



Julho 2021

TAACO Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Junho	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACO	0,3%	4,9%	5,3%	23,0%	8,4%	8,3%	5,1%	7,5%	9,5%
Benchmark	0,5%	4,2%	4,1%	19,9%	8,0%	7,5%	4,5%	5,8%	8,8%
Out/Underperformance (bps)	-27	67	119	308	42	80	59	172	
Ações	0,9%	6,9%	10,2%	39,8%	11,2%	12,0%	6,5%	5,7%	14,2%
Benchmark	1,0%	6,6%	10,2%	38,6%	11,0%	11,8%	6,2%	5,0%	14,0%
Renda Fixa	0,2%	2,0%	-1,3%	4,5%	5,0%	3,6%	2,8%	6,6%	5,3%
Benchmark	0,1%	1,7%	-1,8%	3,2%	4,4%	2,9%	2,4%	5,7%	5,1%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	-7,2%	4,3%	-6,6%	-0,3%	12,1%	5,9%	1,6%	12,6%	13,4%

Resultados em 30 de junho de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Segundo semestre:
Primeiras oportunidades 1

Posicionamento
TAACO Global 3

Resultados 14

Desempenho 15

Valorizações 16

Segundo semestre: Primeiras oportunidades

A economia global está caminhando para uma "normalização" pós-pandêmica que poderia assumir uma de duas formas: (i) contenção e fim gradual dela ou (ii) adaptação ao funcionamento da covid-19 com o contínuo surgimento de variantes e a implementação de vacinas reforçadas. No momento, o segundo cenário parece ser o mais provável: mais de três bilhões de doses de vacinas foram aplicadas globalmente e a ciência e a epidemiologia como um todo estão mostrando uma impressionante capacidade e velocidade de desenvolvimento que parecem estar gradualmente colocando a covid-19 sob controle.

A recuperação econômica e dos lucros corporativos teriam chegado ao *peak* no primeiro semestre deste ano para começar a se normalizar e se adaptar a este "novo normal", que seria divergente para diferentes países, setores e áreas. Somado a este contexto, as ações globais registraram no primeiro semestre a maior rentabilidade desde 1982, o melhor semestre para os preços das *commodities* desde 1972 e fluxos recordes. Neste último, à primeira vista parece ser uma leitura equivocada, mas os fluxos anualizados em ações globais nos primeiros seis meses de 2021 superam os fluxos acumulados nesta classe de ativos durante os últimos vinte anos.

Observando o segundo semestre do ano, no que diz respeito à atividade econômica global, seus dois maiores motores - a China e os Estados Unidos - estão se movendo em velocidades diferentes e em etapas diferentes do ciclo. Na China, políticas monetárias e fiscais restritivas têm sido implementadas há meses para evitar o superaquecimento da economia. Além disso, desde o ano passado, o governo tem colocado os freios nos planos de expansão das empresas chinesas ligadas à tecnologia, a maioria das quais também estão listadas nos Estados Unidos. Isto tem sido feito através do bloqueio de emissões de ações e investigações sobre práticas de monopólio, entre outras. Começou contra Alibaba quando tentou colocar seu holding Ant Group e acabou pagando uma multa de cerca de meio bilhão de dólares, até que no início deste mês (julho), depois que o aplicativo de táxi chinês Didi foi listado na bolsa de valores dos EUA, o governo chinês bloqueou o download do aplicativo para novos usuários. Isso significaria uma "desaceleração" para a economia chinesa e, portanto, menos apoio para a recuperação de outras regiões, como a Europa e os mercados emergentes? Nosso cenário de base diz que não, que este ciclo restritivo seria controlado, tentando evitar bolhas (como é o caso do crédito/financiamento, que de acordo com a empresa independente de pesquisa Gavekal reduzirá a liquidez, mas não afetará significativamente a atividade), mas atento à manutenção de um ritmo razoável de crescimento, mantendo-se folgas nas áreas necessárias para que isto aconteça, especialmente na demanda interna (que não parece superaquecida). Isto é evidenciado por certas medidas como o teto das taxas de depósito (que tem o efeito de baixar ou limitar o aumento das taxas de juros) e a abertura e expansão do mercado de títulos em yuanes na China continental (que é um sinal de abertura e integração contínua com o mundo).

A economia global se normaliza à medida que se adapta ao funcionamento com covid-19

A recuperação econômica e corporativa teria atingido o *peak* no primeiro semestre: retornos e fluxos em ativos de risco em níveis recordes

O segundo semestre do ano mostrará um abrandamento nos dados econômicos, com os principais motores de crescimento em diferentes etapas do ciclo econômico

À medida que a China tenta manter um ritmo razoável de crescimento enquanto implementa políticas monetárias e fiscais restritivas para evitar o superaquecimento econômico ...



Nos Estados Unidos, pelo contrário, está sendo implementado um estímulo fiscal sem precedentes para impulsionar a demanda através de projetos de infraestrutura de trilhões de dólares. No lado monetário, o Fed não está atrás com uma política de *quantitative easing* pelo qual continua a comprar ativos por mais de cem bilhões de dólares por mês para injetar liquidez na economia.

Dado o exposto acima, e como argumentamos na versão do mês passado deste documento, o crescimento dinâmico nos EUA e o crescimento sustentável na China continuariam a apoiar a recuperação no resto do mundo. E como isto aconteceria em regiões atrasadas seria o caminho da China, com uma contenção gradual da pandemia, um período de forte recuperação e uma desaceleração gradual. Naturalmente, isto tomará várias formas, dependendo dos países, setores e áreas, como continuamos repetindo. A saída do impacto da covid-19 deu à China e aos Estados Unidos a oportunidade de implementar determinadas estratégias de recuperação, e diferentes, mas ambas parecem assertivas até agora, e o tempo dirá os resultados. Cabe agora ao resto do mundo moldar a saída de suas economias, o que, combinado com fatores domésticos, será decisivo para definir o caminho a longo prazo de suas economias.

