



TAACO Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Março	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACO	0,4%	0,4%	0,4%	30,9%	5,4%	7,6%	4,6%	7,2%	9,6%
Benchmark	0,0%	-0,1%	-0,1%	28,7%	5,1%	6,9%	4,2%	5,5%	9,0%
Out/Underperformance (bps)	44	50	50	221	30	72	47	167	
Ações	1,4%	3,1%	3,1%	54,9%	7,3%	10,4%	5,7%	5,3%	14,3%
Benchmark	1,2%	3,4%	3,4%	53,6%	7,2%	10,3%	5,4%	4,6%	14,2%
Renda Fixa	-1,1%	-3,2%	-3,2%	8,9%	2,8%	3,9%	3,0%	6,5%	5,3%
Benchmark	-1,2%	-3,5%	-3,5%	7,2%	2,4%	3,3%	2,6%	5,6%	5,2%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	1,4%	1,1%	0,6%	1,7%	0,3%

\*Anualizado \*\* Desde abril 2001

Resultados em 31 de março de 2020

\*Annualizado \*\* Desde 2001

## Índice

Assincronia Global... 1

Posicionamento  
TAACO Global..... 3

Resultados ..... 14

Desempenho ..... 15

Valorizações ..... 16

## Assincronia<sup>1</sup> Global

Gradualmente e com obstáculos, o mundo está saindo da crise da pandemia covid-19, que vem atingindo o mundo em todas as áreas há mais de um ano. Com mais de 130 milhões de casos e quase 3 milhões de mortes, um choque que abalou o mundo e causou um colapso da economia global em magnitude comparável à Grande Depressão da década de 30. As vacinas foram desenvolvidas em tempo recorde e começaram a ser implantadas no final de de 2020, que, apoiadas pelas agressivas políticas econômicas anticíclicas, foram melhorando as perspectivas.

No início deste mês, o Fundo Monetário Internacional (FMI) publicou sua edição anual detalhada do *World Economic Outlook* (WEO). Tanto o crescimento global de 2020 (que desde junho passado a abril passou de -5,2% para -3,2%), quanto as projeções para 2021 e 2022 (que subiram respectivamente de 5,4% para 6% e de 4,3% para 4,4%) foram revisadas para cima.

O salto na atividade este ano ocorreria em grande parte das economias desenvolvidas (que crescerão 5,1%), dentro da qual a projeção de crescimento do PIB dos EUA aumentou mais de um ponto percentual para 6,4%, a maior taxa de crescimento anual desde 1984. O crescimento dos emergente (6,7%) seria liderada pela Ásia, onde a China registraria uma variação do PIB de 8,4% e onde o crescimento da Índia para 2021 foi corrigido para 12,5% (de uma estimativa de 11,5% em junho do ano passado).

Esse contexto de recuperação, no entanto, ocorre em um quadro de saúde, social e econômico complicado pelas grandes divergências entre países, setores e estratos sociais. Em primeiro lugar, as "ondas" da pandemia estão em diferentes estágios, as capacidades hospitalares são diferentes e a eficiência das medidas de saúde tomadas difere. A implantação de vacinas se destaca positivamente em certos países, que carregam mais de 30% da população vacinada, enquanto em outras as primeiras doses estão apenas começando a chegar. E, finalmente, há novas variantes do vírus que representam um desafio para a eficácia das vacinas existentes, e isso poderia tornar necessário adaptá-las para fazê-las funcionarem bem.

Então, se, as perspectivas econômicas são melhores, mas os fatores acima geram diferenças nos estágios e magnitude do ciclo de recuperação econômica. Assim, ao introduzir o WEO, o FMI sustentou que a coordenação da política econômica global é fundamental. A recuperação dinâmica dos EUA e a recuperação sustentável da China, as maiores economias do mundo, apoiam fortemente o crescimento global. Além disso, os pacotes de estímulo econômico que

Após um ano de pandemias, expectativas para o desenvolvimento de vacinas e medidas anticíclicas melhoram

A alta do FMI corrige as estimativas de crescimento este ano e no próximo com base em melhores perspectivas, especialmente em desenvolvidos

Enquanto em emergentes, o crescimento seria liderado pela Índia e China

O grande desafio é lidar com recuperações divergentes: diferentes etapas do efeito pandêmico nos países, que têm capacidade diferente capacidades hospitalares e de resposta e fiscal e econômica

Esforços econômicos coordenados são imprescindíveis para apoiar a recuperação econômica

<sup>1</sup> Falta de coincidência temporal dos fatos (RAE)



permaneceriam em vigor, com maior tolerância aos altos níveis de endividamento - governamentais e corporativos - como produto destes.

O foco nos últimos dois meses tem sido o aumento das expectativas de inflação que levaram à elevação das taxas de juros; ainda que as folgas em capacidade, a desglobalização e a revolução digital em curso jogariam a favor de que a inflação se mantenha contida. O aumento das taxas de juros esperadas e da inflação está em consonância com o ritmo de alta da atividade econômica presente; mas torna os riscos de erros de política ou comunicação por parte das principais autoridades monetárias globais, lideradas pelo Fed dos EUA, um fator-chave para evitar que a recuperação econômica descarrilhe. A reação exagerada que leva a fortes e rápidas elevações das taxas de juros nos Estados Unidos teria efeitos nocivos globalmente.

A um longo prazo, embora fosse positivo que a economia global saísse das taxas de crescimento estagnadas que se seguiram à crise financeira de 2008-2009, com um pouco mais de inflação, será determinante se a inflação que vemos surgir atualmente, ainda que benevolentemente, é transitória ou estrutural. E também, como se volta à sustentabilidade fiscal, com a redução gradual do imenso endividamento que se produziu.

No mundo corporativo, os resultados continuam surpreendendo positivamente. As perspectivas de maior crescimento fizeram com que as estimativas de lucro fossem corrigidas para cima desde o terceiro trimestre do ano passado. As divergências, como mencionamos, também são enormes nessa área, entre setores e questões dos países. E assim começaram a antecipar os mercados a partir de março de 2020, com enormes diferenças nas tendências entre os ativos beneficiados e os prejudicados pela pandemia. Isso nos deixa hoje em um ambiente de valorizações díspares, em que identificar, os "vencedores" eles continuarão a ganhar, aqueles que são supervalorizados e os "perdedores" que não serão mais e são maltratados, é fundamental.

No que diz respeito à alocação por classe de ativos, as ações de renda fixa continuam a ser favorecidas com base no (i) crescimento econômico; (ii) espaço para que as taxas continuem a subir, o que seria dado mais gradualmente adiante; (iii) liquidez ampla a ser mantida e; (iv) valorizações que parecem atraentes em algumas subclasses de renda variável.

