corporativo na China. Até 2022, a alta demanda por *chips* seria mantida pelo menos durante o primeiro semestre do ano, o que suporta as economias taiwanesa e coreana (em menor grau a última). Por sua vez, no Sudeste Asiático, a recuperação econômica está apenas começando a tomar forma e se beneficiará da política monetária expansionista que



continuará ao longo do ano. Finalmente, na Índia, as avaliações nos levam a manter maior cautela. Contudo, **decidiu-se reduzir a OW em ações da Ásia Emergente ex China.**

Depois de fechar 2021 com retornos de mais de 20% em USD e parecendo um dos mercados emergentes com melhor desempenho, o cenário da Índia para 2022 parece desafiador. Nos últimos dias, os aumentos nos casos começaram a ser registrados com mais de 90.000 diariamente e as perspectivas econômicas podem começar a sofrer. Isso apesar de o PMI de Manufatura para dezembro ter permanecido no território de expansão econômica (55,5 pts.). Enquanto isso, as valorizações continuam caras com o FWD P/U. e o P/VL sendo mais de 1 e 2 desvios padrão, respectivamente, de suas médias históricas. Além disso, os fluxos foram ausentes e 2021 fechou com saídas líquidas de capital de 8% da AUM. Dado o exposto, **decide-se manter a subexposição das ações indianas.**

Em dezembro, as preocupações com a covid na região estavam ligadas à Coreia do Sul. No entanto, nas últimas semanas, houve uma queda nos casos diários após novas restrições à mobilidade. Isso não afetou o PMI de manufatura, que ficou em 51,9 pts., mas a confiança do consumidor diminuiu, embora tenha permanecido otimista. Por outro lado, após duas altas na taxa de referência de 25 bps., analistas estimam novos aumentos na primeira parte do ano, o que colocará mais pressão sobre a atividade econômica. Com relação ao setor corporativo, um 2021 positivo fecha, porém, o cenário se torna desafiador para 2022 e analistas até antecipam uma contração nos lucros. Além disso, as valorizações dão sinais mistos com o FWD P/U. abaixo de sua média de 5 anos, mas o P/VL quase um desvio padrão sobre ele. Dado o complexo cenário econômico e corporativo para 2022, **decide-se neutralizar da OW a exposição em ações sul-coreanas.**

Entre os vencedores da pandemia, destaca-se a indústria de semicondutores. A alta demanda por produtos tecnológicos nesta quarta revolução industrial tem impulsionado uma maior demanda por *chips* e o acima beneficiou especialmente a economia taiwanesa. Ao todo, o PIB crescerá cerca de 6% durante 2021, o que se soma ao aumento dos estoques locais de mais de 25%. Até 2022, embora as taxas de crescimento nos preços e nos embarques moderados, estima-se que a indústria de semicondutores permanecerá com um alto dinamismo, beneficiando a economia taiwanesa. O que, além disso, continuou com uma política monetária flexível e onde não são observados ajustes no curto prazo. Por outro lado, as avaliações dão sinais mistos com o P/U fwd. abaixo de sua média dos últimos 5 anos e do P/VL sobre ele, enquanto, os fluxos de capital têm sido significativamente positivos (+25% da AUM durante 2021). Uma vez que a economia e o setor corporativo continuariam com um alto dinamismo, **decide-se manter o OW em ações taiwanesas.**

Quanto ao Sudeste Asiático, a variante Ômicron gerou novos aumentos para a reativação econômica depois que países como a Tailândia tiveram que reimpor restrições à chegada de viajantes que afetam diretamente o setor turístico (cerca de 10% do PIB). No entanto, os avanços nos programas de vacinação e no apoio monetário que continuarão ao longo de 2022 gerarão um cenário benigno para a recuperação econômica da região. Isso é demonstrado pelos PMIs da Indonésia, Malásia e Filipinas que estavam no território de expansão econômica em dezembro. Além disso, as avaliações parecem mais descontadas do que os pares regionais e emergentes. Diante do exposto, **decide-se manter a sobre-exposição no Sudeste Asiático concentrando-a na Indonésia.**