Somado ao crescimento econômico está a variável inflação, que tem se acelerado nos Estados Unidos desde o final do ano passado e cuja taxa se aproxima atualmente de 5% em 12 meses. O Fed "colocou o band-aid antes da ferida" em meados do ano passado, prevendo que isso aconteceria, mudando sua estratégia diante dos dados sobre aumentos de preços para uma mais flexível e com maior tolerância à inflação para exceder a meta anual de 2% em certos períodos limitados. É uma questão de infração transitória ou estrutural? Seria transitório nos Estados Unidos, como foi na China, e - embora isso também influenciaria o resto do mundo a ser transitório - no caso de cada país também dependerá das políticas econômicas e de fatores domésticos.

Concentrar-se em como isto está acontecendo em economias que estão em estágios mais avançados de recuperação, fatores demográficos (menor consumo estrutural devido ao envelhecimento da população, que é evidente na velocidade mais lenta da circulação de dinheiro), uma lenta recuperação no emprego e baixos custos de produção e redes logísticas que conseguiram se adaptar a operar em uma pandemia, ajudariam a garantir que este fenômeno não se torne, pelo menos a médio prazo, um fator permanente. Entretanto, é de se esperar que a inflação e as taxas de juros a longo prazo aumentem gradualmente para níveis superiores aos das duas ou mesmo três últimas décadas, mas um retorno a situações como as dos anos 70 e 80 do século passado ainda não está à vista. Além disso, espera-se que os bancos centrais permaneçam vigiantes e tomem as medidas apropriadas para evitar isso.

Com relação às implicações do acima exposto para a alocação de ativos, com taxas de juros reais negativas ou muito baixas e inflação transitória, o excesso de peso em ações em rotação à renda fixa é mantido. Os riscos visíveis são mais altos do que o esperado, taxas de juros na mesma direção e surtos pandêmicos perturbadores, para os quais a cobertura é mantida, embora em menor grau, através da alocação de uma parte do portfólio em ouro. Os mercados já teriam incorporado a forte recuperação, e o segundo semestre do ano começaria a ver um abrandamento nos dados de atividade, tanto a nível macro como corporativo. Isto geraria, a curto prazo, alguma pressão descendente ou um teto para as taxas de juros.

... Os Estados Unidos estão impulsionando estímulos fiscais e monetários sem precedentes para apoiar a economia

A recuperação econômica no resto do mundo seria semelhante ao que aconteceu na China: a contenção da pandemia daria lugar a uma forte recuperação, que gradualmente desaceleraria

Entretanto, a forma da recuperação será diferente entre países, setores e áreas

Como o crescimento se acelera, os preços também o fazem ...

...Embora o aumento da inflação seria transitório, dependendo da dinâmica local de cada país

Fatores demográficos, falta de mão-de-obra, baixos custos de produção e cadeias logísticas que se adaptaram à pandemia tornariam o aumento da inflação seja permanente e não estrutural

Taxas de juros reais negativas e inflação transitória levam a uma preferência por ações referentes a renda fixa

Diante de riscos como rebotes da pandemia, inflação mais alta e aumento das taxas de juros, o ouro é mantido como *hedge*



Posicionamento do portfólio – julho 2021

TAACO Global	Bench.	Junho	Julho	OW / UW		Câmbio	
Ações	50%	65%	60%	OW	10%	-5,0%	-
Renda Fixa	50%	30%	35%	UW	-15%	5,0%	+
Caixa				N			
Ouro		5%	5%				
Total Portfólio							
Europe ex UK	12,5%	13,3%	13,3%	OW	0,8%		
Europe Small Cap ex UK	1,5%	2,0%	2,0%	OW	0,5%		
UK	2,7%	3,5%	3,5%	OW	0,8%		
US Large Cap Growth	14,2%	12,0%	14,2%	N		2,2%	+
US Large Cap Value	14,3%	15,3%	15,3%	OW	1,0%		
US Small Caps	4,3%	4,3%	4,3%	N			
Japan	5,2%	2,5%	1,5%	UW	-3,7%	-1,0%	-
Mercados desenvolvidos	54,7%	52,9%	54,1%	UW	-0,6%	1,2%	+
LatAm	4,3%	7,3%	7,3%	OW	3,0%		
LatAm Small Cap	0,8%	2,0%	2,0%	OW	1,2%		
China	13,4%	12,0%	10,8%	UW	-2,6%	-1,2%	-
EM Asia ex China	14,9%	14,9%	14,9%	N			
EM Asia Small Cap	3,4%	3,4%	3,4%	N			
EM Europe and Middle East	8,5%	7,5%	7,5%	UW	-1,0%		
Mercados emergentes	45,3%	47,1%	45,9%	OW	0,6%	-1,2%	-
Total Ações	100,0%	100,0%	100,0%				
US Govt Agencies	10,2%	9,0%	10,7%	OW	0,5%	1,7%	+
US TIPS	1,3%	3,0%	1,3%	N		-1,7%	-
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%	51,3%	51,3%	UW	-5,3%		
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%	12,0%	12,0%	OW	5,3%		
EM Local Markets	19,9%	19,9%	19,9%	N			
Dívida emergente	43,4%	48,7%	48,7%	OW	5,3%		
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%				

Se diminui a exposição as ações a 60% e aumenta a exposição a renda fixa a 35%. Se atribui 5% ao ouro, sem exposição ao caixa

OW Europa é mantido

Se neutraliza US Large cap growth e o OW value é mantido

Se aumenta UW no Japão

OW na América Atina

Se aumenta UW na China e permanece neutra na EM Asia ex China

Se mantém UW na EMEA

O TIPS é neutralizado e assim aumenta para um leve OW Treasuries

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

UW títulos europeus e japoneses

Se mantém o OW no mercado emergente através de uma posição ativa em títulos corporativos high yield

Em julho, o portfólio da TAACO Global mantém a sobre-exposição às ações, mas modera a posição levando-a para 60%. A exposição de renda fixa é aumentada para 35% e 5% é destinada ao ouro para proteger contra o risco de ressaltos disruptivos e inflacionários. O portfólio não tem exposição de caixa.