O aumento das expectativas de inflação foi atendido, pois a desglobalização da capacidade e a revolução digital manteriam os preços contidos

No setor corporativo, a recuperação também passou para expectativas de lucro mais altas, embora haja também divergência entre países e setores em termos de retornos e valorizações

Favorece a exposição a ações VS títulos com base em: (i) maior crescimento econômico; (ii) aumento gradual da taxa de juros; (iii) liquidez ampla e (iv) valorizações que permanecem atraentes para algumas classes de ativos



## Posicionamento da carteira – abril 2021

TAACo Global	Bench.	Março	Abril	OW / UW	Variação		
Ações	50%	60%	60%	OW	10%		
Renda Fixa	50%	35%	35%	UW	-15%		
Caixa		5%	5%	OW	5,0%		
<b>Portfólio Total</b>							
Europe ex UK	12,2%	12,2%	12,2%	N			
Europe Small Cap ex UK	1,3%	0,3%	0,3%	UW	-1,0%		
UK	2,8%	2,8%	3,3%	OW	0,5%	0,5%	+
US Large Cap Growth	15,3%	14,3%	14,3%	UW	-1,0%		
US Large Cap Value	13,0%	14,4%	14,4%	OW	1,4%		
US Small Caps	3,4%	4,3%	4,3%	OW	0,9%		
Japan	5,6%	2,5%	2,5%	UW	-3,1%		
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>53,6%</b>	<b>50,8%</b>	<b>51,3%</b>	<b>UW</b>	<b>-2,3%</b>	<b>0,5%</b>	<b>+</b>
LatAm	4,3%	8,3%	8,3%	OW	4,0%		
LatAm Small Cap	0,6%	2,0%	2,0%	OW	1,4%		
EM Asia	30,2%	30,2%	30,2%	N			
EM Asia Small Cap	3,1%	3,1%	2,6%	UW	-0,5%	-0,5%	-
EM Europe and Middle East	8,2%	5,6%	5,6%	UW	-2,6%		
<b>Mercados emergentes</b>	<b>46,4%</b>	<b>49,2%</b>	<b>48,7%</b>	<b>OW</b>	<b>2,3%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-</b>
<b>Total Ações</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>				
US Govt Agencies	11,0%	9,0%	10,5%	UW	-0,5%	1,5%	+
US Mortgages	7,7%	8,2%	7,7%	N		-0,5%	-
US Corps	7,3%	6,3%	6,3%	UW	-1,0%		
US High Yield	1,6%	4,6%	4,6%	OW	3,0%		
Europe Broad	18,6%	13,0%	13,0%	UW	-5,6%		
Europe High Yield	0,5%	2,0%	2,0%	OW	1,5%		
Japan Broad	9,2%	4,1%	4,1%	UW	-5,1%		
<b>Dívida desenvolvidos</b>	<b>55,9%</b>	<b>47,2%</b>	<b>48,2%</b>	<b>UW</b>	<b>-7,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>+</b>
EM Sovereign	14,2%	16,7%	16,7%	OW	2,5%		
EM Corporate	14,1%	16,7%	16,7%	OW	2,6%		
EM Local Markets	15,8%	19,4%	18,4%	OW	2,6%	-1,0%	-
<b>Dívida emergente</b>	<b>44,1%</b>	<b>52,8%</b>	<b>51,8%</b>	<b>OW</b>	<b>7,7%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-</b>
<b>Total Renda Fixa</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>				

Mantém-se a exposição a ações em 60%, financiado com um UW renda fixa (35%). Conserva-se 5% em Caixa.

Mantém-se neutro na Europa ex UK e aumenta para OW Reino Unido

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

Se mantém UW *no Japão*

Se mantém o OW na América Latina, neutral na Ásia Emergente e se leva a UW *Asia Small Cap*

Se diminui o UW em *Treasuries* e se neutraliza *Mortgages*

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

Se mantém o OW Emergentes, com uma posição equilibrada entre títulos soberanos, corporativos e em moeda local

Em abril, a carteira TAACo Global mantém uma sobreponderação nas ações de 60%, de renda fixa a 35% e uma alocação de caixa de 5%.

Este mês, se mantém em neutro as ações europeias *large cap* e se aumenta o OW nas ações britânicas em busca de maior exposição a setores cíclicos e atrasados. Por outro lado, o *US Large Cap Value* continua a ser favorecido, em acordo com a rotação que esperamos desde o início do ano para ativos que se beneficiarão da retomada econômica mais dinâmica durante o segundo semestre e que parecem mais atraentes. Os emergentes continuam a favorecer a sobre-exposição à América Latina, que também se beneficiaria da retomada econômica, do aumento dos preços das *commodities*, do dólar fraco e das expectativas corporativas positivas até 2021.

A renda fixa continua favorecendo os produtos de *spread*, mantendo um OW em dívida emergente e *High Yield* (tanto nos EUA quanto na Europa). Por sua vez, a UW é reduzida em *treasuries* e a exposição a *US Mortgages* é neutralizada, em um ambiente onde o aumento da inflação seria transitório e não são esperados mais aumentos acentuados das taxas de juros.



## Renda Variável

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

A região continua a apresentar dados econômicos positivamente surpreendentes, embora a reativação tenha sido mais lenta do que o esperado devido aos atrasos na vacinação em massa e ao surgimento de novas variantes do vírus. No entanto, estima-se que a vacinação acelere nos próximos meses e, portanto, a economia voltará ao dinamismo até o segundo semestre do ano. Nesse sentido, o FMI, em abril, corrigiu a estimativa de crescimento da Zona do Euro para 2021 de 4,2% em janeiro para 4,4% e em 2022 de 3,6% para 3,8%. A entidade monetária também alertou que são necessários esforços coordenados entre as várias autoridades globais para enfrentar a crise sanitária e econômica.

Nesse sentido, o Banco Central Europeu (BCE) demonstrou um forte compromisso em apoiar a recuperação econômica por meio de um amplo programa de política monetária e compra de ativos que acelerará o segundo semestre do ano e estará em vigor até pelo menos março de 2022. Isso ocorre no contexto da inflação, que, embora acelere nos últimos meses, persiste abaixo da meta anual de 2% (a inflação de março foi de 1,3% em doze meses).

O processo de vacinação Covid-19 não progrediu com a velocidade de outras economias desenvolvidas, mas logo começaria a acelerar. Isso levou a melhorias nas perspectivas para o setor de serviços, onde em março o PMI marcou com 49,6 pts. seu melhor recorde em 7 meses e esteve à beira do limite de expansão para o setor. Por sua vez, o setor manufatureiro continua otimista, com o PMI marcando 62,5 pts., o melhor recorde em pelo menos 5 anos.

Quanto ao setor corporativo, os relatórios corporativos surpreenderam em alta, embora no último trimestre de 2020 os lucros do Eurostoxx 600 tenham sido contratados em 21%. Este ano, no entanto, espera-se que os lucros cresçam fortemente e apoiem o preço das ações. Além disso, as valorizações são mantidas passando com desconto em comparação com pares desenvolvidos (ambos P/U fwd. como/VL).

As ações europeias oferecem maior exposição cíclica do que as ações dos EUA, o que permitiria que a diferença significativa em termos de desempenho começasse a fechar nos próximos meses. No entanto, isso ainda não se reflete nos fluxos ou desempenho do ano. Parece, por enquanto, que as perspectivas econômicas ainda não são robustas o suficiente, além do calendário eleitoral e da substituição da liderança, particularmente na Alemanha com a saída de Angela Merkel, pelo que se decide **manter a posição neutra nas ações europeias *large cap* e a subexposição em *small caps*.**

### **Reino Unido: se aumenta a posição a *overweight* desde neutra**

Um rápido processo de vacinação que permitiu a inoculação de cerca de 10% da população e uma queda na taxa de contágio e ocupação hospitalar levou a melhorias nas perspectivas econômicas. A alta do FMI corrigiu o crescimento esperado para este ano de 4,5% em janeiro passado para 5,3%, superando o crescimento estimado para os pares europeus.

Os indicadores mostram um cenário auspicioso. Tanto o PMI de serviços quanto de manufatura melhorou em março e estão vagamente localizados acima de 50 pts. (limite de expansão/contração da indústria), destacando que o segundo, com 57,9 pts., registra o maior nível em pelo menos 5 anos. Conforme as medidas de confinamento começam a relaxar e gradualmente a economia começa a reviver, outros indicadores importantes e a confiança econômica começariam a se recuperar.

Além disso, o Banco da Inglaterra também demonstrou forte convicção em apoiar o crescimento econômico, mantendo a taxa de juros de referência em 0,1% e os programas de compra de ativos existentes para injetar liquidez no mercado financeiro contra um contexto de inflação baixa (0,4% ao ano em fevereiro).

