



Dezembro 2021

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Outubro	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACo	-2,2%	-3,7%	2,2%	6,2%	8,1%	7,6%	5,7%	7,3%	9,4%
Benchmark	-1,8%	-3,2%	1,6%	5,0%	8,1%	7,0%	5,0%	5,6%	8,7%
Out/Underperformance (bps)	-34	-52	63	121	-1	57	67	168	
Ações	-3,4%	-4,7%	5,7%	12,0%	11,2%	10,1%	7,6%	5,4%	14,0%
Benchmark	-3,5%	-4,3%	6,1%	12,1%	11,3%	10,1%	7,4%	4,8%	13,9%
Renda Fixa	-0,4%	-2,3%	-2,7%	-1,4%	4,9%	4,0%	2,8%	6,5%	5,2%
Benchmark	-0,2%	-2,2%	-3,0%	-1,9%	4,4%	3,6%	2,3%	5,6%	5,0%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	2,0%	-0,6%	-4,4%	2,4%	14,0%	8,9%	0,3%	12,8%	12,7%

Resultados em 30 de novembro de 2021

*Annualizado ** Desde 2001

Outlook Global 2022

There is nothing for you here: Finding opportunity in the 21st century¹

Aproxima-se 2022, que se segue a 2020, o ano da grande quarentena, e 2021, o ano da grande recuperação. Um período marcado pela pandemia da covid-19, um evento histórico comparável às guerras mundiais, entre outros, que marcam a história da humanidade, e ainda sem um desfecho. A única certeza é que o mundo mudou em todos os âmbitos e para sempre como resultado da natureza do shock que sofreu e do momento histórico em que aconteceu.

Tomando o que era nossa visão e cenário básico para 2021, neste se consolidou a recuperação e atingiu o auge desse ciclo econômico graças aos enormes estímulos monetários e fiscais implementados. As taxas de juros permaneceram baixas e as condições financeiras favoráveis, e a implantação de vacinas impulsionou fortemente a demanda reprimida pelos confinamentos, apesar do surgimento de variantes, uma vez que a pandemia foi mantida sob controle.

Inflação, taxas de juros e crescimento. –

O aumento das pressões inflacionárias chama a atenção e desencadeou o início em certos países da retirada de estímulos monetários. A inflação, cuja origem, além das políticas econômicas expansivas, é impulsionada por outros fatores cíclicos e estruturais. Uma oferta que tenta satisfazer primeiro, a maior demanda por determinados produtos e serviços durante o confinamento e, segundo, para outros adiada e/ou reprimida na abertura, gera escassez e interrupções nas cadeias de suprimentos que alimentam as pressões nos preços.

Por outro lado, após mais de uma década de baixas taxas de juros, ampla liquidez e pressões deflacionárias, sem um aumento significativo dos gastos fiscais, retomou em magnitudes sem precedentes para neutralizar os efeitos da pandemia. Para isso foi então adicionado o Capex das empresas em um contexto de adoção tecnológica acelerada, transversal e massiva. Isso reverteu o longo período deflacionário de mais de uma década e gera uma reflexão estrutural que, embora no curto prazo coloque ainda mais pressão sobre os preços, no longo prazo geraria folga, já que há uma maior base de geração de valor.

As taxas de juros estão gradualmente se recuperando com esse novo cenário de crescimento e inflação. A taxa de títulos do Tesouro dos EUA começou o ano em 0,92% ao ano e atingiu 1,75% em março; O recente choque de Ómicron subiu para 1,45% no final de novembro. Em perspectiva, as taxas de juros ainda estão em níveis baixos e, em muitos casos, observamos taxas

¹ Não há nada para você aqui: buscando uma oportunidades no século 21. Livro de Fiona Hill, historiadora, politóloga e assessora política dos presidentes George Bush, Barak Obama e Donald Trump em assuntos externos.

Índice

There is nothing for you here: Finding opportunity in the 21st century 1

Posicionamento TAACo Global 5

Resultados.....15

Desempenho.....16

Valorizações.....17

Está se aproximando para fechar 2021, ano da grande recuperação...

... que foi impulsionado por estímulos monetários e fiscais massivos, em um ambiente de condições financeiras favoráveis

No entanto, a alta inflação derivada de fatores cíclicos e estruturais seria mais prolongada do que transitória.

Embora a disrupção digital e o aumento do investimento corporativo terão efeitos bastante deflacionários no longo prazo

As taxas de juros se ajustarão gradualmente, embora com volatilidade



de juros reais negativas. Esperamos que o ajuste de alta ocorra gradualmente, mas com volatilidade, como resultado da incerteza em relação à covid e dos temores de que a inflação suba.

A economia global começa em 2022 desacelerando de forma saudável, com taxas de atividade divergentes entre as duas potências mundiais. De acordo com as projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI), os Estados Unidos crescerão 6% este ano e estímulos maciços lhe darão impulso para continuar fazendo isso em cerca de 5% no próximo ano. Do lado oposto, a China diminuiria ainda mais seu ritmo de atividade, e os 8% que crescerá em 2021 seriam reduzidos para ~5% no próximo ano. A economia global acabaria se expandindo quase 6% este ano e 5% no próximo ano; na Europa, o Reino Unido registraria um aumento do PIB de quase 7% em 2021 e 5% em 2022, a Zona do Euro de 5% e 4,3%, a Ásia emergente de 6% e 3,6% e a América Latina de 6,3% e 3%, respectivamente.

Pandemia. –

Há um ano, o Covid-19 infectou cerca de 70 milhões de pessoas e causou um milhão e meio de mortes; hoje, os contágios acumulam mais de 260 milhões e as pessoas que não sobreviveram ao vírus somam cerca de 5 milhões. Isso reflete a alta capacidade de expansão dessa doença e a magnitude do que ela significa, o que tem sido evidente em seu impacto sem precedentes em todas as áreas.

A descoberta e produção de vacinas ocorreu em tempo recorde, graças à disponibilidade e alto nível de desenvolvimento da ciência. Em meio a uma revolução digital e conhecimento que permitiu e continua a permitir conhecer e estudar essa patologia rapidamente, como preveni-la e lutar contra ela.

Novas variantes continuam a surgir, como Delta e agora Ómicron, que semeiam dúvidas quanto à certeza de ter derrotado esse vírus. O número de mutações que podem ocorrer é infinito; no entanto, a ciência hoje o conhece muito melhor e a tecnologia permite desenvolvimentos rápidos e adaptações em vacinas e tratamentos. Certamente esses eventos geram e gerarão "turbulências" na atividade global e volatilidade nos mercados, mas nosso cenário básico é que a pandemia esteja sob controle.

Além disso, até agora, as variantes que estão aparecendo, embora sejam mais contagiosas, o que gera sua rápida expansão, têm sido menos letais e vulneráveis às vacinas disponíveis. Também entraríamos em uma fase no início do ciclo natural da pandemia.

China. –

As quedas nos preços das ações na China após um 2020 estelar refletem a desaceleração econômica, o intervencionismo estatal no setor corporativo e os desequilíbrios no setor imobiliário.

A China foi a primeira economia a se recuperar da pandemia, estava à frente do ciclo e isso ainda é a tônica. O governo tem tentado manter uma taxa de crescimento sustentável e evitar bolhas e, por outro lado, deixar claro que o setor privado tem limites e regras governamentais, em todas as áreas.

A desaceleração econômica continuará; no entanto, um "pouso forçado" não seria visto. É incerto o quanto a interferência estatal poderia afetar economicamente a China; no entanto, a economia continuaria a ser gerida com políticas de mercado e abertura razoáveis.

Mercados. –

Embora certos ativos em atraso tenham se recuperado e se percebeu uma rotação nos fluxos, as ações dos EUA medida pelo S&P 500 até este momento do ano têm retornos maiores (22%)

O crescimento global desacelerará de forma saudável em 2022, mantendo-se na tendência de longo prazo

O COVID-19 se espalhou rapidamente pelo mundo, mas a resposta científica igualmente rápida conseguiu conter a doença.