Este mês continuamos a favorecer os ativos atrasados que estão se beneficiando da vacinação e da recuperação econômica. Se mantém a posição *overweight* na Europa e no Reino Unido; nos Estados Unidos, o *US Large Cap Value* é favorecido em rotação ao *growth*, embora este último seja neutralizado devido à moderação das expectativas inflacionárias e da elevação das taxas de juro. Nos mercados emergentes, continuamos a favorecer uma sobre-exposição à América latina, que se beneficiaria da recuperação econômica, dos altos preços das matérias primas, de um dólar fraco e das expectativas corporativas positivas para 2021. Devido ao fato de que a China está um passo à frente no ciclo econômico, uma *UW* é mantida, enquanto uma posição neutra é mantida no resto dos países asiáticos.

Na renda fixa se neutraliza a posição em TIPS, as expectativas inflacionárias atingiram um *peak* no primeiro semestre, e se aumenta a exposição ao *treasuries*. Continua favorecendo os produtos de *spread* mantendo um *OW High Yield* (tanto nos EUA, Europa e EM Corporate).



Renda Variável

Europa ex UK: se mantém overweight em Large e small cap

A disseminação da variante delta do Covid-19 não consegue conter o bom *momentum* econômico na região. Como mencionado anteriormente neste documento, a economia está se adaptando a conviver com a pandemia e a vacinação, embora até agora não tenha conseguido impedir a disseminação de novas variantes, manteve as interações e óbitos contidos, permitindo que os países continuem com planos de recuperação, apesar do aumento das infecções.

Com base no acima, a Comissão Europeia alertou que a pandemia não acabou (aludindo ao aumento das infecções por delta), mas aumentou a estimativa de crescimento da zona do euro para 2021 de 4,3% em maio passado para 4,8% na revisão de julho. Da mesma forma, melhorou marginalmente as expectativas de crescimento para 2022 de 4,4% para 4,5%. O bloco terá o melhor crescimento em décadas, de mãos dadas com uma forte demanda interna e global, e a melhor adaptação do setor de serviços que reabriu desde a primavera do hemisfério norte e terá um forte impulso ou com a flexibilização das medidas de restrição no verão, permitindo reativar o turismo no continente. Assim, a região recuperaria o nível de produto pré-pandemia no último trimestre deste ano, um trimestre antes do estimado anteriormente.

Do lado monetário, o nível de preços aumentou devido aos efeitos da base de comparação, aumentos nos preços da energia e interrupções nas cadeias de fornecimento. No entanto, as autoridades monetárias veem o aumento da inflação tão transitório quanto a capacidade produtiva se normaliza e o consumo é reequilibrado de bens para serviços. Por outro lado, a folga no mercado de trabalho não permitirá que os preços subam desde os aumentos salariais sustentados. Na Zona do Euro, a inflação acelerou ao longo do ano, atingindo 1,9% ao ano em junho, pouco abaixo da meta do Banco Central Europeu (BCE). A autoridade monetária aprovou recentemente um relaxamento do mandato inflacionário, anunciando que tolerará que os preços subam mais de 2% temporariamente estendendo o mandato que buscava trazer a inflação abaixo, mas perto de 2% ao ano. Com base no exposto, o BCE decidiu manter um programa de política monetária expansiva e compra de ativos em vigência até pelo menos março de 2022.

A aceleração no processo de vacinação contra o Covid-19 levou a melhorias nas perspectivas para o setor de serviços, o que se refletiu em um PMI do setor que voltou a crescer e atingiu 58,3 pts em junho, o melhor recorde em pelo menos 5 anos. Por sua vez, o setor manufatureiro continua otimista, com o PMI subindo novamente para atingir 63,4 pts. Tais níveis de confiança também são apoiados pelo início dos desembolsos do Fundo de Recuperação, que totalizaria € 750.000 milhões. Entre os países mais beneficiados pelos recursos estão Itália e Espanha, recebendo fundos para 10,7% e 5,6% do PIB, respectivamente. Os recursos devem ser utilizados em quatro áreas principais: reformas estruturais para facilitar investimentos, transição verde (considerando a meta de neutralidade de carbono da UE até 2050), digitalização dos serviços públicos e uma dimensão social (ajudando na resolução de problemas sociais exacerbados pela crise do COVID-19, como a migração).

Quanto ao setor corporativo, os relatórios surpreenderam com o ado positivo durante o primeiro semestre e, para este ano, espera-se que os lucros cresçam perto de 40% (dados corrigidos para cima durante o ano), apoiando o preço das ações. As ações da Zona do Euro foram negociadas até agora este ano com um desempenho superior em relação às ações globais, mas ainda estão consideravelmente atrás de pares desenvolvidos de longo prazo. Com os países europeus reabrindo suas economias, os dados econômicos e os resultados corporativos ainda têm espaço para continuar a surpreender, favorecendo setores cíclicos, como discricionários e financeiros dos consumidores. O bom desempenho das ações levou a valorizações mais altas. O motivo é que p/u fwd. 12 meses e P/VL negocia acima da média de 5 anos em termos absolutos, mas com desconto em relação aos mercados desenvolvidos.