O mercado britânico baseia-se na tese de rotação de ativos, por sua alta exposição ao setor financeiro que favorece o aumento das taxas de juros e a piora da curva de rendimento, mas também favorece sua exposição



a *commodities*, particularmente energia e metais industriais que se beneficiarão de planos globais de revitalização econômica e investimento em infraestrutura nos Estados Unidos.

No que diz respeito ao ano, as ações do Reino Unido têm um desempenho melhor do que seus pares europeus, mas a defasagem que exhibe contra os EUA permanece significativa. À medida que a tese de rotação se consolida, a probabilidade dessa lacuna se fechar aumenta. Além disso, deve-se notar que as valorizações das ações britânicas permanecem em níveis atraentes, em seu menor valor em relação às ações europeias desde 2005. Talvez a maior incerteza seja dada pelos custos do Brexit, que neste momento são difíceis de avaliar, mas pelo menos os investidores estariam lhe dando o benefício da dúvida. Pelas razões anteriores **decidiu-se aumentar a exposição a ações britânicas desde neutra a overweight.**

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

Finalmente, o novo plano fiscal de US\$ 1,9 trilhão foi aprovado e as expectativas de uma ampla retomada econômica até 2021 continuam a crescer. O FMI prevê uma despesa econômica de 6,4% até 2021, que seria o maior crescimento desde 1984. Por sua vez, o FED continuará apoiando a economia pelo tempo necessário e não mudará a política monetária atual (baixas taxas de juros e programa de compra de ativos), uma vez que se espera que o aumento inflacionário se torne transitório.

Nesse cenário, os principais indicadores permaneceram em solo de expansão e tanto o PMI quanto o ISM ficaram em torno de 60 pts. durante março, acelerando em relação aos registros de fevereiro. Além disso, indicadores de confiança do *Conference Board* e da U. de Michigan mais uma vez tocam níveis pré-pandemias atingindo níveis de otimismo. Por sua vez, o mercado de trabalho continua consolidando a recuperação dos meses anteriores e em março mais de 900 mil novos empregos foram criados surpreendendo os analistas positivamente e elevando a taxa de desemprego para 6% após atingir cerca de 15% nos piores meses da pandemia.

Em relação ao processo de vacinação, continuou avançando e se aproximando das 60 doses por 100 habitantes, com mais de 20% da população com as duas doses. No entanto, surgiram alertas para uma possível "quarta onda" depois que os casos começaram a aumentar em alguns estados, o que levou o presidente, Joe Biden, a intensificar o processo de vacinação, que já começa a se refletir nos dados com doses diárias atingindo cerca de 1 por 100 habitantes depois de estar em torno de 0,7 no mês anterior.

Em relação à reunião de política monetária realizada em 17 de março, a taxa de referência permaneceu inalterada de acordo com o esperado pelo mercado e o programa de compra de títulos ficou inalterado. Além disso, reafirmou o compromisso de manter a atual política monetária para uma recuperação plena da economia.

Por outro lado, o mês estará no mercado para uma nova temporada de relatórios corporativos que começará a partir desta semana. Atualmente, estima-se uma expansão de lucros em torno de 40% para o ano e 15% para o próximo ano. Por sua vez, as valorizações continuam a parecer caras e tanto a razão P/U fwd. P/VL estão a mais de dois desvios padrão em suas médias nos últimos 5 anos. Isso não impediu que o apetite pelas ações dos EUA continuasse, e no mês passado as entradas líquidas do ETF foram registradas por 1,6% do total de ativos movimentados.

Esperamos que a rotação para os setores mais cíclicos da economia continue se aprofundando durante o mês com planos de estímulo fiscal que continuam apoiando a retomada econômica. Além disso, as valorizações parecem mais atraentes nesses setores que também seriam menos prejudicadas ou mesmo beneficiadas de possíveis aumentos nas expectativas de inflação e/ou taxas de juros. Dado o anterior, **decide-se manter a sobre-exposição nas ações US *Large Cap Value e US Small Cap* e manter a subexposição em *US Large Cap Growth*.**

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

O mercado japonês rendeu marginalmente para cima durante março, mas fechou o mês com o pior desempenho dentro dos desenvolvidos. Um aumento sustentado de casos foi observado nas últimas semanas e cerca de 3.000 casos são relatados diariamente v/s, os 1.000 casos notificados no final de fevereiro. Isso modera as perspectivas



de uma recuperação econômica precoce, uma vez que o país também não tem sido caracterizado por um agressivo programa de vacinação em massa.

Nesse contexto, o PMI de serviços permaneceu em contração econômica em março e registrou 48,3 pts. No entanto, o aumento da demanda externa está começando a impulsionar o setor manufatureiro e o PMI de março ficou em 52,7 pts.

Em relação à política monetária, o Banco Central decidiu manter as taxas de referência inalteradas na reunião de 19 de março, em consenso com as estimativas dos analistas. No entanto, a autoridade monetária foi mais cautelosa com o estímulo monetário agressivo e decidiu cancelar o compromisso de compra de ativos de US\$ 55 bilhões. Isso gera uma mudança da política monetária ultraexpansivas que vinha pressionando há oito anos para impulsionar a inflação que estava permanentemente abaixo da meta de 2%.

Em termos de expectativas corporativas, espera-se que os lucros se expandam em torno de 10% até 2021 e mais de 25% até o próximo ano. Isso o colocaria como um dos países com menor nível de crescimento de lucros no ano globalmente. Por sua vez, as valorizações parecem caras com o P/U fwd. e P/VL razão mais de um desvio padrão em relação à sua média dos últimos 5 anos impulsionado pelas altas do ano passado e início do ano. Por sua vez, o apetite pelas ações japonesas permaneceu sob controle e, no último mês, há entradas líquidas marginais para os ETFs. Dado que as perspectivas econômicas e corporativas se ressentem com o aumento de casos, além de serem mais moderadas relativo a seus pares desenvolvidos **decide-se manter a subexposição nas ações japonesas.**

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

A rotação acabou de começar a ser observada em mercados emergentes com a América Latina e a EMEA registrando um desempenho superior em relação à Ásia. Anúncios de planos de infraestrutura significativos nos Estados Unidos e no resto do mundo impulsionaram o preço das *commodities* nos últimos meses, o que começa a se refletir em economias com alto viés de exportação de *commodities*. Na China, por sua vez, os ruídos regulatórios para os grandes tecnológicos (Alibaba, Tencent, Baidu, Meituan etc.) continuam, que, juntamente com altas valorizações, exigem maior cautela. Por outro lado, a EMEA continua a se destacar por uma alta instabilidade econômica e política que se refletiu na demissão do governador do Banco Central da Turquia, que trouxe mais de 8% para a lira turca. Neste cenário decide-se **manter o OW nas ações emergentes, concentrando a exposição na América Latina** que beneficiaria diretamente os significativos planos de infraestruturas e de relançamento econômico nos Estados Unidos, bem como de uma maior exposição a sectores cíclicos.

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

A região continua sendo a mais punida até agora a nível global, mesmo considerando a queda de 16% no índice MSCI Latam no ano passado, que, ao adicionar força nos preços das *commodities* e rotação esperada para ativos em atraso após a pandemia nos levam a **manter o overweight nas ações latino-americanas.**

**Brasil** enfrenta uma segunda onda de contágio que supera os números do primeiro, com o lamentável recorde de mais de 4.000 mortes diárias no final de março, que tem sido combatida com rigidez das medidas de confinamento e o avanço da vacinação, mesmo em ritmo decepcionante, com cerca de 2,9% da população inoculada com as duas doses necessárias. Diante do exposto, houve efeitos semelhantes ao ocorrido no ano passado, mas em menor escala, com a reimposição de um programa de auxílio por meio de transferências diretas à população, o que beneficiaria cerca de 45,6 milhões de brasileiros, juntamente com o impacto correspondente nas perspectivas de recuperação econômica, onde tanto os PMI de manufatura quanto os serviços caíram para o nível mínimo em mais de 9 meses, com 52,8 pts e 44,1 pts, respectivamente.