Enquanto uma maior porcentagem da população global não for imunizada, novas variantes gerarão incerteza econômica e volatilidade nos mercados...

... mas o cenário básico é que a pandemia está sob controle, passando para endêmica.

Queda dos mercados de ações chineses em 2021 refletem desaceleração econômica, intervencionismo estatal e crise imobiliária

Mas não se vê um "pouso forçado", com a economia seguindo políticas pró-mercado.

Alguns mercados atrasados recuperaram terreno, embora a liderança seja mantida pelas ações dos EUA,



que a do ano passado (~16%). As ações globais moderaram seus aumentos (14% no ano passado contra 13,5% este ano), as ações europeias – ficando atrás das ações norte-americanas – se colocaram parcialmente em dia e outras reverteram sua tendência. Os mercados acionários asiáticos (liderados pela China) passaram de um ano de retornos elevados para números negativos; e a reabertura, pelo contrário, levou a números "azuis" nos setores financeiro, imobiliário e de serviços básicos ou *utilities*. A busca por valor em um cenário complicado para títulos reverteu as perdas de 2020 em ações no estilo de *value*; no entanto, o *growth*, continuou a subir, apesar das altas valorizações.

apesar das altas valorizações.

Em 2022, a seletividade será fundamental para identificar onde o valor permanece e quais ativos são sobrecastigados

O que argumentamos na versão deste documento há um ano é válido novamente, levando-o e adaptando-o para onde os mercados estão hoje. Entre os vencedores e perdedores da pandemia até agora, vemos valor seletivamente em ambos. No caso do primeiro, identificar os fatores que impulsionaram esses ativos e o potencial de valorização que eles teriam deixado é fundamental; há temas e mudanças estruturais que estão aqui para ficar. Entre estes últimos, há vários casos em que os valores atuais refletiriam uma punição excessiva que deve convergir para valores justos.

Alocação de ativos. –

Até o final de 2021, continuamos a favorecer as ações, reduzindo a exposição para cuidar do desempenho do ano. A economia global continua a crescer de forma sustentável, apesar da desaceleração; as taxas de juros sobem gradualmente; a inflação permanecerá "pegajosa", mas não disruptiva e diminuirá para o segundo semestre do próximo ano; e a pandemia estaria sob controle, a caminho de se tornar progressivamente endêmica.

Renda variável continuam a ser favorecida em um ambiente de taxas reais negativas e crescentes, o que prejudica a atratividade da renda fixa.

A seletividade é fundamental, dado as altas em alguns mercados de ações nos últimos dois anos: o monitoramento de onde há valor entre eles e quais ativos defasados estão a preços atrativos. No entanto, a volatilidade prevalecerá, dado o resultado desafiador e desconhecido da situação atual, de modo que se aumenta a alocação de moedas para porto seguro (yen) e caixa, mantendo a alocação em ouro. Na renda fixa há pouco valor, por isso permanecemos subponderados e dentro disso favorecemos produtos de spread, como títulos emergentes e *high yield*.

A exposição a ações é reduzida diante do aumento da volatilidade, tomando posições ativas em ativos (como yen e ciata)

Com o passar do ano, a carteira terá que se ajustar à evolução do crescimento econômico e dos lucros corporativos. Deve-se prestar atenção também aos fundamentos macro e corporativos, em meio a um alto nível de endividamento governamental e aos desequilíbrios gerados pelo massivo estímulo monetário e fiscal à capacidade dos países de resolvê-los.

Cenário base 2022:

1. Desaceleração econômica global, com ajuste contínuo aos efeitos da pandemia
2. Normalização monetária, com altas graduais das taxas de juros
3. Pressões inflacionárias que diminuiriam para meio ano como resultado da desaceleração econômica, reajuste à normalidade das cadeias de suprimentos e maior produtividade
4. Maior volatilidade nos mercados financeiros
5. Evolução do covid-19 no nível endêmico, com a implantação contínua de vacinas e a adaptação dessas
6. Revolução digital em curso, continuando a adoção acelerada de novas tecnologias e as mudanças estruturais que isso implica. Essa e outras megatendências, evolução e consolidação emergentes, como sustentabilidade ambiental e mudanças estruturais nos padrões de consumo.

O cenário base para 2022 está enquadrado em uma desaceleração econômica e de lucros a nível global, ajustes graduais nas taxas de juros, pressões inflacionárias que diminuiriam, maior volatilidade, uma pandemia que se tornaria endêmica e estruturais derivadas da adoção tecnológica



Riscos:

1. Inflação mais alta e duradoura e aumentos acentuados dela, com aumento semelhante nas taxas de juros
2. Erros de política
3. Intervencionismo governamental disruptivo na China
4. Surgimento de variantes incontroláveis de covid-19 que levam a confinamentos massivos da população
5. Pandemia digital, disseminação global de vírus disruptivos
6. Eventos políticos, sociais em países e/ou geopolíticos

Os riscos derivam de inflação alta e prolongada que desencadeia aumentos abruptos nas taxas de juros, erros de política (fiscais e monetárias), intervencionismo chinês, novas variantes de covid, entre outros



Posicionamento da carteira – dezembro 2021

TAACo Global	Bench.	Novembro	Dezembro	OW / UW		Câmbio	
Ações	50%	65%	60%	OW	10%	-5,0%	-
Renda Fixa	50%	25%	25%	UW	-25%		
Caixa		5%	10%	OW	10,0%	5,0%	+
Ouro		5%	5%				
Total Carteira							
Europe ex UK	12,5%	13,3%	12,5%	N		-0,8%	-
Europe Small Cap ex UK	1,5%	1,5%	1,5%	N			
UK	2,7%	2,7%	3,7%	OW	1,0%	1,0%	+
US Large Cap Growth	14,2%	14,2%	14,2%	N			
US Large Cap Value	14,3%	15,3%	15,3%	OW	1,0%		
US Small Caps	4,3%	4,3%	4,8%	OW	0,5%	0,5%	+
Japan	5,2%	3,0%	3,0%	UW	-2,2%		
Mercados desenvolvidos	54,7%	54,3%	55,0%	OW	0,3%	0,7%	+
LatAm	4,3%	4,8%	4,3%	N		-0,5%	-
LatAm Small Cap	0,8%	0,8%	0,8%	N			
China	13,4%	13,4%	13,8%	OW	0,4%	0,4%	+
EM Asia ex China	14,9%	16,4%	16,4%	OW	1,5%		
EM Asia Small Cap	3,4%	4,0%	3,4%	N		-0,6%	-
EM Europe and Middle East	8,5%	6,3%	6,3%	UW	-2,2%		
Mercados emergentes	45,3%	45,7%	45,0%	UW	-0,3%	-0,7%	-
Total Ações	100,0%	100,0%	100,0%				
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%		
Dívida desenvolvidos	56,6%	50,8%	50,8%	UW	-5,8%		
EM Sovereign IG	5,6%	5,6%	5,6%	N			
EM Sovereign HY	6,2%	6,2%	6,2%	N			
EM Corporate IG	5,0%	5,0%	5,0%	N			
EM Corporate HY	6,7%	12,5%	12,5%	OW	5,8%		
EM Local Markets	19,9%	19,9%	19,9%	N			
Dívida emergente	43,4%	49,2%	49,2%	OW	5,8%		
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%				

A exposição a ações é reduzida para 60%, a RF permanece em 25%. É alocado 5% em ouro e a caixa é aumentada para 10%

Se neutraliza a posição na Europa e se leva a OW UK

US: *large cap growth* em neutro e *OW value e small cap*

UW no Japão

Se neutraliza o OW na América Latina

OW na EM Ásia ex China e China

UW na EMEA

UW Treasuries / OW TIPS

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

UW Títulos europeus e japoneses

Se mantém o OW Emergentes a través de uma posição ativa em bônus corporativos *high yield*

Em dezembro, a carteira TAACo Global decidiu salvaguardar o retorno do ano diante do aumento da volatilidade; a sobre-exposição às ações é reduzida para 60%, mantendo a posição de renda fixa em 25%, e alocando 10% para caixa e 5% para o ouro como proteção contra eventos disruptivos.