Boas perspectivas econômicas, avanço dos programas de vacinação, força corporativa, valorizações atraentes em termos relativos, além da alta exposição cíclica levam a **manter o overweight de ações europeias Large e small caps.**



Reino Unido: se mantém o *overweight* da posição

O país viu um aumento acentuado nas infecções por covid-19 por variante delta. Apesar disso, com 68% da população vacinada com uma dose e 51% já imunizadas, as internações e óbitos permaneceram limitadas e a reabertura da economia começará neste dia 19 de julho, iniciando um novo normal em que o país funcionará convivendo com o Covid-19.

Com base em amplos estímulos fiscais e monetários, a economia surpreendeu positivamente e se recuperou mais rápido do que o esperado. Em maio passado, o PIB estava apenas 3% abaixo dos níveis pré-pandêmicos e podia se recuperar antes do final do ano. As expectativas são favoráveis e se refletem em indicadores líderes como os PMIs, que, embora apresentem ligeira queda após atingirem níveis recordes em maio, permanecem confortavelmente acima dos 50 pts. (limiar de expansão/contração do setor). Especificamente, o PMI de serviços e manufatura ficou em 62,4 e 63,9 pts. em junho, respectivamente.

Enquanto isso, a inflação continuou a subir e, em maio, registrou 2,1% em relação ao ano anterior, superando a meta. A rápida recuperação econômica também levou a um mercado de trabalho que está começando a parecer apertado. As pressões de preços dos salários (o Brexit limitou o número de imigrantes que tornam o trabalho mais caro) levariam a inflação a continuar a subir e, se a situação persistir, o Banco da Inglaterra pode ser uma das primeiras instituições monetárias nos países desenvolvidos a normalizar a política monetária até meados de 2022. No entanto, por enquanto, o Banco Central mantém a taxa de juros de referência em uma baixa de 0,10% e o plano de compra de ativos, permitindo que condições financeiras favoráveis sejam mantidas com ampla liquidez.

Em relação ao mercado de ações, os índices acionários britânicos têm alta exposição a setores que estão se beneficiando da retomada econômica, como consumo, finanças, materiais e energia. As ações britânicas ficam atrás das ações europeias e globais por anos, mas em 2020 essa diferença aumentou ainda mais devido ao Brexit. No entanto, até agora este ano, a brecha diminuiu e os fundamentos macro e corporativos sugerem que há potencial para que as ações continuem se recuperando.

Para este ano, as projeções dos lucros das empresas foram corrigidas para cima e indicam um crescimento próximo a 67%, que seria impulsionado principalmente pelos setores industrial, de materiais, discricionários dos consumidores e financeiros. Isso se compara favoravelmente com as estimativas equivalentes para o resto da Europa.

Por outro lado, a correção ascendente nas estimativas de crescimento dos lucros aliviou a relação P/U de 12 meses, que é negociada abaixo da média de 5 anos em termos absolutos e relativos. Por outro lado, a relação P/VL é negociada acima da média de 5 anos, mas com um desconto de 42% para pares desenvolvidos.

Favorecendo ativos que ainda estão atrasados e que têm potencial de *upside* à medida que a economia se adapta a um novo normal à medida que a vacinação progride, bem como um setor corporativo que parece saudável e valorizações atraentes **se decide manter a sobre-exposição nas ações britânicas.**

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

A recuperação econômica continua sendo impulsionada pela eficiência da vacinação (48% da população já está imunizada) e por amplos estímulos fiscais e monetários. O Fed anunciou que continuará apoiando a economia enquanto necessário e não modificará a política monetária atual (baixas taxas de juros e programa de compra de ativos), uma vez que espera que a elevação inflacionária seja transitória e principalmente para efeitos básicos de comparação (a inflação ficou em 5,4% ao ano em junho, acima das expectativas).

Depois de inicialmente mostrar preocupação com um aperto abrupto da política monetária, os investidores estão acoplando para o discurso do Fed sobre a transitoriedade da inflação e moderando suas expectativas de inflação e consequentes aumentos das taxas de juros. Essa reviravolta levou à taxa do título do tesouro dos EUA de 10 anos atingindo 1,47% no final de junho -e chegando a 1,30% na primeira semana de julho-depois de atingir altas anuais de 1,75% no final de março. Tal queda nas taxas de juros impulsionou o preço das ações cujas



valorizações dependem fortemente de seus lucros futuros (estilo *growth*), assim como os tecnológicos. Nesse sentido, o Nasdaq registra novas altas de todos os tempos e o índice subiu 5,5% em junho, deixando as ações *value* para trás novamente.

Em relação à recuperação econômica, isso teria atingido um pico durante o primeiro semestre do ano e espera-se que durante este segundo semestre o crescimento modere seu ritmo. Essa situação pode ser observada nos principais indicadores do PMI, cujos registros moderados em junho, com o setor de serviços recuando para 64,8 pts. de uma alta de todos os tempos de 70,4 pts em maio, enquanto o setor manufatureiro permanece no mesmo nível do mês anterior (62,1 pts.). Enquanto isso, a confiança do consumidor volta aos níveis pré-pandêmico, que, juntamente com as altas taxas de poupança das famílias, continuarão a apoiar o consumo.