Nesse contexto, a inflação continua acelerando para 6,1% em março, o que corresponde ao maior recorde desde 2016 e está acima do limite superior da meta do Banco Central de 5,25%, levando a moeda a subir 75 pbs. a taxa Selic subiu até 2,75%, com outro aumento de 75 pbs projetado para a próxima reunião de política monetária em



maio. No entanto, a projeção de uma recuperação econômica ainda está em pé, com o FMI corrigindo ligeiramente o crescimento esperado para este ano, de 3,6% para 3,7%. Por sua vez, as valorizações indicam que o país está em uma posição atraente em relação à região, com a razão p/u fwd. sob sua média histórica de 5 anos. O país parece estar atingindo o mínimo em termos de um cenário extremamente negativo sendo descontado, de modo que uma aceleração na recuperação, avanços nas reformas executivas com foco claro na produtividade, ou um cenário político mais benigno impulsionaria a ação, que nos leva a **manter a sobre-exposição nas ações brasileiras.**

No caso de **México**, ao contrário do resto da região, o país manteve os contágios do coronavírus sob números oficiais, o que permitiu o relaxar das medidas de confinamento. Nesse contexto, os indicadores econômicos desaceleraram menos do que outros países da região, com a Produção Industrial em fevereiro crescendo 0,4% ao mês e superando as expectativas e o registro prévio, o que também é possível mostrar em indicadores líderes como o IMEF de março, que quebraram a zona de pessimismo e estavam localizados acima de 50 pts., com o IMEF manufatureiro crescendo em 50,7 pts. e o não manufatureiro em 52,8 pts., seu melhor nível em mais de um ano. Por outro lado, um fenômeno importante que traz otimismo à economia é o chocante renascimento dos EUA, que apoia o desenvolvimento do mercado mexicano, dada a sua grande influência em termos de exportações (cerca de 80% do país) e relações comerciais. O estímulo monetário desacelerou indefinidamente, com o Banxico mantendo a taxa de política monetária sem variação em 4,0% por decisão unânime, levando em conta o aumento da inflação que avançou para 4,7% em doze meses, resultando de uma base de comparação mais baixa, especialmente em relação à queda dos preços da energia no ano passado.

As valorizações parecem atraentes localmente, com a razão P/U fwd. 12 meses e P/VL abaixo da média dos últimos 5 anos. Dado o controle que ainda existe do contexto de saúde que se soma a uma vacinação que avança - em um ritmo abaixo de ótimo no momento - o grande impulso econômico de seu principal parceiro comercial, a melhoria das perspectivas econômicas e valorizações atraentes no nível local **sobre ponderar as ações mexicanas** desde a posição neutra anterior.

No **Chile**, os contágios e as mortes por coronavírus aceleram, contrastando com o sucesso do programa de vacinação, onde cerca de 39% da população recebeu pelo menos uma dose, com projeções apontando imunidade de rebanho a ser alcançada até o final de julho. Diante do exposto, as perspectivas de recuperação econômica são consistentemente corrigidas para cima, com o FMI elevando sua projeção para 6,2% para este ano em relação aos 5,8% anteriores, apesar da queda de curto prazo na percepção como produto de medidas de aperto de confinamento, o que levou a confiança do consumidor a cair para 29,2 pts., permanecendo por trinta e três meses consecutivos em uma zona pessimista. Sobre a política monetária, o Banco Central decidiu manter o estímulo, com a taxa de referência na mínima de todos os tempos de 0,5% em consonância com as expectativas, onde destacou o tom mais positivo para as reuniões passadas resultantes das melhores perspectivas da economia, que são evidenciadas pela correção ascendente do crescimento para este ano para a faixa de 6% a 7% do PIB. Dessa forma, a inflação não é hoje um ponto de grande preocupação para a entidade, reconhecendo que um aumento de curto prazo (até 4,0% em relação ao ano anterior) deverá ser produto de questões como a baixa base de comparação em produtos energéticos, por exemplo, ou quedas de estoque que devem ser recompostas prontamente.

Por sua vez, as valorizações a nível local mantêm sua atratividade na margem, com as razões P/VL e P/U Fwd. próximas a suas médias históricas de 5 anos. Isto, juntamente com um preço do cobre que continua acima de 4 USD/libra, e as melhores perspectivas de recuperação econômica, nos levam a **manter a sobre-exposição nas ações chilenas.**

Na **Colômbia**, a pandemia acelera novamente, somando-se ao ritmo decepcionante do processo de vacinação, antecipando um impacto no processo de recuperação, o que deve levar a economia colombiana a um crescimento projetado do PIB de 5,2% este ano, de acordo com o FMI. Nesse sentido, a melhora dos dados mais recentes, como o aumento da confiança industrial e da confiança do consumidor para 8,2 pts. e -11,4 pts. respectivamente, ou a queda da taxa de desemprego urbano para 18,1% em fevereiro de quase 20% anterior, devem-se a efeitos bastante transitórios que seriam severamente afetados pelo endurecimento das medidas de confinamento caso os contágios não parassem seu progresso. Por sua vez, a inflação de março recuou para 1,5%



a doze meses e se aproximou das mínimas históricas alcançadas no final de 2020, o que apoiou a decisão do Banco da República de manter a taxa de política monetária em 1,75% na última reunião, em março. Um ponto importante a ser monitorado corresponde ao andamento da reforma tributária, visando o aumento da arrecadação tributária por meio de diferentes mecanismos, como o aumento do IVA sobre produtos na cesta básica, o que poderia impactar tanto a recuperação econômica quanto o aumento dos preços dos produtos..

Em termos de valorizações, as ações continuam a ser negociadas a nível local, com P/VL e P/U fwd. abaixo das suas médias a 5 anos. Diante dos possíveis golpes na recuperação decorrentes das medidas de confinamento, uma vacinação que ainda avança lentamente e uma situação fiscal complexa que não permite estimular a economia, **decide-se manter a subponderação nas ações colombianas.**

No caso do **Peru**, a segunda onda de contágio continua avançando e ainda não está atingindo o pico, e a taxa de vacinação ainda é baixa do que o esperado, com cerca de 2% da população pelo menos uma dose. No cenário político, a recente eleição geral surpreendeu que os candidatos que chegaram ao segundo turno em 6 de junho foram o radical esquerdista Pedro Castillo e a centro-direita Keiko Fujimori, que representavam uma intenção menor de voto do que vários de seus concorrentes nas pesquisas. No entanto, o resultado se destaca por um baixo nível de apoio aos candidatos vencedores (cerca de 19% para Castillo e 13% para Fujimori), com um congresso que terá pelo menos 11 partidos políticos representados, refletindo a grande polarização e o descontentamento generalizado da população com a classe política. No âmbito econômico, o FMI reduziu sua projeção de crescimento para este ano de 9,0% para 8,5% do PIB, o que ainda corresponde à melhor taxa de crescimento esperada em toda a região. A inflação, por outro lado, permanece contida, observando crescimento de 2,6% a doze meses em Lima, dentro da meta de 1% a 3% do Banco Central, o que permitiu manter a taxa de referência na mínima histórica de 0,25%, que permaneceria nesse patamar pelo menos até o final de 2021. Finalmente, as classificações em nível local permanecem atraentes, ficando abaixo da média dos últimos 5 anos no caso da razão P/U fwd. e a razão P/VL dado os sinais mistos, de uma forte recuperação econômica esperada, juntamente com uma segunda onda ameaçando projeções e um cenário político complexo com uma bolsa local atraente em termos de valorizações, se decide **manter a exposição neutra a ações peruanas.**