Dentro do portfólio de ações, a Europa é neutralizada e o Reino Unido é levado à OW para melhorias no *momentum* econômico e valorizações atraentes. Com relação aos EUA, o OW é mantido no *US Large Cap Value* e neutro no *US Large Cap Growth* devido às valorizações ajustadas e à sensibilidade às variações das taxas de juros. A UW no Japão é mantida em favor de posições de financiamento com maior potencial de valorização. Dentro das economias emergentes, a América Latina é neutralizada devido à falta de catalisadores ascendentes e a China OW é aumentada, onde a punição parece excessiva. A UW é mantida na EMEA após os altos retornos exibidos até agora este ano.

Diante dos ajustes na política monetária e das taxas de juros que subiriam gradualmente, 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 a sobreponderar produtos de *spread* em busca de *yields* (OW HY US, HY Europe e HY EM Corporate).



Renda Variável

Europa ex UK: neutraliza a posição em *large cap* desde *overweight* e permanece neutro em *small cap*

A região é novamente o epicentro da pandemia, com casos em ascensão na maioria dos países e alguns até retornando aos confinamentos. Na Alemanha, contágios e casos ativos excedem em muito os picos de ondas anteriores e a ocupação hospitalar começa a saturar, com as autoridades não descartando impor restrições de mobilidade mais agressivas para controlar contágios.

Para este ano, o crescimento seria em torno de 5%; no entanto, para o próximo ano, pressões inflacionárias, escassez de vários produtos, problemas nas cadeias de fornecimento e choque energético levam a expectativas mais baixas. Para 2022, estima-se um crescimento de 4,3%, que ainda está na tendência de longo prazo. Os dados econômicos internalizam um ritmo mais lento de crescimento e as surpresas são cada vez mais limitadas, embora o *momentum* esteja melhorando. 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 (acima de 50 pts.), embora desacelerando em relação aos meses anteriores. Isso apoiaria a tese de que a economia continuaria a se expandir, embora em um ritmo mais lento.

No próximo ano, a recuperação ainda será apoiada pela ampla liquidez do estímulo fiscal e monetário. A nível regional, o Fundo de Recuperação desembolsará valores que totalizam 750 bilhões de euros. Do lado monetário, o nível de preços aumentou devido aos efeitos da base de comparação, aumentos nos preços da energia, disrupções nas cadeias de fornecimento e aumento da demanda, atingindo o nível mais alto desde que o euro foi implementado. A inflação em novembro foi de 4,9% em relação ao ano anterior, enquanto o índice de preços ao produtor subiu 21,9% em doze meses até outubro, o que eventualmente pressionará as margens corporativas e/ou levará o Banco Central Europeu ajuste a política monetária para controlar a inflação. No entanto, por enquanto, as autoridades monetárias veem o aumento da inflação como transitório na medida em que a capacidade produtiva se normaliza para 2022 e o consumo é reequilibrado de bens para serviços, indicando que não é hora de elevar as taxas de juros, embora desde setembro eles começaram a reduzir os programas de compra de títulos (*tapering*). Em favor de perspectivas menos inflacionárias, as folgas no mercado de trabalho não permitirão aumentos de preços desde altas sustentados dos salários.

Quanto ao setor corporativo, o *momentum* é positivo. Tendo relatado 95% das empresas Eurostoxx 600 seus resultados para o terceiro trimestre com um crescimento médio de 63% nos lucros, 55% delas excedem as expectativas. Os setores de energia, industrial e de materiais lideraram o crescimento dos lucros, enquanto utilitários (serviços básicos), comunicações e imobiliário apresentaram perdas agregadas. No entanto, as pressões de custos levam a uma contração estimada nas margens em 2022, os lucros do próximo ano cresceriam apenas 8,2%.

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

Apesar de os estímulos fiscais e monetários serem mantidos por muito tempo, a partir da força corporativa e valorizações atraentes em termos relativos, o aumento dos contágios está levando ao aumento da incerteza e da volatilidade, afetando as perspectivas de recuperação e crescimento dos lucros em 2022, o que nos leva a **neutralizar a posição em ações europeias de *large cap***. A exposição a *small caps* também permanece neutra devido à maior geração de renda da economia doméstica, que poderia ser afetada pelo aumento dos preços da energia e da inflação.

Reino Unido: se aumenta a posição a *overweight* desde neutro

Os casos estão novamente aumentando em meio à chegada da variante ômicron ao continente; no entanto, com 70% da população imunizada, estão sendo feitos progressos em direção a um "novo normal" adaptando-se ao funcionamento com covid.



Com base em extensos estímulos fiscais e monetários implementados como medidas contracíclicas para lidar com a crise sanitária e econômica, o país surpreende positivamente e se recupera mais rápido do que o esperado. Em setembro, o PIB estava apenas 1% abaixo dos níveis pré-pandemias e deve se recuperar antes do final do ano. Por outro lado, os principais indicadores do PMI's de manufatura e serviços permanecem com variações marginais em novembro, atingindo quase 60 pts., o que prevê que a recuperação econômica continuará.

Do lado monetário, a inflação atingiu 4,2% em outubro, o maior recorde desde dezembro de 2011. O Banco da Inglaterra (BoE) espera que a inflação continue um caminho ascendente para níveis ainda acima de 5% ao ano, afetado pelo aumento dos preços da energia, escassez de suprimentos e mão-de-obra. No entanto, em uma decisão dividida, foi definido na reunião de política monetária em novembro por manter as compras de ativos nos níveis atuais, uma vez que a natureza transitória da inflação é monitorada e o crescimento continua a ser impulsionado. As notícias sobre os ajustes da política monetária são esperadas na reunião deste mês, com o mercado apostando em uma elevação da taxa de juros.

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 corporativos foram corrigidas para cima no último mês e indicam crescimento próximo de 82% para este ano. Para 2022, espera-se um crescimento de 2,4%, o que se compara negativamente com o resto da Europa.

Por outro lado, as valorizações são atraentes em termos relativos 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 valorizações, 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 se **sobrepondera a posição nas ações britânicas**.

Estados Unidos: Se mantém a sobre-exposição às ações dos EUA permanece *Large Cap Value*, é levado a *overweight Small Cap* e o neutro é mantido em *Large Cap Growth*

A recuperação econômica atingiu um *peak* 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 e o *momentum* econômico melhora, com dados que voltam a surpreender na medida em que a pandemia está sob controle (com 60% da população imunizada).

Do lado do trabalho, a situação vinha melhorando, mas a criação de empregos em novembro foi amplamente decepcionante. Apenas 210.000 novos empregos não agrícolas foram adicionados, segundo estimativas de 550.000. No entanto, a pesquisa domiciliar mostra um resultado oposto, com a taxa de desemprego caindo para 4,2% de 4,6% em outubro, enquanto a participação trabalhista se manteve constante.

Por sua vez, dado o persistente aumento da inflação (6,2% em outubro, o maior recorde em três décadas), o Fed reconheceu que seu alto nível não é transitório, e permanecerá por um tempo além da estimativa inicial, o que poderia acelerar a retirada de estímulos não tradicionais (*tapering*). No entanto, a autoridade monetária deve acompanhar de perto como o emprego evolui antes de acelerar a redução das compras de ativos e/ou elevar as taxas de juros. O mercado espera que as taxas comecem a subir entre junho e setembro do próximo ano, uma vez que o programa de compra de ativos termina.

Quanto à política, entre 15 e 21 de dezembro, o limite da dívida seria alcançado, de modo que um acordo é urgentemente necessário no Congresso para evitar a cessação do financiamento público e um salto abrupto nas taxas de juros dos títulos do Tesouro. O plano de infraestrutura do presidente Biden foi aprovado por US\$ 1,2



bilhão, enquanto a votação do programa social *Build Back Better* de US\$ 1,75 bilhão está sendo adiada para antes do Natal.