Do lado trabalhista, a situação está melhorando, mas não o suficiente para o Fed reverter o estímulo monetário este ano. Em junho, a criação de empregos superou as expectativas e adicionou 850 mil novos empregos, embora a taxa de desemprego tenha aumentado para 5,9% de 5,8% devido ao aumento do desemprego em tempo parcial. Embora o mercado de trabalho seja de grande folga, os benefícios econômicos para o desemprego estão criando um desincentivo à busca de emprego em muitos estados; setores mais intensivos em mão-de-obra, como serviços, estão relatando problemas de contratação, levando a um aumento incipiente dos salários.

Por sua vez, o estímulo fiscal continuará a apoiar o crescimento, embora em menor grau do que o estimado inicialmente. Joe Biden está trabalhando para chegar a um acordo com os republicanos sobre o plano de infraestrutura, que ele havia proposto por US \$ 2.300 bilhões; no entanto, para que o plano seja aprovado pelos republicanos, o montante foi reduzido - por enquanto - a um valor de pouco mais de US\$ 1.000 bilhões que ainda não foi aprovado.

Com relação ao setor corporativo, os relatórios do primeiro trimestre superaram em muito as expectativas e os lucros devem crescer cerca de 53% este ano, uma estimativa que têm sido consistentemente corrigidas para cima durante o ano. Durante o segundo semestre do ano, espera-se que os resultados corporativos moderem sua taxa de crescimento, mesmo que continuem no caminho da recuperação pós-pandemia. 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 por ações dos EUA continuasse, com entradas líquidas de ETFs de 2,9% do total de ativos sob gestão (AUM) registrados nos últimos três meses.

À medida que a rotação para os setores mais cíclicos da economia continua a se aprofundar, as ações que mais se beneficiarão serão as que apresentarem maior defasagem, como *value*, cujas valorizações parecem mais atraentes do que o estilo de crescimento. No entanto, devido à queda das taxas de juros e ao impulso que as ações de crescimento estão recebendo é que **se decide neutralizar a exposição em US Large Cap growth, enquanto se mantém a sobre-exposição a ações US Large Cap Value. Além disso, se mantém sem modificação o neutro em small caps** pelo estreito de suas valorizações.

Japão: Se aumenta o *underweight* nas ações japonesas

Tóquio está enfrentando um novo aumento nos contágios pelo COVID-19, o que levou a novas medidas restritivas e um estado de emergência de 12 de julho a 22 de agosto. As medidas serão aplicadas durante toda a duração dos Jogos Olímpicos, que começam em 23 de julho, e limitam a capacidade do público em eventos esportivos, o funcionamento de restaurantes e o consumo de álcool nessas medidas, entre outras medidas.

O cenário da saúde é desafiador porque, apesar da aceleração nos programas de vacinação, apenas 18% da população está imunizada. A baixa vacinação diante da chegada de milhares de estrangeiros para as Olimpíadas aumentou os temores da disseminação de novas variantes no país e do aumento dos casos, uma das razões por trás da declaração de um novo estado de emergência.

Nesse cenário, a perspectiva econômica não é favorável como nos demais países desenvolvidos sob cobertura, pois a normalização da atividade não é possível se não for feito progresso com a vacinação. O PMI de serviços permanece abaixo dos 50 pts. e o PMI de fabricação caiu em junho para 52,4 pts. de 53 no mês anterior. Enquanto isso, indicadores de atividade como vendas no varejo e produção industrial refletem a lenta dinâmica



de recuperação, segundo estimativas dos analistas em maio (registraram variações de -0,4% e -5,9% mensais, respectivamente).

Quanto à política monetária, o Banco do Japão continua comprometido em alcançar uma inflação de 2% ao ano, apesar de não ter sido alcançada nos últimos anos e ainda estar longe disso (em abril foi de -0,1% ao ano). Isso permitirá que uma política monetária expansiva seja mantida por um longo período, mesmo além de pares globais, como o Fed ou o Banco Central Europeu.

Com relação ao setor corporativo, os lucros surpreenderam no primeiro trimestre do ano, em consonância com o que aconteceu no resto do mundo. Atualmente, estima-se que os lucros se expandam em mais de 60% até 2021. Por outro lado, as valorizações são corrigidas para baixo, embora ainda pareçam caras em termos absolutos. A razão P/U fwd. e P/VL negociam acima de suas médias dos últimos 5 anos; no entanto, em termos de pares desenvolvidos, as ações negociam com desconto. Em termos de fluxos, os fluxos marginais para os ETFs foram registrados no último mês para 0,2% da AUM. Dado que as perspectivas econômicas e corporativas continuam a ser afetadas pela expansão da pandemia (e maiores restrições), além de um lento progresso do programa de vacinação e valorizações que ainda não parecem totalmente atraentes, **se decide aumentar a subexposição a ações japonesas** em prol de financiar posições com maior atrativo.

Ações Emergentes: Se reduz o overweight através de maior subexposição a ações chinesas.

Os ruídos regulatórios e a desaceleração do crescimento econômico continuam a afetar a China e, portanto, os retornos dos mercados emergentes. Além disso, no resto da Ásia, há um lento progresso nos programas de vacinação, o que atrasará a recuperação econômica nos próximos meses. Enquanto isso, na América Latina, as perspectivas econômicas e corporativas começam a melhorar lado a lado com os avanços nos programas de vacinação e a diminuição dos novos casos diários. Diante do exposto, decidiu-se **reduzir a sobre-exposição nos mercados emergentes**, diminuindo a exposição nas ações chinesas e **mantendo a sobre-exposição na América Latina**. Além, **se mantém o underweight na EMEA** diante das valorizações que tornaram mais caras após os aumentos no primeiro semestre do ano.

América Latina: Se mantém o overweight

Dado, por um lado, o contexto do retrocesso da pandemia na região, somado aos preços das *commodities* que permanecem em níveis atraentes, melhores perspectivas de recuperação econômica e uma defasagem muito importante em relação aos índices globais, o que contrasta, por outro lado, com a grande incerteza política e institucional que domina a região se decide **manter o overweight**.