No caso da **Argentina**, a pandemia começa a acelerar novamente, com o processo de vacinação abaixo do esperado devido a problemas de fornecimento de doses em particular do Sputnik V, o que levou ao aperto das medidas de confinamento. Por sua vez, o capital político enfraquecido complica a coalizão governista, frente de todos, com vistas às eleições primárias, Abertas, Simultâneas e Obrigatórias (PASO) em 8 de agosto, o que levou o executivo a empurrar cortes de impostos para aqueles que ganham menos de US \$ 1.700 por mês, financiados através de um aumento de impostos corporativos de até 35%, e para pressionar por um adiamento das eleições na esperança de que a vacina comece a apoiar a desaceleração do contágio no país. O contexto econômico e fiscal permanece sob pressão, com o FMI projetando crescimento de 5,8% do PIB este ano desde a queda de 10% em 2020, a segunda maior da América Latina, e o governo negociando o adiamento da dívida de US\$ 45 bilhões com a mesma agência internacional (FMI), devido à incapacidade do país de pagar pelo menos este ano. Por outro lado, a inflação preocupa, atingindo 3,6% ao mês em fevereiro afetado principalmente pelos preços de produtos não regulamentados (como hotéis e restaurantes), reunindo 40,7% em relação ao ano anterior, superando vagamente o resto dos países da região.

As valorizações, por outro lado, parecem atraentes localmente, com uma razão P/U fwd. e P/VL abaixo da sua média de 5 anos. O complexo cenário da saúde, político e econômico, aliado à postura de crescente pressão no mundo dos negócios, nos leva a manter o **underweight nas ações argentinas.**

## **Ásia Emergente: Se leva a UW a exposição nas ações Small Cap e se mantém o neutra em Large Cap.**

As ações asiáticas aumentaram significativamente abaixo das ações globais durante março. Isso foi impulsionado principalmente pela China, que caiu mais de 6% em USD durante o mês. Uma moderação na velocidade da recuperação econômica, juntamente com ruídos regulatórios que persistem sobre grandes conglomerados tecnológicos (Alibaba, Tencent, Baidu, Meituan etc.) gerou uma diminuição no apetite global por ações chinesas. Por sua vez, a Coreia e Taiwan continuam se beneficiando da escassez de fichas e foram mais defensivas. Com relação à Índia, as ações foram impulsionadas nos últimos meses à medida que a retomada econômica acelerou



e o apoio fiscal e monetário se expandiu. No entanto, um aumento significativo dos casos nas últimas semanas modera as altas expectativas observadas. Finalmente, o Sudeste Asiático registrou uma *outperformance* em relação aos seus pares regionais durante março, beneficiando-se da exposição a setores mais cíclicos em meio aos avanços nos programas globais de vacinação em massa. Embora as perspectivas econômicas e corporativas permaneçam otimistas para o longo prazo na região, altas valorizações, ruídos regulatórios mais altos e menor exposição a ações cíclicas **nos levam a deixar em *UW* as ações asiáticas através de *Small Cap Asia*, e por sua vez, concentrando a exposição das *Large Cap* no Sudeste Asiático.**

A moderação na velocidade da recuperação econômica da **China** nos últimos meses se consolidou em março e afetou o mercado acionário local, que foi um dos piores desempenhos tanto em emergentes quanto globais. A surpresa econômica vem se deteriorando, gerando moderação nas expectativas corporativas nos últimos meses. Além disso, há sinais contínuos de maior regulação das grandes tecnológicas pela autoridade estatal e alertas sobre preços excessivamente altos de ações pelos principais reguladores locais.

Por outro lado, o programa de vacinação avançou mais lentamente do que o esperado e até o momento há 10 doses por 100 habitantes, longe de países como Estados Unidos, Reino Unido e/ou até mesmo alguns países da Latam e/ou EMEA. Embora se espere que a taxa de vacinação se acelere nas próximas semanas, o atraso já alcançado é significativo. No entanto, a China ainda deve liderar o crescimento econômico global e o FMI prevê uma expansão de 8,4% até 2021 e 6,5% até 2022. O apoio fiscal seria mantido, e a política monetária, embora ajustada, não seria agressivamente dada.

Em termos de setor corporativo, os lucros devem crescer cerca de 20% até 2021 e 15% até o próximo ano. Em relação às valorizações, mesmo que tenham moderado com as quedas de março, elas ainda parecem caras com a razão P/U fwd. e P/VL mais de um desvio padrão acima de sua média histórica. Por sua vez, os fluxos permanecem positivos e, no último mês, foram registradas entradas líquidas de ETF para 1% da AUM. Embora as perspectivas econômicas e corporativas permaneçam positivas em termos absolutos, surpresas econômicas que se moderam, valorizações caras e aumento do ruído regulatório nos levam a continuar a favorecer a rotação para mercados com maior exposição cíclica **decide-se aumentar a subexposição nas ações chinesas.**

Por sua parte, na **Índia** a expansão da pandemia acendeu os alarmes e as perspectivas econômicas e corporativas positivas que estavam sendo previstas para o ano começam a ser moderadas depois que novas restrições de mobilidade começaram a ser impostas. Nesse cenário, os PMIs de manufatura e serviço caíram em março e registraram 55,4 e 54,6 pts, respectivamente (v/s 57,5 e 55,3 pts) do mês anterior). Enquanto isso, o Banco Central realizou reunião de política monetária e decidiu manter as taxas de referência inalteradas, em consonância com as estimativas dos analistas. No entanto, anunciou um programa agressivo de compra de ativos de mais de US \$ 13 bilhões e permaneceu comprometido em manter uma política monetária expansiva nos próximos meses para continuar a apoiar a retomada econômica. Isso é complementado pelo plano fiscal anunciado no início de fevereiro por 18% do PIB.

Em relação às perspectivas corporativas, ainda é esperada uma expansão de lucros de mais de 30% para 2021 e 2022. No entanto, após as altas dos últimos meses, as valorizações foram melhoradas em termos absolutos e relativos e no P/U fwd. e P/VL é em torno de 3 desvios padrão em relação à sua média nos últimos 5 anos. Em termos de fluxos, a receita líquida foi registrada no último mês para os ETFs para quase 2% do total de ativos gerenciados. Embora a política fiscal e monetária continue a apoiar a retomada econômica, a expansão da pandemia (e o conseqüente aumento das restrições), bem como as valorizações mais altas nos levam a pegar a utilidade **decidindo levar a neutro desde o *overweight* a posição nas ações indianas.**

Por sua parte, na **Coreia do Sul** as perspectivas econômicas e corporativas para 2021 permanecem positivas. A alta demanda global por semicondutores continua impulsionando as exportações, que cresceram mais de 16%



anual em março. Enquanto isso, o PMI de manufatura para o mesmo mês permaneceu no campo da expansão econômica e registrou 55,3 pts. em março. Nesse cenário, analistas privados estimam uma expansão econômica de cerca de 3% em 2021, após fechar como uma das economias com melhor desempenho em 2020. Além disso, o consumo interno começa a reativar e a confiança do consumidor marcou 100,5 pts. colocando-se em terreno otimista pela primeira vez desde que a pandemia começou. Em termos de política monetária, a inflação começou a acelerar e, em março, foi de 1,5% ao ano, no entanto, ainda permanece abaixo da meta de 2% e o Banco da Coreia não mudaria as taxas de referência até pelo menos 2022. Com relação ao setor corporativo, espera-se que os lucros se expandam mais de 60% até 2021, ante os 45% estimados no final do mês anterior. As valorizações, entretanto, permanecem caras e tanto a razão P/U fwd. como P/VL estão a mais de um desvio padrão em relação à sua média nos últimos 5 anos. Isso modera o apetite global pelas ações coreanas e, no último mês, há saídas líquidas de ETF de 0,4% do total de ativos gerenciados (AUM), mas ainda acumula entradas até este ano em mais de 3% da AUM. Dado que as expectativas corporativas e econômicas continuam melhorando, **decide-se manter a sobre-exposição nas ações coreanas.**