Em relação ao setor corporativo, com 99% das empresas do S&P 500 informando seus resultados do terceiro trimestre, os lucros cresceram em média 40% e 82% das empresas superaram as expectativas. As maiores surpresas vêm dos setores financeiro e energético cíclico, enquanto os setores discricionários e de utilities (serviços básicos) relatam crescimento marginal. Após o crescimento dos lucros no segundo trimestre do ano, espera-se um crescimento próximo de 20% para o último trimestre. 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.

Por outro lado, as valorizações 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 ETF's para 3,3% dos ativos sob gestão (AUM).

O *momentum* econômico melhora 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 de *growth*, que também são altamente sensíveis às variações nas taxas de juros. Por essa razão, **decide-se manter uma posição neutra US Large Cap growth, mantendo a sobre-exposição às ações da US Large Cap Value. Além disso, a posição em small caps é levada a overweight desde neutro** devido à alta exposição a setores que se beneficiam da consolidação do crescimento, como o industrial, e da inclinação da curva de juros, como o financeiro; com menor exposição a ações de tecnologia (que tendem a ter um viés de *growth*).

Japão: Se mantém o underweight 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 e a partir deste mês começam a ser aplicadas três doses de reforço. Acrescenta-se a chegada de Fumio Kishida como primeiro-ministro, que aumentará os gastos fiscais com um pacote de US\$ 490 bilhões (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% este ano.

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 melhorou em novembro em relação ao mês anterior e atingiram 53 e 54,5 pts. respectivamente, ambos o nível mais alto até agora este ano.

Quanto à política monetária, a inflação permanece abaixo e longe da meta de 2% ao ano (em outubro foi de 0,1% em relação ao ano anterior), o que permitiria ao Banco do Japão manter uma política monetária expansivas por um longo período, mais longo que os pares globais. A crise energética não afetaria o país na mesma medida que o resto da Ásia, pois apesar de dependerem fortemente do gás natural para a geração de eletricidade (quase 40% da matriz depende disso), eles têm contratos de longo prazo que garantem preço e oferta, mesmo além do que precisam atualmente devido ao avanço do uso de energias renováveis na matriz.

Com relação ao setor corporativo, estima-se uma expansão dos lucros em relação a 81% para 2021, valor corrigido para cima 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 valorizações 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: OW é levado à exposição na China. Por sua vez, a exposição na Latam da OW é neutralizada desde OW e se mantém o OW na Ásia EM ex China e o UW na EMEA.

As perspectivas na China melhoram em sinais de maior flexibilização monetária, redução do ruído regulatório e valorizações moderadas. Enquanto isso, a Ásia EM ex China continuará a se beneficiar da alta demanda por semicondutores e adicionará a recuperação econômica que está começando a tomar forma no Sudeste Asiático. Por outro lado, na América Latina o cenário econômico torna-se desafiador diante do aumento das taxas de juros domésticas, das limitações fiscais e dos ruídos políticos. No entanto, as valorizações parecem atraentes para níveis absolutos e relativos. Para a EMEA, a alta instabilidade macroeconômica e política é agravada pela moderação nas expectativas sobre o preço do petróleo bruto. Com tudo isso, **decide-se levar a OW China, manter a OW Ásia EM ex China, neutralizar a exposição na Latam e manter a UW na EMEA.**

América Latina: Decide-se baixar de OW para neutro

Embora a vacinação tenha sido acelerada, permitindo que a pandemia permaneça sob controle dentro da região, e uma defasagem significativa persiste em relação aos retornos dos índices globais, a região está ameaçada pela desaceleração da economia chinesa, interrupções nas cadeias de fornecimento, pressões inflacionárias e altos níveis de incerteza política, por isso é decidido **levar a neutro.**

No caso do **Brasil**, a recuperação do mercado de trabalho persiste com a taxa de desemprego chegando a 12,6%, o menor nível desde o início da pandemia, e seu processo de vacinação é acelerado, alcançando 77% da população vacinada (64% completamente imunizada). Por sua vez, começa em dezembro o período chuvoso no Brasil, o que pode melhorar os efeitos causados pela seca, que junto com o aumento da produção termelétrica diminuem o risco de racionamento. No entanto, o preço dos cereais permanece alto, pressionando a inflação. No cenário político, ainda não foi aprovada a reforma constitucional para aprovar o aumento do programa social Auxílio Brasil. A discussão foi prorrogada ao longo de novembro desde que foram acrescentadas modificações – o valor que excede o limite constitucional de gastos fiscais chegou a 106 milhões de reais – e está previsto para ser aprovado em meados de dezembro. Isso tem causado reações negativas do mercado e correções para baixo no crescimento do país, pois é o terceiro ano consecutivo que eles ultrapassariam esse limite.

A inflação permanece em níveis elevados, atingindo 10,7% ao ano no acumulado do ano, por isso espera-se que o Banco Central volte a elevar a taxa Selic em 150 bps na próxima reunião, em dezembro, atingindo assim um patamar de 9,25% até o final do ano e este seja o ajuste monetário mais agressivo da região. No comércio exterior, durante novembro, o preço da soja (devido à seca) e do ferro (devido à menor demanda da China) mantiveram sua tendência de queda, afetando as exportações. Por outro lado, as valorizações fornecem 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. Nesse cenário, onde se mantém a recuperação do emprego, valorizações em níveis atrativos e aceleração na campanha de vacinação, mas contrastando com pressões inflacionárias, preços de *commodities* com alta volatilidade, riscos de racionamento de energia e fiscal, **decide-se manter exposição neutra nas ações brasileiras.**

No **México**, o mercado de trabalho se recupera, com a taxa de desemprego chegando a 4,0% em outubro, e recuperando 172.668 empregos formais, superando o nível de trabalho formal antes da pandemia. Por sua vez, a inflação mantém uma tendência de alta e atinge 6,2% ao ano em outubro, sendo a maior taxa anual desde 2017, fazendo com que o Banxico decida elevar novamente a taxa de política monetária em 25 bps. subiu 5,0% na próxima reunião de dezembro, mas mantendo seu estilo de ajuste moderado. No cenário político, permanece a incerteza sobre projetos governamentais, como o que declara a construção de infraestrutura como segurança nacional, excluindo os procedimentos de transparência e concorrência, e a reforma elétrica que tem um prazo para discussão em 22 de abril. Além disso, o Senado ratificou Victoria Rodríguez como a nova governadora do Banxico, o que preocupa os investidores devido à sua falta de experiência em política monetária.

Em relação às ações, suas valorizações permanecem em níveis atraentes, tanto o índice 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 prêmio devido ao bom desempenho durante o ano. Com base na recuperação econômica acima, dada a



recuperação econômica, o alto preço das *commodities* energéticas (embora com perspectivas desfavoráveis), mas com a incerteza em relação às reformas e projetos do governo, **decide-se manter um leve overweight nas ações mexicanas.**

No **Chile**, as eleições presidenciais e legislativas confirmaram a polarização que o país vive, com um voto *anti-establishment* marcado representado pelas três primeiras maiorias na eleição presidencial. Com isso, José Antonio Kast (direita) e Gabriel Boric (esquerda) foram para o segundo turno, como previsto pelas pesquisas, que agora indicam que Boric teria alguma vantagem diante do segundo turno. Nesse contexto, confirma-se a punição dos partidos que governam desde o retorno à democracia há mais de 30 anos (centro-esquerda e centro-direita), e também é gerada um Congresso muito fragmentado, no qual a direita retoma parte dos assentos perdidos na última eleição, e isso forçaria o futuro presidente, seja ele quem for, para moderar seu programa de governo. Por sua vez, o impulso da recuperação econômica perde força, e a atividade econômica avança 15% em outubro, em linha com as expectativas, onde grande parte do avanço mensal se deveu ao componente de mineração, enquanto houve um revés nos serviços e um avanço marginal no comércio. Além disso, a confiança empresarial sofreu um enfraquecimento significativo, caindo de 58,2 pts. para 49 pts., principalmente devido à divisão das expectativas, atingida pelo contexto atual de incerteza. A seguir, acrescenta-se a rejeição da quarta retirada dos fundos de pensão, o que constitui um marco importante ao considerar o superaquecimento da economia, e que é a primeira vez que um processo de retirada da pensão não avança no Congresso até sua aprovação plena. Por outro lado, o mercado de trabalho, que continua atrasado para a atividade econômica, continua se recuperando e acelera em outubro, com a criação de 87 mil empregos e a queda da taxa de desemprego para 8,1% ante 8,4% no trimestre anterior. As valorizações mostram uma punição significativa para as ações chilenas; a razão P/U fwd. está abaixo de 2 desvios padrão da média dos últimos 5 anos, e o P/VL abaixo de 1 desvio padrão da mesma média. Os ativos locais, de mãos dadas com os riscos idiossincráticos atuais, têm mostrado alta volatilidade, e a natureza quase totalmente oposta das propostas governamentais do próximo presidente, juntamente com a eventual colisão destes com o novo congresso, nos leva a optar por cautela, e **decidiu-se manter uma posição neutra nas ações chilenas.**