No **Brasil**, a pandemia está recuando junto com as medidas de confinamento, enquanto a vacinação avança, com cerca de 51% da população inoculada com pelo menos uma dose, atingindo uma taxa de 950 mil vacinas administradas diariamente. Por sua vez, a popularidade do presidente Jair Bolsonaro tem sido atingida por recentes acusações de irregularidades na aquisição de vacinas, embora um cenário de impeachment pareça improvável, mantendo um índice de aprovação pairando em torno de 26%. A economia, por outro lado, tem consistentemente surpreendido o lado positivo, com as vendas no varejo crescendo 16% em relação ao ano anterior em maio e a produção industrial voltando ao crescimento mensal (+1,4%) em maio, após 3 meses de quedas consecutivas, com 13 dos 26 setores já medidos em níveis pré-pandemias. A positividade acima se reflete nos principais indicadores do PMI para junho, que melhoraram, e, dado o aumento para 53,9 pts. dos 48,3 pts anteriores, no caso do PMI de serviços, ambos estavam no nível de expansão econômica esperado para os próximos 6 a 12 meses.

No entanto, a inflação, embora desacelere mensalmente, avançando 0,5% em junho, atinge um aumento de 8,4% em relação ao ano anterior, o que corrobora os últimos aumentos de 75 pbs. da taxa Selic, que já chega a 4,25% e deve continuar subindo. Por outro lado, as valorizações mostram sinais mistos, com a relação P/U fwd. abaixo de sua média de 5 anos tanto local quanto relativo à região, enquanto a razão P/VL está acima dessa média. Embora o país esteja em uma situação favorável em termos do esperado processo de recuperação econômica, uma pandemia que deve começar a ceder e um contexto político polarizado, mas que ainda não



parece implicar um processo de impeachment, o grande avanço do mercado acionário brasileiro de quase 15% em USD dos últimos 3 meses, um dos melhores desempenhos do mundo, nos leva a tomar parte do lucro obtido **reduzindo a sobre-exposição em ações brasileiras.**

A pandemia permanece sob controle no **México**, com o semáforo epidemiológico indicando a menor das restrições à mobilidade em 19 das 32 entidades sob controle (considerando 31 estados e Cidade do México), e uma vacinação que está avançando, onde dados oficiais indicam que cerca de 16% já estão com seu programa completo de vacinação. Por sua vez, a economia está mostrando resiliência e as expectativas de recuperação são consistentemente corrigidas para cima, com crescimento estimado para este ano em torno de 6%, de 3,5% previstos no início do ano. Isso faz parte de um contexto de positivismo devido à melhor resposta do consumo aos confinamentos, e ao efeito que a recuperação teve nos Estados Unidos, principal parceiro comercial do México, o que levou aos principais indicadores de manufatura e não manufatura do IMEF para 52,4 pts e 53,8 pts. No entanto, a recuperação vigorosa vem com um preço, que neste caso corresponde ao aumento da inflação, que atingiu uma variação anual de 5,9% em junho, o que causou a mudança na postura do Banxico em direção a um tom mais *hawkish*, com a taxa de política monetária surpreendentemente aumentando para 4,25% na reunião de junho (até 25 pbs.), o que adicionaria suporte à taxa de câmbio nos próximos meses. Por outro lado, as valorizações permanecem atraentes localmente, com a relação P/U fwd. 12 meses e P/VL abaixo da média dos últimos 5 anos. Dado o contexto benigno em que a recuperação mexicana está se desenrolando, o cenário de estabilidade política após as eleições federais, o apoio que o peso teria dado o possível aumento da taxa de referência que o Banco Central promoveria e valorizações que permanecem atraentes, se decide **aumentar a sobre-exposição em ações mexicanas.**

No caso do **Chile**, a pandemia está recuando e as medidas de restrição à mobilidade da população são reduzidas, em consonância com o processo de vacinação que se destaca no mundo, com cerca de 60% da população imunizada. A economia, por sua vez, tem respondido com expectativas consistentemente superiores, como no caso da atividade econômica que subiu 2,6% ao mês em maio, superando os 1,5% esperados, rompendo 2 meses consecutivos de quedas, e liderando a variação anual para atingir o recorde histórico de 18,1%. Isso sustenta essa tese do Banco Central de que a economia se adaptou melhor às medidas de confinamento, devendo-se, em grande parte, ao setor consumidor, com as vendas no varejo subindo 72,1% em relação ao ano anterior, impulsionadas em grande parte por estímulos diretos à população, que, ao considerar auxílios governamentais e retiradas de fundos previdenciários, atingem quase 30% do PIB, um dos maiores auxílios do mundo. Para isso, devemos acrescentar também os estímulos monetários, que se mantiveram agressivos com o Banco Central deixando a taxa de política monetária na mínima histórica de 0,5%, onde, dado o avanço das pressões inflacionárias dos últimos meses, estima-se que o processo de normalização da taxa deve começar em um futuro próximo, mesmo possivelmente na reunião de julho. Por outro lado, as valorizações permanecem atraentes localmente, com P/VL e P/U fwd abaixo de 1 desvio padrão de sua média de 5 anos, ao qual é adicionado um *upside* estimado para IGPA de mais de 30%.