### **EMEA: underweight é reduzido**

Aumentos nos rendimentos do petróleo na Rússia e no Oriente Médio. Com o exposto, a região fechou 2021 com o melhor desempenho dentro dos mercados emergentes. Por sua vez, a recuperação econômica continua e o *momentum* do petróleo continuará, pelo menos, na primeira parte do ano. No entanto, é importante notar que a instabilidade política e macroeconômica na região permanece. Contudo, **decidiu-se reduzir a subexposição no EMEA.**

Após a expansão dos casos de omicron durante dezembro, novos casos diários se estabilizaram na África do Sul nas últimas semanas. Isso melhora as perspectivas econômicas para o primeiro semestre do ano e isso se refletiu no PMI de manufatura de dezembro, que permaneceu no campo da expansão econômica e foi de 54,1 pts. No entanto, a alta instabilidade política e econômica do país continuaria a gerar ruído, além da lenta reativação econômica em relação aos pares regionais após os graves distúrbios ocorridos durante o terceiro trimestre do ano passado. Por sua vez, as perspectivas corporativas não melhoram e, nos últimos 3 meses, o crescimento estimado do lucro para 2021 foi reduzido em mais de 10%. Além disso, avaliações abaixo das médias históricas



não impulsionaram a chegada dos fluxos de capital com saídas líquidas de 0,3% da AUM no último mês. Diante do exposto, **decide-se manter a subexposição às ações sul-africanas.**

O petróleo fechou em alta de mais de 50% em 2021, levando as ações **russas** a terminar com uma rentabilidade de mais de 12% dada a alta exposição do setor corporativo (50% do índice) e econômica (+50% das exportações) à *commodity*. No entanto, ruídos geopolíticos com o Cazaquistão, Ucrânia e conversas com os Estados Unidos aumentam a incerteza para o cenário econômico local nos próximos meses. Além disso, o agressivo ajuste monetário do Banco Central que levou a taxa referencial a 8,5% (v/s 5,75% há um ano) para conter a inflação vai desacelerar a recuperação econômica. Por outro lado, as valorizações estão localizadas em torno de suas médias históricas, o que não aumentou a renda dos fluxos; no último mês, foram registradas saídas líquidas de mais de 2% da AUM. Assim, enquanto o impulso do petróleo continuará a apoiar o setor econômico e corporativo nos próximos meses, o aumento do ruído político e as valorizações pouco atraentes **nos levam a manter a exposição neutra nas ações russas.**

A volatilidade devido à incerteza em torno da política monetária pouco ortodoxa que o Banco Central da **Turquia** aplicou marcou o desempenho das ações locais durante 2021. Com a inflação chegando a 36%, a autoridade monetária decidiu continuar com os cortes na taxa de referência na medida em que Recep Tayyip Erdogan insiste que as altas taxas de juros são a causa da inflação contra todas as evidências internacionais. Nesse cenário, a lira enfrentou quedas significativas e extrema volatilidade para as quais medidas foram impostas, como a devolução das perdas cambiais aos poupadores locais. Enquanto isso, o cenário corporativo não parece melhor. O crescimento dos lucros foi corrigido para baixo em 10% no último mês ajustando as valorizações para suas médias históricas. Com o exposto, **decide-se manter a subexposição às ações turcas.**

**Mantém-se a exposição no UW nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria).** Como o resto da Europa, a incerteza sobre a recuperação econômica está aumentando. O ajuste monetário de seus bancos centrais irá moderar a recuperação econômica. Dado o exposto, **o UW é mantido na região.**

Finalmente, um dos grandes vencedores de 2021 foi a **Arábia Saudita**. A alta do preço do petróleo fez com que as ações sauditas vendessem mais de 30%, alinhadas com outros países da região. Por sua vez, o impulso econômico continua positivo com o PMI de dezembro permanecendo no campo da expansão econômica e os lucros estimados para 2021 e 2022 corrigindo para cima nos últimos meses. Dado o exposto, **decide-se levar a overweight a posição nas ações sauditas.**