Assim como a Coreia, **Taiwan** é uma vencedora direta da alta demanda global por semicondutores e da escassez de chips que está elevando seu preço. As exportações cresceram pelo nono mês consecutivo em março e cresceram 27% ao ano. As autoridades estimam que, para todo o ano de 2021, os embarques estrangeiros se expandirão em torno de 10%, apesar da alta base de comparação para o segundo semestre do ano passado. Enquanto isso, o PMI manufatureiro permanece no campo de ampla expansão econômica e, em março, registrou 60,8 pts., ligeiramente acima de 60,4 pts. do mês anterior. Em termos de setor corporativo, os lucros devem crescer cerca de 20% até 2021 e 10% até o próximo ano. Por outro lado, as valorizações permanecem caras em relação à média dos últimos 5 anos e à razão P/U fwd. e P/VL negociam 1,5 e 3 desvios padrão acima das respectivas médias. Isso não impediu o apetite global contínuo pelas ações taiwanesas e, no último mês, as entradas líquidas do ETF são registradas para quase 1% da AUM. Embora as perspectivas econômicas e corporativas continuem sendo positivas, as altas valorizações **nos levam a manter maior cautela e decide-se manter o neutro nas ações taiwanesas.**

Por último, as expectativas sobre o **sudeste asiático** (Tailândia, Indonésia, Filipinas, Malásia) continuam a melhorar depois de serem duramente atingidas no ano passado em relação a outras economias da região. Embora o desempenho do mercado de ações em março tenha sido marginalmente positivo, em comparação com as outras economias da região, melhorou em relação aos meses anteriores. À medida que os programas de vacinação em massa avançam e a retomada econômica começa a se tornar realidade, espera-se que o setor turístico comece gradualmente a voltar ao dinamismo. Isso fortaleceria as expectativas econômicas e corporativas de uma região com alta exposição à chegada de estrangeiros. Nesse cenário, os PMI de março melhoraram em relação ao mês anterior para todas as economias da região, com a Indonésia se colocando pelo quinto mês consecutivo em solo de expansão econômica. Em termos de setor corporativo, espera-se que os lucros se expandam em mais de 65% até 2021 e cerca de 15% até 2022. Além disso, as valorizações parecem mais baratas em relação a outras economias da região e a taxa de P/VL está abaixo da média dos últimos 5 anos em todos os países. Os fluxos, por sua vez, são estáveis, e tanto para a Indonésia, Tailândia e Malásia, as entradas líquidas de ETF foram registradas no último mês. Embora a região tenha sido fortemente atingida em 2020, espera-se que a revitalização econômica global e a rotação para os ativos mais castigados continuem beneficiando a economia da região, por isso decidiu-se **manter a sobre-exposição a economias do sudeste asiático.**

#### **EMEA: Se mantém o *underweight***

Os aumentos de *commodities* ao lado de poderosos planos de infraestrutura em todo o mundo aumentaram as expectativas sobre as economias da região. No entanto, permanece uma grande incerteza econômica e corporativa refletida na decisão da Turquia de demitir o governador do Banco Central ou a intensificação do conflito com a Ucrânia por parte da Rússia. Diante disso, **decide-se manter a subexposição a Europa Emergente, Oriente Médio e África.**



Por sua parte, a pandemia segue controlada na **África do Sul** o que permitiu que as restrições fossem relaxadas. Isso impulsiona as expectativas econômicas e o PMI manufatureiro de março permaneceu no campo da expansão econômica pelo terceiro mês consecutivo e registrou 57,4 pts. (v/s 53 pts. Fevereiro). No entanto, o lento progresso no programa de vacinação gera incertezas. No nível corporativo, espera-se que os lucros se expandam em mais de 65% até 2021 e cerca de 15% até o próximo ano. Por sua vez, as valorizações não parecem caras com a razão P/U fwd. e P/VL abaixo de suas médias nos últimos 5 anos. Em termos de fluxos, as saídas marginais do ETF foram registradas no último mês. Embora o lento progresso nos programas de vacinação, além da alta instabilidade macroeconômica e política, gere alta incerteza, a melhoria contínua das perspectivas corporativas e econômicas **nos levam a neutralizar a exposição nas ações sul africanas.**

Semelhante ao caso sul-africano, na **Rússia** os casos de covid-19 permaneceram sob controle. De mãos dadas com a recuperação observada nos últimos meses no preço do petróleo, as expectativas econômicas começam a melhorar e em março o PMI de manufatura permaneceu no campo da expansão econômica e registrou 51,1 pts. Por outro lado, destaca negativamente o aumento da inflação que fez com que o Banco Central decidisse aumentar a taxa de referência em 25 pbs. para trazê-lo para 4,5%, removendo o apoio monetário para a retomada econômica. Com relação às perspectivas corporativas, como em outros países, as estimativas de lucro para 2021 foram corrigidas para cima e atualmente estima-se uma expansão de mais de 100%. As valorizações, por outro lado, parecem misturadas com o P/U fwd. ajustado para a sua média de 5 anos, mas a razão P/VL 3 desvios padrão acima da mesma média. Com relação aos fluxos, foram registradas entradas líquidas nos ETF's para mais de 1% dos AUM. Embora as expectativas econômicas e corporativas melhorem em acordo com o aumento dos preços do petróleo, o apoio à política monetária mais baixa com a inflação ascendente nos leva a permanecer **nos leva a manter o neutro nas ações russas.**

Por outro lado, a **Turquia** emergiu como o mercado emergente de pior desempenho em março. A demissão do agora ex-governador do Banco Central Naci Agbal pelo presidente, Recep Erdogan, aumentou a incerteza sobre a instabilidade financeira do país, resultando em um enfraquecimento da lira turca de até 8% no mês. Isso ocorre depois que a Agbal começou a elevar constantemente a taxa de referência no início do ano passado, à medida que a inflação aumentava cerca de 15% ao ano e com o objetivo de apoiar uma moeda enfraquecida. O movimento de Erdogan marca uma clara mudança na direção da política monetária e já anunciou publicamente que quer tirar o *benchmark* de 1 dígito das flutuações cambiais. Apesar disso, o PMI manufatureiro de março permaneceu no campo da expansão econômica e registrou 52,6 pts., no registro prévio. Em termos de expectativas corporativas, espera-se que os lucros se expandam em mais de 30% em 2021 e 2022. Enquanto isso, as valorizações mostram mais de um desvio padrão abaixo de sua média dos últimos 5 anos, tanto na razão P/U fwd. como P/VL. Isso aumentou o apetite global no último mês, apesar do ruído político e/ou econômico, com os faturamentos líquidos do ETF de mais de 4% da AUM. Como permanece sujeito a alta instabilidade econômica e política, bem como perspectivas corporativas que moderadas dado o aumento dos casos de Covid-19, se decide **manter a subexposição nas ações turcas.**

**Se neutraliza desde *underweight* a exposição nas economias C3 (Polonia, República Tcheca e Hungria).** Um maior avanço no controle dos casos e nos programas de vacinação em países como a Hungria melhoram as perspectivas corporativas e econômicas da região, que também poderia ser impulsionada por uma retomada do turismo no segundo semestre.