Apesar disso, o mercado de ações caiu quase 20% em USD nos últimos 3 meses, produto do contexto de incerteza político-institucional no país, dada a problemática instalação da convenção constitucional e o apoio não desprezível a candidatos radicais para a próxima eleição presidencial em novembro. O acima não permitiria ver alguns fundamentos muito favoráveis, e espera-se que seja mantido pelo menos nos próximos meses, pelo que se decide **reduzir a sobre-exposição nas ações chilenas.**

Na **Colômbia**, o cenário político permanece tenso e a popularidade do presidente Duque caiu consideravelmente após protestos em massa que começaram em abril -produto da fracassada reforma tributária- atingirem 23% de aprovação na última pesquisa de junho de Invamer. O ataque ao presidente em 25 de junho aumentou sua popularidade, mas o descontentamento é generalizado e a percepção do público aponta para uma deterioração das condições de segurança. Em relação à pandemia, a taxa de novos contágios no país caiu e a vacinação aumenta, apoiada pelas compras governamentais de doses, juntamente com compras do setor privado do país e doações dos Estados Unidos, levando o número total de vacinados com pelo menos uma dose para 26%, ou 17% no caso de imunizados. Por outro lado, após a revisão da Fitch Ratings, a dívida soberana do país caiu para a categoria de *High Yield* como era amplamente esperado, aludindo à deterioração das contas nacionais. A economia teve que enfrentar diferentes forças contrárias, como a melhor adaptação às quarentenas, com os



últimos dados da atividade econômica em abril crescendo 28,7% ao ano, o que, no entanto, contrasta com os protestos sociais que cobriram todo o mês de maio e que impedem o aumento do otimismo. Finalmente, as valorizações ainda são negociadas com desconto no nível local, com a razão P/VL e P/U fwd. abaixo de sua média de 5 anos. Dado o contexto político, econômico e fiscal deteriorado, se decide **manter a sub-ponderação nas ações colombianas.**

Depois de mais de um mês desde as votações realizadas em 6 de junho para escolher o próximo presidente do **Peru**, ainda não há nenhum candidato oficialmente declarado vencedor, em um dos processos eleitorais mais polarizados dos últimos tempos. Ao todo, o candidato parece ser Pedro Castillo, que ganhou 50,1% das referências contra 49,9 de Keiko Fujimori, de modo que a incerteza apresentada pelas propostas antissistema do candidato de esquerda atingiu os ativos peruanos. Enquanto isso, novos casos contágios diários e óbitos por coronavírus estão recuando, o que traz otimismo cauteloso, devido ao processo de vacinação que é mantido em ritmo subótimo, com apenas 16% da população inoculada com pelo menos uma dose. Quanto à recuperação econômica, a baixa base de comparação permitiu gerar dados como o aumento de 58,5% na atividade econômica em abril deste ano, com estimativas indicando um crescimento esperado de 8,5% em 2021, segundo o FMI, o maior de toda a região. Isso, em um contexto de inflação acerbando para 3,3% em relação ao ano anterior em junho e excedendo a faixa de tolerância superior do Banco Central de 3%, que deverá ser transitória, e que permitiu a manutenção de estímulos monetários agressivos, com a taxa de política monetária ainda em baixa de 0,25%. Quanto às valorizações, o golpe de quase 21% em USD que o mercado de ações sofreu nos últimos 3 meses, levou as proporções a níveis atraentes em termos históricos, com tanto a relação P/U fwd quanto a relação/VL baixa em relação à média dos últimos 5 anos. Dada a grande incerteza política que existe, a baixa governabilidade projetada caso Pedro Castillo assumira a presidência em 27 de julho, e a baixa vacinação, que contrasta com uma pandemia mais controlada, uma economia que está se recuperando apoiada por estímulos sem precedentes e valorizações atraentes, se decide **manter a exposição neutra nas ações peruanas.**

Na **Argentina**, semelhante à maioria dos outros países da região, a pandemia começa a diminuir em termos de contágios diários e mortes, com um programa de vacinação que acelera consideravelmente, atingindo cerca de 43% dos inoculados com pelo menos uma dose, que, no entanto, é reduzida para 11% quando considerada imunizada. A situação fiscal do país permanece sob pressão, onde embora a inadimplência da dívida com o Clube de Paris tenha sido evitada após a promessa de pagar US\$ 430 milhões, o acordo seria apenas momentâneo, terminando em março de 2022, portanto, ainda deve ser feito progresso no pagamento do restante da dívida original de USD 2.400 milhões, à qual se soma a dívida com o FMI de USD 45.000 milhões. Por outro lado, a atividade econômica voltou a cair em abril (-1,2% na base mensal), ainda pior do que as expectativas, o que mostra que a recuperação econômica ainda não está avançando firmemente. Para isso, devemos acrescentar o problema que a Argentina mantém com a inflação, que não dá sinais de queda, avançando para 48,8% ano a ano no último registro de maio. Nesse contexto, a confiança do consumidor voltou a cair em junho para 34,6 pts., onde se destacou a contração de 8,5% mensais da divisão das condições atuais. Por outro lado, as valorizações permanecem atraentes localmente, com uma relação P/U fwd. e P/VL abaixo de sua média de 5 anos, mas o país foi recentemente reclassificado como um mercado *standalone* pela MSCI a partir de sua breve permanência no ranking de mercados emergentes, devido à prolongada gravidade dos controles de capital no país, o que prejudica ainda mais a confiança dos investidores e implica fluxos negativos para o país. O complicado contexto macroeconômico, a situação fiscal, a queda na aprovação do governo ad- portas das eleições de 12 de setembro (primárias) e 14 de novembro (geral), a inflação ainda fora de controle, e a saída do índice de mercados emergentes MSCIS, nos levam a **manter o *underweight* nas ações Argentinas.**

China: Se aumenta o UW em ações chinas

A velocidade de recuperação econômica na China continua moderada. As PMIs de manufatura e serviços ficaram em 51,3 e 50,3 pts. respectivamente, ambas permanecendo no campo da expansão econômica, mas desacelerando significativamente em relação ao recorde anterior (52 e 55,1 pts cada), e, além disso, surpreendendo analistas para o lado negativo. Isso se soma a um menor aumento de crédito no esforço das autoridades para evitar bolhas no mercado imobiliário e superaquecimento excessivo da economia. Embora os sinais de uma possível mudança na política monetária estejam começando a aparecer, em direção a uma mais expansiva, por enquanto, este não é o nosso caso base. É importante notar que, apesar da desaceleração econômica no curto e médio prazo, a perspectiva positiva de longo prazo permanece positiva.