No caso **da Colômbia**, persiste uma recuperação econômica, uma vez que tanto o PIB do terceiro mês quanto a atividade econômica de setembro surpreenderam com o lado positivo, crescendo 13,2% e 12,9% em relação ao ano anterior, respectivamente. Por sua vez, a confiança industrial diminuiu para 12,2 pts -devido ao fator sazonal-, mas a confiança do varejo continua em níveis historicamente altos, enquanto o mercado de trabalho também se recupera, a taxa de desemprego caiu para 12,3% em outubro, de 24,9% no pior momento da pandemia. Além disso, o PIB se correlaciona positivamente com o preço do petróleo, que tem adicionado impulso econômico, beneficiando as exportações, embora as perspectivas para o preço do petróleo bruto sejam moderadas. Por sua vez, a inflação atingiu 5,3% em relação ao ano anterior em novembro, por isso estima-se que o Banco da República aumentará a taxa referencial em 50 bps na próxima reunião em dezembro, mas ainda é um ajuste moderado em relação ao resto da região. Finalmente, suas valorizações permanecem em níveis atraentes, com a relação P/VL e o p/u fwd. abaixo de sua média de 5 anos por mais de 1 desvio padrão em termos absolutos. Considerando o exposto, tendo um cenário fiscal complexo, mas com maior controle da pandemia, valorizações em níveis atraentes e recuperação da atividade econômica, **decide-se manter a sobre-exposição às ações colombianas.**

No **Peru**, a atividade econômica surpreende positivamente, com o PIB do terceiro trimestre crescendo 11,4% em relação ao ano anterior e sua atividade econômica de setembro crescendo 9,7% em doze meses, ambos acima das expectativas do mercado. No entanto, a inflação mantém sua tendência de alta atingindo 5,7% em relação ao ano anterior em novembro, por isso estima-se que o Banco Central volte a fazer um aumento de 50 bps. na reunião de dezembro. No cenário político, um alto nível de incerteza permanece devido à tensa relação entre o Executivo e o Congresso, uma vez que este último votará uma moção de vacância contra o presidente. Embora tivesse os votos para serem admitidos no Congresso, a oposição não seria capaz de obter quórum suficiente para aprovar um impeachment do cargo de presidente. Finalmente, suas valorizações permanecem em níveis atraentes, com a relação P/U fwd. e P/VL sendo negociada abaixo de sua média em termos absolutos. Com base no exposto, há um cenário de recuperação econômica, mas permanece contrastado com um cenário político muito polarizado que gera problemas de governança, portanto, **decide-se manter a exposição neutra nas ações peruanas.**



No caso da **Argentina**, a atividade econômica cresceu pelo quarto mês consecutivo, com crescimento anual de 11,6% em setembro. No entanto, a inflação continua a subir, e em níveis mais elevados em relação a toda a região, atingindo 52,1% em outubro. Por outro lado, a produção industrial em setembro cresceu 10,1% a doze meses, mantendo a tendência de queda pelo terceiro mês consecutivo. No cenário político, o partido no poder teve uma derrota nas eleições legislativas de meio de mandato, nas quais pela primeira vez em 38 anos o peronismo não obtém maioria no Senado. Diante do exposto, o governo mudou sua abordagem e declarou que sua prioridade é chegar a um acordo com o FMI antes do pagamento de US\$ 2,9 bilhões em março. No entanto, eles só permaneceram em negociações, e não se espera que consigam realizar um programa econômico antes de janeiro, sendo forçados a enfrentar o pagamento de US\$ 1,9 bilhão em dezembro. As valorizações, por outro lado, fornecem sinais mistos, com a relação P/U sendo negociada abaixo da média de 5 anos, enquanto a relação P/VL está na média. Com base nesse cenário, com uma situação macroeconômica desafiadora e negociações pela frente, **decide-se manter a UW em ações argentinas.**

China: se leva a OW desde a exposição neutra em ações chinesas

Depois de entrar em 2021 em outra etapa do ciclo econômico, o gigante asiático consolidou a desaceleração econômica nos últimos meses. Nesse cenário, o PMI de fabricação de Caixin esteve em território de contração durante novembro (49,9 pts.) ao contrário dos demais países emergentes. No entanto, os sinais de apoio fiscal e monetário estão começando a ser observados pelas autoridades locais, que, no entanto, têm sido e estariam focadas em setores estratégicos. Isso já começou a se refletir no índice de surpresa econômica que após meses de declínio está em território positivo.

No que diz respeito ao aparecimento da variante Omicron na África do Sul, gera riscos para a economia local, e não devido a uma expansão significativa dos casos, devido às restrições rigorosas à mobilidade geradas pela política de zero covid que foi implementada e que seria exacerbada diante da intenção das autoridades de realizar de todos os modos os Jogos Olímpicos de Inverno em fevereiro do próximo ano. No entanto, estimamos que isso será compensado pelo maior apoio fiscal e monetário já mencionado.

Enquanto isso, os ruídos regulatórios em relação às grandes empresas e em diversos setores vêm diminuindo à medida que as empresas começam a incorporar as exigências das autoridades em suas decisões corporativas. O exemplo mais recente é o caso de Didi que vai parar de negociar em Nova York se mudando para Hong Kong a partir de março. Além disso, as multas por más práticas em geral surpreenderam negativamente os analistas. Para 2022, nosso caso básico é que esses ruídos continuarão a diminuir, embora os riscos sejam observados em alguns setores em particular, como a saúde.

Em relação ao mercado, as ações registradas caem em torno de 6%, sob pares emergentes e ampliando a diferença de retornos até agora este ano com a EM-EX China. Isso modera as valorizações que estão em torno de sua média dos últimos 5 anos. Com relação aos fluxos, no último mês foram registradas receitas de mais de 1,5% do total de ativos sob gestão (AUM) novamente, acumulando entradas de mais de 8% até agora neste ano. Para os próximos meses, esperamos que o spread com o resto das economias emergentes comece a reduzir em linha com valorizações moderadas, fluxos que continuam a dar apoio e uma política monetária e fiscal que se torna mais expansionista. Dado o exposto acima, **decidimos levar a OW a exposição em ações chinesas.**

Ásia emergente ex China: O OW é mantido

Em Taiwan e na Coreia, as expectativas econômicas e corporativas continuam a se beneficiar da alta demanda por semicondutores. Por sua vez, no Sudeste Asiático, a queda nos casos de covid-19 continua a se consolidar, permitindo fortalecer a reativação econômica em curso. Com relação à Índia, a recuperação econômica continua em um ritmo constante, mas um progresso menor do programa de vacinação e valorizações que estão se tornando mais caros nos levam a ser cautelosos. Com o exposto acima, **decide-se manter a sobre-exposição na Ásia emergente ex-China concentrando-a na China, Coreia, Taiwan e Indonésia.**