Finalmente, na **Arábia Saudita** as perspectivas de uma recuperação econômica significativa até 2021 permanecem presentes, embora moderadas em relação ao mês anterior impulsionadas por um freio ao aumento dos preços do petróleo. O PMI manufatureiro de março permaneceu em expansão econômica e registrou 53,3 pts., ligeiramente abaixo dos 53,9 pts. em fevereiro. Em termos de perspectivas corporativas, espera-se que os lucros se expandam em mais de 60% até 2021 e cerca de 15% até o próximo ano. Por sua vez, as entradas líquidas marginais foram registradas nos ETF's no último mês. Embora as perspectivas econômicas e corporativas



permaneçam otimistas até 2021, elas moderam em relação ao mês anterior e **decidem manter a exposição neutra a ações sauditas.**

## Renda Fixa

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

A curva de taxas de títulos do Tesouro dos EUA achata a margem, afetada pelas expectativas anteriormente mencionadas de um aumento da inflação transitória, com taxas de crescimento econômico para cima. Isso cria um cenário em que um início acentuado das taxas de juros parece menos provável, reduzindo - ligeiramente - a aversão a subclasses de ativos de longo prazo. Isso, juntamente com o *hedge* natural representado pela subclasse de ativos em particular, **nos leva a reduzir a subexposição em US Treasuries.**

### ***US Mortgages: neutra***

O mercado de trabalho dos EUA, apesar das constantes notícias que excedem as expectativas no país, ainda não consegue decolar, com pedidos de auxílio-desemprego permanecendo acima de 700.000, e uma criação de emprego privado em março que decepciona os investidores, marcando 517.000 em vez dos 550.000 esperados. Dado o anterior, **se decide levar a neutro a sobre-exposição de US Mortgages.**

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

Dado o menor rendimento oferecido pela subclasse de ativos e a maior duração em relação a alternativas, **se decide manter o underweight em US Investment Grade.**

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

Ao contrário do caso anterior, o aumento do risco de crédito é justificado devido ao maior *yield* e a menor duração, que nos leva a **manter a sobre-exposição em US High Yield.**

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

Semelhante ao caso dos EUA, a melhor qualidade de crédito da subcategoria de ativos não compensa o *yield* próximo de 0%, juntamente com a duração de 7.6 anos que é muito prejudicial se o aumento das taxas voltar a aparecer. Dado isto, **decide-se manter a subexposição em Europe Broad.**

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

Mais uma vez, a lógica de uma maior *yield* e de uma duração mais curta no atual contexto de taxas baixas justifica o aumento do risco de crédito, o que, neste caso, vem somar-se a níveis de *spreads* que, embora ajustados em termos históricos, ainda teriam um espaço de compressão em relação ao nível de final de 2019. Dado o anterior, decide-se **manter a sobre-exposição em Europe High Yield.**

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

Neste caso, o *yield* próximo a 0% e a duração de quase 10 anos convertem à subclasse de ativo a uma das menos atrativas da amostra analisada, pelo que decide-se **manter a subexposição a Japan Broad.**

**Dívida Emergente: overweight em Títulos soberanos e corporativos denominados em USD e em dívida na moeda local.**

O maior castigo da dívida emergente, considerando que se espera uma grande recuperação econômica este ano, configura um cenário onde o potencial de valorização supera as alternativas desenvolvidas, pelo que **se mantém a sobre-exposição nos títulos soberanos e corporativos.** Por sua vez, embora as moedas emergentes ainda exibam um grande castigo, a tendência de depreciação do dólar perdeu força no último tempo, o que nos leva a **reduzir a sobre-exposição à dívida em moeda local.**



## Exposição a moedas – abril 2021

Moedas	Bench.	Março	Abril	OW/UW	Varição
USD	43,8%	46,3%	46,7%	OW 2,9%	0,3%
EUR	16,3%	12,8%	12,8%	UW -3,6%	
GBP	1,4%	1,7%	2,0%	OW 0,6%	0,3%
JPY	7,4%	2,9%	2,9%	UW -4,5%	
GEMs	31,1%	36,3%	35,7%	OW 4,6%	-0,7%
	100,0%	100,0%	100,0%		

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

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



## Resultados TAACO Global – março 2021

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição de Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	60%	10%	1,2%	0,6%	0,8%	11,9	11,1
Renda fixa	50%	35%	-15%	-1,2%	-0,6%	-0,4%	17,9	2,8
Caixa	0%	5%	5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1	
Cobertura						0,0%	0,0	
<b>Portfólio</b>					<b>-0,01%</b>	<b>0,43%</b>	<b>29,9</b>	<b>13,9</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	12,2%	12,2%	0,0%	2,9%	0,36%	0,36%	0,0	
Europe Small Cap ex UK	1,3%	0,3%	-1,0%	1,6%	0,02%	0,00%	-0,5	
UK	2,8%	2,8%	0,0%	2,1%	0,06%	0,06%	0,0	
US Large Cap Growth	15,3%	14,3%	-1,0%	1,1%	0,16%	0,15%	0,1	
US Large Cap Value	13,0%	14,4%	1,4%	6,8%	0,88%	0,98%	7,8	
US Small Caps	3,4%	4,3%	0,9%	2,0%	0,07%	0,08%	0,7	
Japan	5,6%	2,5%	-3,1%	0,3%	0,02%	0,01%	2,6	
<b>Desenvolvidos</b>	<b>53,6%</b>	<b>50,8%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>1,57%</b>	<b>1,64%</b>	<b>10,8</b>	
LatAm	4,3%	8,3%	4,0%	4,0%	0,17%	0,33%	11,2	
LatAm Small Cap	0,6%	2,0%	1,4%	3,7%	0,02%	0,07%	3,6	
EM Asia	30,2%	30,2%	0,0%	-3,1%	-0,93%	-0,93%	0,0	
EM Asia Small Cap	3,1%	3,1%	0,0%	1,1%	0,03%	0,03%	0,0	
EM Europe and Middle East	8,2%	5,6%	-2,6%	3,9%	0,32%	0,22%	-7,1	
<b>Emergentes</b>	<b>46,4%</b>	<b>49,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-0,38%</b>	<b>-0,27%</b>	<b>7,7</b>	
<b>Equities</b>					<b>1,18%</b>	<b>1,37%</b>	<b>18,4</b>	
US Govt Agencies	11,0%	9,0%	-2,0%	-1,5%	-0,17%	-0,14%	0,7	
US Mortgages	7,7%	8,2%	0,5%	-0,5%	-0,04%	-0,04%	0,3	
US Corps	7,3%	6,3%	-1,0%	-1,7%	-0,13%	-0,11%	0,5	
US High Yield	1,6%	4,6%	3,0%	0,1%	0,00%	0,01%	4,1	
Europe Broad	18,6%	13,0%	-5,6%	0,1%	0,02%	0,01%	-7,4	
Europe High Yield	0,5%	2,0%	1,5%	0,7%	0,00%	0,01%	2,9	
Japan Broad	9,2%	4,1%	-5,1%	-3,0%	-0,28%	-0,12%	9,4	
<b>Dívida Desenvolvidos</b>	<b>55,9%</b>	<b>47,2%</b>	<b>-8,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,59%</b>	<b>-0,38%</b>	<b>10,5</b>	
EM Sovereign	14,2%	16,7%	2,5%	-1,0%	-0,15%	-0,17%	0,4	
EM Corporate	14,1%	16,7%	2,6%	-0,7%	-0,09%	-0,11%	1,4	
EM Local Markets	15,8%	19,4%	3,6%	-2,4%	-0,38%	-0,46%	-4,2	
<b>Dívida Emergente</b>	<b>44,1%</b>	<b>52,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-0,62%</b>	<b>-0,75%</b>	<b>-2,4</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>-1,21%</b>	<b>-1,12%</b>	<b>8,1</b>	

Resultados al 31 de março de 2021

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Em março, a carteira global da TAACO rendeu 0,4%, 44 pbs. sobre o desempenho de *benchmark*. Tanto a alocação de ativos quanto a seletividade agregaram valor à carteira.