## Renda Fixa

### **US Treasuries: *underweight* títulos nominais e *overweight* TIPS**

Como mencionado acima, o processo de retirada de estímulos monetários e aumentos das taxas de juros está em curso no mundo emergente, e está começando a ganhar força no mundo desenvolvido, impulsionado por uma inflação mais persistente do que o estimado pelos bancos centrais há alguns meses. Nesse sentido, a exposição em ativos que protegem as pressões inflacionárias é favorecida, enquanto a esperada elevação da taxa afetaria ativos de maior duração com maior magnitude. Diante disso, este mês decidiu-se manter a sobreexposição em TIPS, e a subexposição em títulos nominais dos EUA, que ainda oferecem *yields* negativos.

### **US Mortgages: neutras**

A recuperação do mercado de trabalho vinha avançando, mas permanecem sinais mistos, como o caso da criação de empregos que decepcionou, como discutido acima. Dessa forma, ainda não há perspectiva de uma aceleração significativa no ritmo de recuperação do mercado de trabalho, por isso decidiu-se manter a exposição neutra nas *US Mortgages*.

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

No caso *US Investment Grade*, a subclasse de ativos tem uma duração de cerca de 9 anos, o que soma um *yield* real negativo, nos leva a manter a subexposição.



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

Neste caso, uma duração mais curta (~3,9 anos) e um *yield* maior em relação ao *Investment Grade*, devido a um aumento aceitável no risco de crédito, gera um perfil de retorno de risco atraente no contexto da renda fixa. Por essa razão, decide-se manter a sobre-exposição no *US High Yield*.

### **Europe Broad: underweight**

Mais uma vez, a subclasse de ativos oferece um *yield* pouco atraente, juntamente com uma alta duração (~7,6 anos), portanto, dado o contexto de elevação das taxas de juros descrito acima, a subexposição na *Europe Broad* é mantida.

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

Semelhante ao caso dos EUA, o maior *yield*, somado à baixa duração em relação a outras alternativas na classe de ativos, nos leva a manter a sobre-exposição à *Europe High Yield*.

### **Japan Broad: underweight**

O mesmo raciocínio se aplica ao caso da dívida japonesa, que tem a maior duração da amostra (9,6 anos), juntamente com um *yield* pouco atrativo (0,1%). Por essa razão, decide-se manter a subexposição no *Japan Broad*.

### **Dívida de Mercado Emergente: overweight em títulos corporativos HY e neutro nas outras subclasses de ativos**

A busca por *yield* na renda fixa, em um contexto de rendimentos ainda muito baixos em termos históricos, força os investidores a aumentar o risco de crédito para gerar retornos atraentes, o que é o caso no mundo emergente. Nesse contexto, é favorecida a **dívida corporativa emergente de High Yield**, mantendo o **overweight**, devido ao *yield* atrativo, juntamente com uma duração limitada (~4 anos). No caso das outras alternativas, a dívida soberana em geral tem alta duração, pouco atrativa no contexto atual, enquanto a dívida corporativa do IG não apresenta um *yield* atrativo que justifique o risco.

## Exposição da Moeda – Janeiro de 2022

Moedas	Bench.	Dezembro	Janeiro	OW/UW		Câmbio
USD	42,3%	43,9%	45,7%	OW	3,4%	+
EUR	16,9%	13,2%	15,6%	UW	-1,3%	+
GBP	1,4%	2,3%	2,1%	OW	0,8%	-
JPY	6,9%	6,9%	5,3%	UW	-1,6%	-
GEMs	32,6%	33,7%	31,3%	UW	-1,3%	-
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>			

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma certa exposição das moedas, que, se não reflete nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas. Este mês, decidiu-se reduzir a sobre-exposição ao USD em favor de uma maior exposição ao iene japonês e ao euro como forma de se ter um *hedge* contra um aumento da aversão ao risco.