A recuperação econômica **na Índia** continua a se consolidar. A pandemia tem sido mantida sob controle, dando maior dinamismo ao mercado interno e elevando a produção das empresas. Nessa linha, o PMI de novembro permaneceu no campo da expansão econômica e cresceu em relação ao mês anterior para ficar em 57,6 pts. Por



outro lado, o progresso no programa de vacinação continua a ficar atrás dos pares emergentes, o que o deixa vulnerável a novas ondas de covid-19. Por sua vez, embora as taxas de referência não tenham mudado, o fim da compra de títulos públicos pelo Banco Central remove o apoio monetário. Com relação ao setor corporativo, os lucros das empresas surpreenderam com o lado positivo no terceiro trimestre, mas, de qualquer forma, as valorizações continuam caras com o índice de P/U fwd. e P/VL 1 e dois desvios padrão da média de 5 anos. Além disso, os fluxos permanecem negativos e as saídas já estão se acumulando para mais de 4% da AUM. **Nesse cenário, decide-se manter a UW em ações indianas.**

Os gargalos em todo o mundo continuaram a afetar o reavivamento econômico na **Coreia do Sul**. A escassez de materiais e os altos custos de insumos levaram a moderar a produção de empresas locais. No entanto, a alta demanda externa por semicondutores continua a apoiar e o PMI manufatureiro de novembro permaneceu em território de expansão econômica e ficou em 50,9 pts. Por sua vez, o levantamento das restrições, dado o avanço nos programas de vacinação, permitiu uma recuperação da confiança dos consumidores que já se refletiu nos dados, com as vendas no varejo surpreendendo ao lado positivo no último mês. Com relação ao setor corporativo, os lucros surpreenderam com o lado positivo no último trimestre moderando as valorizações que estão em torno de sua média dos últimos 5 anos. Ao mesmo tempo, os fluxos têm sido positivos e nos últimos 3 meses houve entradas de mais de 8% da AUM. Dado que a demanda por semicondutores em nível global deve continuar com um alto dinamismo, valorizações moderadas e fluxos positivos, **decidiu-se levar a exposição das ações coreanas a overweight.**

Como no caso anterior, a alta demanda por produtos tecnológicos e semicondutores, em particular, continuou a beneficiar **Taiwan**. Analistas estimam crescimento de cerca de 6% este ano impulsionado principalmente pelo dinamismo do setor exportador. Ao mesmo tempo, as perspectivas para o próximo ano permanecem otimistas com o PMI de manufatura de novembro permanecendo em território de expansão econômica após registrar 54,9 pts. em novembro. Com relação ao setor corporativo, as valorizações dão sinais mistos com a relação P/U fwd. acima da média dos últimos 5 anos e do P/VL abaixo da mesma média. Além disso, as expectativas de lucro para 2021 e 2022 foram corrigidas para cima nos últimos meses. Em termos de fluxos, as saídas foram registradas no último mês, mas ao longo do ano as entradas são observadas para mais de 15% da AUM. Dado que o cenário econômico e corporativo continua a melhorar nos últimos meses, além de olhar mais defensivo diante de novas restrições globais à mobilidade devido à expansão da nova variante, **decidiu-se levar a exposição das ações taiwanesas a overweight.**

Com relação ao **Sudeste Asiático**, ainda estão contidos os casos de covid-19, o que tem impulsionado a reativação econômica nos últimos meses, gerando maior dinamismo no setor exportador. Além disso, a inflação parece controlada, o que permitiria que a taxa de referência permanecesse nos níveis atuais e continuasse a apoiar a reativação doméstica. Nesse cenário, o PMI de novembro estava geralmente no território de expansão econômica. Quanto ao mercado, as valorizações olham em torno de suas médias dos últimos 5 anos, tanto na relação P/U fwd. como P/VL. Uma vez que o cenário corporativo e econômico continua a melhorar nas últimas semanas, **decide-se manter o OW na região concentrando-o na Indonésia.**

EMEA: Se mantém o underweight

Após meses de ascensão, a variante ómicron e uma moderação nas expectativas econômicas geraram quedas abruptas no preço do petróleo, afetando principalmente a Rússia e a Arábia Saudita. Enquanto isso, a Turquia continua a ver alta instabilidade macroeconômica e política que gerou uma depreciação da lira de quase 30% em um mês. Finalmente, na África do Sul, a variante ómicron se expande fortemente com mais de 16.000 casos diários (v/s 400 há um mês) gerando incerteza sobre a reativação da atividade. Diante do exposto, **decide-se manter a subexposição em EMEA.**

Após melhorias na atividade econômica no último mês, o aumento dos casos na **África do Sul** devido ao ómicron novamente levanta dúvidas sobre a sustentabilidade da reativação. Nos últimos dias houve um aumento exponencial nos casos, com mais de 80% da variante acima mencionada, o que, aparentemente, seria mais contagioso. A isso se soma um baixo progresso no programa de vacinação relacionado aos mercados emergentes e o mais recente aumento da taxa de referência devido a pressões inflacionárias maiores que afetariam o



dinamismo da atividade econômica. Com relação ao mercado, as valorizações continuam a parecer atraentes com a relação P/U fwd. e P/VL abaixo da média dos últimos 5 anos, motivando leves entradas de fluxo no último mês (0,2% do AUM). Apesar das valorizações atraentes, do cenário econômico fraco e da maior incerteza devido a uma nova onda de covid-19 com uma nova variante da qual, no momento, há pouca informação, **decide-se manter a subexposição nas ações sul-africanas.**

Após a alta do petróleo nos últimos meses, o aparecimento da nova variante e a maior incerteza sobre a evolução da atividade econômica afetaram o preço da *commodity* e o retorno das ações **russas**. A isso foi adicionada uma nova onda de covid-19 que tem sido maior do que as anteriores, além de um ajuste monetário agressivo relacionado aos mercados emergentes que geram perspectivas econômicas desafiadoras para o início do próximo ano. Com relação ao mercado, os lucros corporativos estimados para este ano foram corrigidos para cima, deixando as valorizações com sinais mistos. Por um lado, o P/U fwd. está localizado abaixo da média de 5 anos, enquanto, por outro lado, o P/VL está localizado mais de um desvio padrão sobre ele. Isso tem fluxos moderados e, no último mês, foram registradas saídas marginais. À medida que o cenário econômico se torna mais desafiador, mas, por outro lado, as perspectivas corporativas permanecem sólidas, **decide-se manter a exposição neutra nas ações russas.**

A incerteza continua na **Turquia** sobre as medidas tomadas pelo presidente Recep Tayyip Erdogan e a independência do Banco Central. A autoridade monetária decidiu novamente cortar a taxa referencial no último mês, à medida que a inflação acelera acima de 20% em relação ao ano anterior. Isso levou a uma depreciação de quase 30% da lira e forçou a autoridade monetária a intervir no mercado de câmbio no início do mês. Por outro lado, as valorizações dão sinais mistos com a relação P/U fwd. abaixo da média de 5 anos, enquanto o segundo acima da mesma média. Uma vez que o contexto econômico e corporativo permanece sujeito a altas incertezas, **decidiu-se manter a subexposição das ações turcas.**

A exposição é trazida para a UW nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria). Os casos nas últimas semanas continuaram a subir, deteriorando as perspectivas econômicas e corporativas para a última parte do ano. Além disso, as valorizações não parecem atraentes. Com o exposto, **decide-se trazer a região para a UW, concentrando-a na Hungria e na República Tcheca.**

Finalmente, e como no caso da Rússia, a queda no preço do petróleo moderava as expectativas sobre a **Arábia Saudita**. No entanto, as perspectivas econômicas permanecem otimistas e o PMI manufatureiro (sem incluir o setor petrolífero) permanece no território de expansão econômica. Por outro lado, as valorizações parecem caras com o P/U fwd e P/VL em suas médias históricas. Nesse cenário, **decide-se manter a exposição neutra nas ações sauditas.**

Renda Fixa

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

O contexto descrito no início deste documento, referindo-se às pressões inflacionárias e ao início da retirada do estímulo monetário, foi traduzido – no caso dos EUA- no presidente do Fed, Jerome Powell, indicou que não podemos mais falar sobre inflação transitória. Isso aumenta a atratividade dos ativos protegidos contra aumentos de preços, enquanto as taxas básicas permanecem em níveis historicamente baixos, o que, no caso dos títulos do Tesouro dos EUA, se traduz em *yields* reais negativos. Diante disso, este mês decidiu-se manter a sobre-exposição em TIPS, e a subexposição em títulos nominais dos EUA.