Com relação à carteira acionária, rendeu 1,4%, 18 pbs. melhor do que o desempenho de *benchmark*. A sobre-exposição à América Latina e ao *US Large Cap Value* foram os que mais geraram valor.

Quanto à carteira de renda fixa, a carteira da TAACO rendeu -1,1%, 8 pbs. sobre o desempenho de *benchmark*. Ele adicionou valor à sobre-exposição a produtos de *spread* (especialmente *high yield*) e o *underweight* no Japão Broad.



## Desempenho histórico

TAACO Global	Desempenho								
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	Volatilidade 5 anos*
<b>TAACO</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>30,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>7,2%</b>	<b>9,6%</b>
Benchmark	0,0%	-0,1%	-0,1%	28,7%	5,1%	6,9%	4,2%	5,5%	9,0%
Out/Under perf. (bps)	44	50	50	221	30	72	47	167	
<b>Ações</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>54,9%</b>	<b>7,3%</b>	<b>10,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>14,3%</b>
Benchmark	1,2%	3,4%	3,4%	53,6%	7,2%	10,3%	5,4%	4,6%	14,2%
Europe ex UK	2,9%	3,1%	3,1%	46,0%	4,9%	7,1%	3,2%	3,8%	16,4%
Europe Small Cap ex UK	1,6%	4,3%	4,3%	73,1%	6,8%	10,4%	6,7%	10,9%	19,7%
UK	2,1%	5,0%	5,0%	29,4%	-3,2%	0,1%	-0,8%	0,1%	16,8%
US Large Cap Growth	1,1%	0,5%	0,5%	64,1%	23,4%	21,1%	16,3%	--	16,1%
US Large Cap Value	6,8%	9,2%	9,2%	42,1%	7,2%	8,0%	7,5%	4,8%	14,9%
US Small Caps	2,0%	12,5%	12,5%	92,6%	13,9%	14,7%	10,8%	11,6%	20,4%
Japan	0,3%	0,8%	0,8%	37,3%	4,2%	8,3%	5,2%	2,8%	13,0%
<b>Desenvolvidos [1]</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>54,0%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,4%</b>	<b>9,9%</b>	<b>8,4%</b>	<b>14,6%</b>
LatAm	4,0%	-6,1%	-6,1%	46,0%	-8,8%	1,2%	-6,8%	5,8%	29,1%
LatAm Small Cap	3,7%	-4,2%	-4,2%	59,4%	-5,3%	4,2%	-6,8%	8,9%	31,1%
EM Asia	-3,1%	1,9%	1,9%	57,2%	7,2%	12,1%	4,4%	10,7%	15,9%
EM Asia Small Cap	1,1%	9,0%	9,0%	88,7%	5,0%	8,4%	2,8%	10,2%	18,4%
EM Europe and Middle East	3,9%	5,8%	5,8%	37,7%	-2,2%	2,3%	-6,3%	3,4%	18,6%
<b>Emergentes [1]</b>	<b>-0,6%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>58,4%</b>	<b>6,5%</b>	<b>12,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>12,3%</b>	<b>16,4%</b>
<b>Renda Fixa</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>8,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,3%</b>
Benchmark	-1,2%	-3,5%	-3,5%	7,2%	2,4%	3,3%	2,6%	5,6%	5,2%
US Govt Agencies	-1,5%	-4,3%	-4,3%	-4,4%	4,1%	2,2%	2,9%	5,1%	4,1%
US Mortgages	-0,5%	-1,1%	-1,1%	-0,1%	3,7%	2,4%	2,8%	5,3%	2,1%
US Corps	-1,7%	-4,6%	-4,6%	8,7%	6,2%	4,9%	5,0%	7,1%	6,0%
US High Yield	0,1%	0,8%	0,8%	23,7%	6,8%	8,1%	6,5%	9,6%	7,6%
Europe Broad	0,1%	-1,9%	-1,9%	3,2%	2,5%	1,9%	4,1%	5,5%	3,4%
Europe High Yield	0,7%	2,1%	2,1%	22,4%	4,1%	4,8%	6,4%	9,1%	8,0%
Japan Broad	-3,0%	-7,1%	-7,1%	-3,7%	-1,0%	0,5%	-1,3%	2,4%	9,1%
<b>Dívida Desenvolvidos [1]</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>3,5%</b>					
EM Sovereign	-1,0%	-4,7%	-4,7%	14,3%	3,9%	4,7%	5,4%	9,8%	8,6%
EM Corporate	-0,7%	-1,1%	-1,1%	15,4%	6,3%	6,4%	5,5%	--	5,9%
EM Local Markets	-2,4%	-5,1%	-5,1%	14,3%	-0,6%	3,6%	0,5%	--	11,7%
<b>Dívida Emergentes [1]</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>14,7%</b>					
<b>Caixa</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,3%</b>

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] 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>20.6x</b>	<b>14.5x</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.0x</b>	<b>2.2x</b>	<b>61%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>0.3</b>
US	23.0x	15.5x	2.0%	4.5x	2.7x	38%	14%	37%	0.6
Europe	17.0x	12.9x	3.0%	2.0x	1.8x	160%	14%	8%	0.1
Japan	17.6x	15.0x	2.0%	1.5x	1.3x	30%	22%	7%	0.6
<b>EM</b>	<b>15.0x</b>	<b>11.4x</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.1x</b>	<b>1.8x</b>	<b>45%</b>	<b>16%</b>	<b>11%</b>	<b>0.3</b>
EM Asia	16.2x	12.1x	2.0%	2.2x	1.8x	32%	17%	11%	0.5
CEEMEA	11.5x	9.4x	5.0%	1.6x	1.6x	74%	15%	12%	0.2
LatAm	11.8x	12.1x	4.0%	2.1x	2.0x	141%	4%	17%	0.1
China	15.6x	11.8x	2.0%	2.3x	2.0x	20%	15%	11%	0.8
S. Korea	13.6x	9.8x	2.0%	1.4x	1.2x	61%	23%	13%	0.2
Taiwan	18.7x	14.2x	3.0%	2.9x	1.9x	19%	10%	17%	1.0
India	22.3x	16.6x	1.0%	3.4x	3.3x	32%	37%	13%	0.7
Indonesia	15.4x	13.8x	3.0%	2.3x	3.4x	23%	20%	15%	0.7
Malaysia	13.4x	14.9x	4.0%	1.6x	2.0x	62%	1%	11%	0.2
Thailand	19.2x	12.6x	3.0%	1.9x	2.0x	36%	18%	9%	0.5
Philippines	16.4x	16.1x	2.0%	1.7x	2.6x	63%	30%	9%	0.3
S. Africa	11.4x	12.5x	4.0%	2.2x	2.5x	65%	16%	17%	0.2
Russia	8.4x	6.5x	7.0%	1.1x	1.1x	114%	11%	11%	0.1
Turkey	5.1x	8.6x	6.0%	0.8x	1.5x	36%	32%	14%	0.1
S. Arabia	19.4x	13.9x	3.0%	2.4x	2.4x	61%	14%	26%	0.3
Egypt	6.7x	9.8x	6.0%	1.7x	2.6x	20%	15%	20%	0.3
Brazil	10.0x	10.9x	4.0%	2.3x	1.8x	137%	0%	19%	0.1
Mexico	15.9x	15.0x	3.0%	2.2x	2.7x	126%	11%	22%	0.1
Chile	19.1x	15.8x	3.0%	1.6x	2.0x	82%	9%	13%	0.2
Colombia	12.6x	13.7x	3.0%	1.1x	1.6x	162%	38%	14%	0.1
Peru	14.5x	12.5x	2.0%	2.0x	3.1x	705%	26%	18%	0.0
Argentina	59.0x	10.8x	1.0%	1.7x	1.8x	NM	400%	-4%	-

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 1 de abril de 2021

\* PEG: PE ratio/Earnings Growth

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