## Resultados TAACo Global – Dezembro de 2021

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	60%	10%	3.3%	1.6%	2.0%	15.9	8.8
Renta Fija	50%	25%	-25%	0.1%	0.0%	0.1%	39.7	7.1
Caja	0%	10%	10%	0.0%	0.0%	0.0%	-16.6	
Oro	0%	5%	5%	0.1%	0.0%	0.0%	-7.9	
Cobertura						0.0%	-3.3	
<b>Portafolio</b>					<b>1.66%</b>	<b>2.10%</b>	<b>27.7</b>	<b>15.9</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								<b>43.6</b>
Europe ex UK	12.5%	12.5%	0.0%	6.4%	0.80%	0.80%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	0.0%	4.7%	0.07%	0.07%	0.0	
UK	2.7%	3.7%	1.0%	7.1%	0.19%	0.26%	3.9	
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	0.0%	1.2%	0.17%	0.17%	0.0	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	6.8%	0.97%	1.04%	3.5	
US Small Caps	4.3%	4.8%	0.5%	3.2%	0.14%	0.16%	0.0	
Japan	5.2%	3.0%	-2.2%	1.8%	0.09%	0.05%	3.2	
<b>Desarrollados</b>	<b>54.7%</b>	<b>55.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.44%</b>	<b>2.55%</b>	<b>10.6</b>	
LatAm	4.3%	4.3%	0.0%	4.6%	0.20%	0.20%	0.0	
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	0.0%	7.0%	0.06%	0.06%	0.0	
China	13.4%	13.8%	0.4%	-3.2%	-0.42%	-0.44%	-2.6	
EM Asia ex China	14.9%	16.4%	1.5%	4.9%	0.74%	0.81%	2.5	
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	0.0%	3.8%	0.13%	0.13%	0.0	
EM Europe and Middle East	8.5%	6.3%	-2.2%	1.4%	0.12%	0.09%	4.1	
<b>Emergentes</b>	<b>45.3%</b>	<b>45.0%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.81%</b>	<b>0.84%</b>	<b>4.1</b>	
<b>Equities</b>					<b>3.25%</b>	<b>3.40%</b>	<b>14.7</b>	
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	-1.2%	-0.5%	-0.05%	-0.05%	0.7	
US TIPS	1.3%	2.5%	1.2%	0.3%	0.00%	0.01%	0.3	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.2	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	1.9%	0.03%	0.09%	5.0	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-1.2%	-0.23%	-0.16%	7.8	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	1.0%	0.01%	0.04%	2.8	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-1.8%	-0.16%	-0.08%	8.6	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>56.6%</b>	<b>50.8%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.41%</b>	<b>-0.16%</b>	<b>25.3</b>	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	0.9%	0.05%	0.05%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	2.2%	0.14%	0.14%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	5.8%	0.6%	0.04%	0.07%	2.9	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	1.3%	0.25%	0.25%	0.0	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>43.4%</b>	<b>49.2%</b>	<b>5.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.48%</b>	<b>0.52%</b>	<b>2.9</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>0.08%</b>	<b>0.36%</b>	<b>28.3</b>	

\*Annualizado \*\* Desde 2001  
Dados em 31 de dezembro de 2021

Em dezembro, a carteira global da TAACo ganhou 2,1%, 44 bps. sobre o *benchmark*. A alocação de ativos gerou ganhos devido ao longo posicionamento em renda variável e ao curto posicionamento em renda fixa. A alocação para ouro, dinheiro e cobertura de moedas teve efeitos negativos na carteira.

Com relação à carteira de ações, rendeu 3,4%, 15 bps. sobre o desempenho do *benchmark*. O maior contribuinte para a geração de valor foi a sobre-exposição para o Reino Unido e o *US Large Cap Value*, enquanto as posições curtas na EMEA e no Japão também agregaram valor.

Em relação à renda fixa, a carteira TAACo global rendeu 0,4%, 28 bps. sobre o desempenho do *benchmark*. Somu valor a sobre-exposição a produtos de *spread (high yield)* de EUA, Europa e mercado emergente corporativo), bem como a subexposição aos títulos japoneses e europeus.



## Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho							Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde inicio**	
<b>TAACo</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,4%</b>	<b>9,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,4%</b>	<b>9,4%</b>
Benchmark	1,7%	1,1%	3,3%	9,4%	7,1%	5,2%	5,7%	8,7%
<b>Out/Under perf. (bps)</b>	<b>44</b>	<b>61</b>	<b>109</b>	<b>33</b>	<b>62</b>	<b>71</b>	<b>171</b>	
<b>Ações</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>9,3%</b>	<b>14,6%</b>	<b>10,5%</b>	<b>8,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>14,0%</b>
Benchmark	3,3%	2,8%	9,6%	14,6%	10,4%	7,9%	5,0%	13,8%
Europe ex UK	6,4%	5,4%	13,7%	14,7%	9,2%	7,0%	4,4%	24,1%
Europe Small Cap ex UK	4,7%	3,0%	14,0%	19,2%	12,4%	11,7%	11,5%	34,6%
UK	7,1%	5,1%	13,9%	4,4%	1,9%	1,0%	0,7%	17,4%
US Large Cap Growth	1,2%	10,4%	26,9%	35,2%	25,5%	19,3%	--	28,5%
US Large Cap Value	6,8%	9,5%	23,4%	13,6%	8,3%	9,6%	5,7%	11,8%
US Small Caps	3,2%	3,3%	18,2%	20,1%	12,2%	12,8%	11,9%	15,6%
Japan	1,8%	-4,1%	-0,1%	9,5%	6,4%	6,3%	2,8%	21,8%
<b>Desenvolvidos [1]</b>	<b>4,3%</b>	<b>7,8%</b>	<b>21,8%</b>	<b>21,7%</b>	<b>15,0%</b>	<b>12,7%</b>	<b>9,4%</b>	<b>22,4%</b>
LatAm	4,6%	-4,4%	-13,1%	-6,0%	-1,9%	-5,1%	5,3%	20,8%
LatAm Small Cap	7,0%	-9,0%	-13,2%	-2,3%	1,0%	-4,6%	8,2%	31,9%
China	-3,2%	-6,1%	-21,7%	7,8%	9,4%	7,2%	12,3%	54,1%
EM Asia ex China	4,9%	2,9%	11,1%	18,2%	14,4%	9,2%	--	36,1%
EM Asia Small Cap	3,8%	2,8%	21,2%	17,2%	11,3%	7,1%	10,9%	33,2%
EM Europe and Middle East	1,4%	-3,6%	19,7%	6,6%	3,7%	-1,2%	4,2%	11,8%
<b>Emergentes [1]</b>	<b>1,9%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>10,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>5,5%</b>	<b>12,0%</b>	<b>37,3%</b>
<b>Renda Fixa</b>	<b>0,4%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,1%</b>
Benchmark	0,1%	-0,7%	-2,9%	3,9%	3,5%	2,3%	5,6%	5,0%
US Govt Agencies	-0,5%	0,2%	-2,3%	4,1%	3,1%	2,1%	5,3%	2,3%
US TIPS	0,3%	2,4%	6,0%	8,4%	5,3%	3,1%	6,8%	3,0%
US Mortgages	-0,1%	-0,4%	-1,0%	3,0%	2,5%	2,3%	5,3%	2,5%
US Corps	-0,1%	0,2%	-1,0%	7,6%	5,3%	4,7%	7,3%	6,4%
US High Yield	1,9%	0,7%	5,3%	8,8%	6,3%	6,8%	9,9%	7,5%
Europe Broad	-1,2%	-0,6%	-2,9%	2,3%	1,6%	3,6%	5,5%	0,7%
Europe High Yield	1,0%	0,0%	4,2%	6,0%	4,1%	7,3%	9,3%	6,2%
Japan Broad	-1,8%	-3,4%	-10,4%	-1,4%	0,7%	-2,6%	2,3%	4,0%