US Mortgages: neutro

A recuperação do mercado de trabalho está avançando, mas fornece sinais mistos. Nesse sentido, como não há perspectiva de aceleração na recuperação do mercado de trabalho, decide-se manter a exposição neutra nas *US Mortgages*.

US Investment Grade: *underweight*

A pressão ascendente sobre as taxas de juros gerada pela inflação reduz a atratividade de papéis de renda fixa de longo prazo. No caso do *US Investment Grade*, a duração próxima a 9 anos, somada ao *yield* real negativo oferecido, nos leva a manter a subexposição na subclasse de ativos.



US High Yield: overweight

Neste caso, uma duração mais curta (~4,3 anos) e um *yield* maior em relação ao *Investment Grade*, devido a um aumento razoável do risco de crédito, gera um perfil de risco de retorno atraente no contexto da renda fixa. Por essa razão, decide-se manter a sobre-exposição no *US High Yield*.

Europe Broad: underweight

Semelhante ao caso dos EUA, a subclasse de ativos exibe um *yield* pouco atraente e uma alta duração (~7,8 anos), de modo que a subexposição na *US High Yield* é mantida.

Europe High Yield: overweight

Mais uma vez, o maior *yield*, somado à baixa duração em relação a alternativas na classe de ativos, nos leva a manter a sobre-exposição à *Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

A dívida japonesa tem a maior duração da amostra (9,5 anos), juntamente com um *yield* pouco atraente (0,1%), o que nos leva a manter a subexposição no *Japan Broad*.

Dívida de Mercado Emergente: overweight em títulos corporativos HY e neutro nas outrassubclasses de ativos

O maior risco de crédito associado à dívida de mercados emergentes requer um *yield* maior em relação ao mundo desenvolvido. Nesse sentido, mantém-se a preferência pela **dívida Corporativa Emergente High Yield, mantendo o overweight**, devido ao *yield* atrativo, juntamente com uma duração limitada (~4 anos). No caso das 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 a moedas – dezembro 2021

Moedas	Bench.	Novembro	Dezembro	OW/UW		Câmbio
USD	42,3%	46,0%	43,9%	OW	1,6%	-
EUR	16,9%	14,5%	13,2%	UW	-3,7%	-
GBP	1,4%	1,8%	2,3%	OW	1,0%	+
JPY	6,9%	3,1%	6,9%	N		+
GEMs	32,6%	34,5%	33,7%	OW	1,1%	-
	100%	100%	100%			

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma certa exposição das moedas, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas. Este mês decidiu-se neutralizar a posição do yen japonês em detrimento de um menor *overweight* em USD, como forma de ter um *hedge* contra um aumento da aversão ao risco.



Resultados TAACo Global – novembro 2021

Classe de ativo / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Seletividade
Ações	50%	65%	15%	-3,5%	-1,7%	-2,2%	-25,0	6,5
Renda Fixa	50%	25%	-25%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-41,7	-5,8
Caixa	0%	5%	5%	0,0%	0,0%	0,0%	9,1	
Ouro	0%	5%	5%	2,0%	0,0%	0,1%	19,1	
Cobertura						0,0%	4,1	
Portfólio					-1,82%	-2,16%	-34,4	0,7
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
								-33,7
Europe ex UK	12,5%	13,3%	0,8%	-5,2%	-0,65%	-0,69%	-1,4	
Europe Small Cap ex UK	1,5%	1,5%	0,0%	-5,6%	-0,08%	-0,08%	0,0	
UK	2,7%	2,7%	0,0%	-5,7%	-0,15%	-0,15%	0,0	
US Large Cap Growth	14,2%	14,2%	0,0%	0,9%	0,12%	0,12%	0,0	
US Large Cap Value	14,3%	15,3%	1,0%	-2,9%	-0,42%	-0,45%	0,6	
US Small Caps	4,3%	4,3%	0,0%	-4,4%	-0,19%	-0,19%	0,0	
Japan	5,2%	3,0%	-2,2%	-2,5%	-0,13%	-0,07%	-2,2	
Desenvolvidos	54,7%	54,3%	-0,4%	-2,7%	-1,50%	-1,51%	-3,0	
LatAm	4,3%	4,8%	0,5%	-3,4%	-0,15%	-0,16%	0,0	
LatAm Small Cap	0,8%	0,8%	0,0%	-5,4%	-0,04%	-0,04%	0,0	
China	13,4%	13,4%	0,0%	-6,0%	-0,80%	-0,80%	0,0	
EM Asia ex China	14,9%	16,4%	1,5%	-1,8%	-0,27%	-0,29%	2,5	
EM Asia Small Cap	3,4%	4,0%	0,6%	-2,0%	-0,07%	-0,08%	0,9	
EM Europe and Middle East	8,5%	6,3%	-2,2%	-7,8%	-0,66%	-0,49%	9,5	
Emergentes	45,3%	45,7%	0,4%	-4,4%	-1,99%	-1,87%	13,0	
Equities					-3,49%	-3,39%	10,0	
US Govt Agencies	10,2%	9,0%	-1,2%	0,8%	0,08%	0,07%	-1,1	
US TIPS	1,3%	2,5%	1,2%	0,9%	0,01%	0,02%	1,3	
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%	0,00%	0,00%	-0,2	
US High Yield	1,8%	4,6%	2,8%	-1,0%	-0,02%	-0,04%	-2,3	
Europe Broad	19,1%	13,0%	-6,1%	1,2%	0,24%	0,16%	-8,5	
Europe High Yield	0,7%	3,7%	3,0%	-0,6%	0,00%	-0,02%	-1,3	
Japan Broad	8,6%	4,1%	-4,5%	0,9%	0,08%	0,04%	-4,7	
Dívida Desenvolvidos	56,6%	50,8%	-5,8%	0,7%	0,38%	0,22%	-16,9	
EM Sovereign IG	5,6%	5,6%	0,0%	-0,1%	-0,01%	-0,01%	0,0	
EM Sovereign HY	6,2%	6,2%	0,0%	-3,4%	-0,21%	-0,21%	0,0	
EM Corporate IG	5,0%	5,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%	0,0	
EM Corporate HY	6,7%	12,5%	5,8%	-1,2%	-0,08%	-0,15%	-6,2	
EM Local Markets	19,9%	19,9%	0,0%	-1,2%	-0,24%	-0,24%	0,0	
Dívida Emergente	43,4%	49,2%	5,8%	-1,2%	-0,53%	-0,60%	-6,2	
Fixed Income					-0,15%	-0,38%	-23,1	

*Annualizado ** Desde 2001

Dados em 30 de novembro de 2021

Em novembro, a carteira global da TAACo alugou -2,2%, 34 bps. sob o benchmark. A alocação de ativos gerou perdas devido ao longo posicionamento em ações e ao curto posicionamento em renda fixa. A alocação para ouro, dinheiro e cobertura de moedas teve efeitos positivos na carteira.

Com relação à carteira de ações, alugou -3,4%, 10 bps. sobre o desempenho do benchmark. O maior contribuinte para a geração de valor foi a subexposição ao EMEA, enquanto posições curtas no Japão e posições longas na Europa destruíram o valor.

Com relação à renda fixa, a carteira global da TAACo alugou -0,4%, 20 bps. baixo desempenho de benchmark. A subexposição aos títulos japoneses e europeus foi minimizada em um mês em que as curvas de taxas soberanas corrigidas em baixa ao final do mês.



Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	
TAACo	-2,2%	-3,7%	2,2%	6,2%	8,1%	7,6%	5,7%	7,3%	9,4%
Benchmark	-1,8%	-3,2%	1,6%	5,0%	8,1%	7,0%	5,0%	5,6%	8,7%
Out/Under perf. (bps)	-34	-52	63	121	-1	57	67	168	
Ações	-3,4%	-4,7%	5,7%	12,0%	11,2%	10,1%	7,6%	5,4%	14,0%
Benchmark	-3,5%	-4,3%	6,1%	12,1%	11,3%	10,1%	7,4%	4,8%	13,9%
Europe ex UK	-5,2%	-6,4%	6,9%	11,6%	10,4%	9,0%	6,0%	4,0%	24,1%
Europe Small Cap ex UK	-5,6%	-7,6%	8,8%	17,3%	15,1%	12,5%	10,8%	11,1%	34,6%
UK	-5,7%	-4,2%	6,3%	11,9%	0,7%	1,3%	0,3%	0,2%	17,4%
US Large Cap Growth	0,9%	2,6%	25,4%	31,5%	30,6%	25,5%	19,1%	--	28,5%
US Large Cap Value	-2,9%	-1,3%	15,6%	18,8%	7,6%	7,5%	9,1%	5,2%	11,8%
US Small Caps	-4,4%	-3,0%	14,5%	23,3%	14,1%	11,9%	12,4%	11,7%	15,6%
Japan	-2,5%	-3,8%	-1,8%	2,1%	6,3%	6,2%	6,2%	2,7%	21,8%
Desenvolvidos [1]	-2,2%	-0,9%	16,8%	21,8%	16,9%	14,6%	12,2%	9,1%	22,4%
LatAm	-3,4%	-19,0%	-16,9%	-7,3%	-7,8%	-2,7%	-5,7%	5,0%	20,8%
LatAm Small Cap	-5,4%	-21,7%	-18,8%	-10,9%	-4,4%	-0,2%	-5,6%	7,7%	31,9%
China	-6,0%	-7,9%	-19,2%	-16,9%	6,7%	9,1%	7,8%	12,5%	54,1%
EM Asia ex China	-1,8%	-5,3%	5,9%	18,0%	15,9%	13,4%	8,6%	--	36,1%
EM Asia Small Cap	-2,0%	-2,1%	16,8%	24,9%	15,0%	10,2%	6,6%	10,6%	33,2%
EM Europe and Middle East	-7,8%	-2,8%	18,0%	24,0%	5,2%	5,0%	-2,3%	4,2%	11,8%
Emergentes [1]	-4,1%	-7,0%	-4,3%	2,7%	9,3%	9,5%	5,2%	11,9%	37,3%
Renda fixa	-0,4%	-2,3%	-2,7%	-1,4%	4,9%	4,0%	2,8%	6,5%	5,2%
Benchmark	-0,2%	-2,2%	-3,0%	-1,9%	4,4%	3,6%	2,3%	5,6%	5,0%
US Govt Agencies	0,8%	-0,4%	-1,8%	-2,0%	5,0%	3,2%	2,3%	5,3%	2,3%
US TIPS	0,9%	1,3%	5,6%	6,8%	8,5%	5,3%	3,1%	6,8%	3,0%
US Mortgages	-0,1%	-0,6%	-1,0%	-0,7%	3,7%	2,5%	2,4%	5,3%	2,5%
US Corps	0,1%	-0,7%	-1,0%	-0,5%	8,1%	5,4%	4,9%	7,4%	6,4%
US High Yield	-1,0%	-1,2%	3,3%	5,3%	7,4%	6,3%	6,9%	9,8%	7,5%
Europe Broad	1,2%	-0,5%	-1,7%	-1,5%	3,0%	2,0%	4,1%	5,5%	0,7%
Europe High Yield	-0,6%	-1,1%	3,2%	4,0%	5,4%	4,2%	7,5%	9,2%	6,2%
Japan Broad	0,9%	-3,0%	-8,7%	-7,8%	0,6%	0,5%	-2,3%	2,7%	4,0%
Dívida Desenvolvidos [1]	0,4%	-0,7%	-1,3%	-0,9%					
EM Sovereign IG	-0,1%	-1,5%	-2,2%	-1,5%	7,9%	5,8%	4,8%	9,2%	9,4%
EM Sovereign HY	-3,4%	-6,0%	-3,8%	-0,4%	3,0%	2,3%	4,6%	10,4%	9,4%
EM Corporate IG	0,0%	-1,1%	-0,4%	0,3%	6,8%	5,1%	4,9%	--	6,7%
EM Corporate HY	-1,2%	-4,9%	-2,5%	-0,4%	6,4%	5,5%	6,7%	--	9,9%
EM Local Markets	-1,2%	-4,1%	-4,9%	-1,9%	3,6%	4,0%	0,8%	--	15,2%
Dívida Emergentes [1]	-1,2%	-3,9%	-3,9%	-1,8%					
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	1,0%	1,1%	0,6%	1,7%	0,8%
Ouro	2,0%	-0,6%	-4,4%	2,4%	14,0%	8,9%	0,3%	12,8%	12,7%

* 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
DM	19.7x	14.8x	2.0%	3.4x	2.2x	94%	7%	15%	0.2
US	22.6x	15.8x	1.0%	5.1x	2.8x	68%	7%	28%	0.3
Europe	15.3x	13.0x	3.0%	2.1x	1.8x	205%	5%	10%	0.1
Japan	15.0x	14.9x	2.0%	1.5x	1.3x	74%	8%	9%	0.2
EM	12.6x	11.5x	3.0%	1.9x	1.8x	62%	6%	13%	0.2
EM Asia	13.8x	12.2x	2.0%	2.0x	1.8x	43%	8%	12%	0.3
CEEMEA	9.7x	9.3x	6.0%	1.6x	1.6x	107%	6%	15%	0.1
LatAm	8.7x	12.1x	6.0%	1.8x	2.0x	209%	-8%	20%	0.0
China	12.9x	11.9x	2.0%	1.8x	2.0x	10%	15%	11%	1.3
S.Korea	10.2x	9.9x	2.0%	1.3x	1.2x	99%	-4%	13%	0.1
Taiwan	15.0x	14.4x	4.0%	2.8x	1.9x	61%	-1%	18%	0.2
India	22.8x	16.8x	1.0%	3.9x	3.2x	38%	19%	15%	0.6
Indonesia	15.9x	14.0x	3.0%	2.5x	3.4x	25%	20%	16%	0.6
Malaysia	13.7x	14.9x	4.0%	1.5x	1.9x	39%	4%	11%	0.4
Thailand	19.0x	13.0x	3.0%	2.2x	2.0x	25%	13%	10%	0.8
Philippines	18.6x	16.2x	2.0%	2.0x	2.5x	51%	25%	8%	0.4
S.Africa	9.0x	12.4x	5.0%	1.8x	2.4x	69%	11%	20%	0.1
Russia	6.2x	6.4x	9.0%	1.1x	1.1x	155%	4%	14%	0.0
Turkey	4.9x	8.4x	7.0%	1.0x	1.5x	18%	10%	17%	0.3
Poland	11.7x	11.8x	4.0%	1.3x	1.5x	138%	-10%	9%	0.1
Hungary	9.0x	9.6x	3.0%	1.4x	1.4x	129%	1%	14%	0.1
Czech R.	15.7x	12.6x	6.0%	1.7x	1.7x	86%	20%	12%	0.2
UAE	14.4x	11.2x	4.0%	1.7x	1.4x	22%	9%	12%	0.7
Brazil	7.1x	10.9x	8.0%	1.8x	1.8x	221%	-14%	22%	0.0
Mexico	13.7x	15.1x	4.0%	2.0x	2.6x	137%	8%	25%	0.1
Chile	12.5x	15.7x	4.0%	1.5x	2.0x	128%	-4%	13%	0.1
Colombia	8.2x	13.5x	5.0%	1.1x	1.6x	261%	16%	22%	0.0
Peru	10.6x	12.6x	4.0%	1.8x	3.1x	710%	20%	20%	0.0

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 24 de noviembre 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.