<b>Dívida Desenvolvidos [1]</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>3,9%</b>				
EM Sovereign IG	0,9%	1,1%	-1,3%	7,6%	5,8%	4,8%	9,2%	9,4%
EM Sovereign HY	2,2%	-1,5%	-1,7%	3,4%	2,3%	4,8%	10,6%	9,4%
EM Corporate IG	0,1%	-0,2%	-0,2%	6,4%	5,0%	4,8%	--	6,7%
EM Corporate HY	0,6%	-2,8%	-1,9%	6,4%	5,3%	6,7%	--	9,9%
EM Local Markets	1,3%	-0,6%	-3,7%	3,5%	3,8%	1,1%	--	15,2%
<b>Dívida Emergentes [1]</b>	<b>1,1%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>4,8%</b>				
<b>Caixa</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,8%</b>
<b>Ouro</b>	<b>0,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>12,2%</b>	<b>9,5%</b>	<b>1,7%</b>	<b>12,8%</b>	<b>12,7%</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>19.3x</b>	<b>14.8x</b>	<b>2,0%</b>	<b>3.4x</b>	<b>2.2x</b>	<b>94%</b>	<b>7%</b>	<b>15%</b>	<b>0,2</b>
US	22.1x	15.9x	1,0%	5.0x	2.8x	67%	7%	28%	0,3
Europe	15.2x	13.0x	3,0%	2.1x	1.8x	208%	5%	10%	0,1
Japan	14.4x	14.9x	2,0%	1.4x	1.3x	80%	8%	9%	0,2
	<b>12.2x</b>	<b>11.5x</b>	<b>3,0%</b>	<b>1.8x</b>	<b>1.8x</b>	<b>60%</b>	<b>6%</b>	<b>13%</b>	<b>0,2</b>
EM Asia	13.2x	12.2x	2,0%	1.9x	1.8x	41%	8%	12%	0,3
CEEMEA	9.7x	9.3x	6,0%	1.6x	1.6x	103%	7%	16%	0,1
LatAm	8.7x	12.1x	6,0%	1.8x	2.0x	213%	-7%	20%	0,0
China	11.8x	11.9x	2,0%	1.6x	2.0x	9%	15%	11%	1,3
S.Korea	10.5x	9.9x	2,0%	1.3x	1.2x	92%	-4%	13%	0,1
Taiwan	15.0x	14.4x	4,0%	2.8x	1.9x	61%	-1%	19%	0,2
India	21.7x	16.9x	1,0%	3.6x	3.2x	33%	19%	15%	0,7
Indonesia	15.4x	14.0x	3,0%	2.4x	3.3x	24%	21%	16%	0,6
Malaysia	14.0x	14.9x	4,0%	1.5x	1.9x	27%	7%	10%	0,5
Thailand	18.3x	13.0x	3,0%	2.1x	2.0x	25%	13%	10%	0,7
Philippines	17.6x	16.2x	2,0%	1.9x	2.5x	47%	27%	9%	0,4
S.Africa	9.7x	12.4x	5,0%	1.9x	2.4x	68%	12%	18%	0,1
Russia	5.8x	6.4x	10,0%	1.1x	1.1x	165%	4%	15%	0,0
Turkey	6.7x	8.4x	7,0%	1.4x	1.5x	16%	19%	18%	0,4
Poland	12.0x	11.8x	4,0%	1.3x	1.5x	158%	-12%	9%	0,1
Hungary	8.0x	9.6x	3,0%	1.3x	1.4x	143%	-2%	13%	0,1
Czech R.	15.9x	12.6x	6,0%	2.0x	1.7x	79%	26%	12%	0,2
Greece	10.1x	11.7x	4,0%	1.0x	1.3x	10%	6%	8%	1,0
Brazil	7.0x	10.9x	8,0%	1.7x	1.8x	220%	-12%	22%	0,0
Mexico	14.6x	15.1x	4,0%	2.2x	2.6x	135%	9%	24%	0,1
Chile	10.1x	15.7x	5,0%	1.1x	2.0x	107%	10%	15%	0,1
Colombia	8.5x	13.5x	5,0%	1.1x	1.6x	283%	17%	21%	0,0
Peru	10.8x	12.6x	4,0%	1.7x	3.0x	713%	22%	21%	0,0

Fonte: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Dados em 23 de dezembro 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.