Por outro lado, o ruído regulatório permanece. Nos últimos dias, a acusação foi adicionada a Didi, que após seu IPO nos Estados Unidos foi confrontado pela autoridade reguladora por usar informações de seus usuários que não eram permitidas. Isso levou a quedas de até 20% no estoque. Somam-se a isso novas multas contra as grandes empresas de tecnologia Alibaba e Tencent por aumentar "indevidamente" seu poder de mercado. Embora nossa linha de base permaneça que os ruídos regulatórios diminuam ao longo dos meses e terão um impacto positivo no mercado chinês no longo prazo, também é importante que continue a ser um fator de incerteza no curto prazo.

Mas nem tudo é negativo. O processo de vacinação nos últimos meses acelerou e mais de 1,4 doses diárias por 100 habitantes foram aplicadas. Até o momento, mais de 90 doses por 100 habitantes são somadas e a expectativa é que até o final do ano 80% da população seja vacinada. Isso continuará impulsionando o retorno à normalidade e pode favorecer a reativação do consumo, que tem ficado para trás da produção.

Com relação ao mercado, as ações chinesas registraram quedas marginais durante junho e novamente impulsionaram um *underperformance* de emergentes em relação ao desenvolvimento. Com o exposto, fecham o primeiro semestre do ano com um aumento de apenas 1% v/s 12% das ações globais. Por outro lado, as valorizações dão sinais mistos, com o P/U fwd. colocando um desvio padrão sobre sua média dos últimos 5 anos, enquanto o P/VL abaixo da mesma média. Em relação aos fluxos, no último mês houve saídas de ETFs para quase 2% da AUM. O ruído regulatório, a desaceleração do crescimento econômico, o aperto monetário e as saídas de fluxos nos **levam a aumentar taticamente a subexposição em ações chinesas** apesar de que se mantém positivas as perspectivas de longo prazo.

Asia Emergente ex China: Se mantém o neutro a posição nas ações da Ásia emergente ex China

A alta demanda por semicondutores continua a apoiar as perspectivas econômicas e corporativas de Taiwan e da Coreia. Enquanto isso, a Índia e o Sudeste Asiático foram afetados por ondas contínuas de COVID-19 e restrições. Isso se reflete nos dados do PMI de junho, que estavam em contração econômica em países como Índia e/ou Tailândia. Além disso, o lento progresso nos programas de vacinação modera as expectativas de uma melhora no impulso econômico durante o terceiro trimestre. Dado o exposto acima, **se decide manter a exposição neutra nas ações da Ásia EM ex China.**

Na **Índia**, os casos continuaram a diminuir em junho, com menos de 50 casos diários por 100 habitantes. No entanto, o processo de vacinação continua a progredir lentamente e até agora apenas 5,5% da população está imunizada, bem abaixo das nações desenvolvidas e de sua contraparte regional China. Isso continuou a moderar as expectativas econômicas e, para junho, as PMIs de manufatura e serviços foram de 48,1 e 41,2 pts. Do lado positivo, os dados de inflação mostraram uma queda que poderia permitir ao Banco de Reservas manter o estímulo para continuar apoiando a recuperação. O pior impulso econômico também teve impacto no setor corporativo, corrigindo as estimativas de crescimento dos lucros para 2021. No entanto, dada a baixa base de comparação de 2020, a expansão dos lucros ainda é estimada em cerca de 40%. Enquanto isso, as valorizações parecem caras, com a relação P/U fwd. e P/VL acima de sua média dos últimos 5 anos. Por outro lado, em termos de fluxos, foram registradas entradas líquidas de ETFs para quase 5% da AUM no último mês. Embora as perspectivas econômicas e corporativas sejam moderadas para os próximos meses, com um lento progresso do programa de vacinação, o maior controle dos casos observados e os fluxos que estão começando a ser positivos, **nos levam a manter a exposição neutra nas ações indianas.**

Nos últimos dias, os casos atingiram níveis recordes na **Coreia do Sul**. No entanto, quanto às ondas anteriores, as autoridades têm agido rapidamente com fechamentos generalizados de atividades, principalmente na capital Seul. Dado o exposto, e no quadro do avanço dos programas de vacinação, espera-se que o impacto econômico seja moderado. Enquanto isso, a demanda por carros continua alta, assim como a demanda por produtos tecnológicos. Isso continuará a impulsionar o setor exportador coreano nos próximos meses. Em relação à política monetária, a inflação começou a ser moderada em junho e caiu 0,1% mensalmente, levando o recorde anual para 2,4% (acima da meta de 2%). O Banco da Coreia estima que o aumento dos preços ao consumidor será transitório e manterá o estímulo monetário por enquanto. Enquanto isso, as expectativas de lucro das empresas continuaram a corrigir para cima e atualmente estima-se que se expanda em torno de 100% até 2021.



Quanto às valorizações, estes parecem ajustados à média dos últimos 5 anos na relação P/U fwd., mais de dois desvios padrão acima da mesma média na relação P/VL. Finalmente, em termos de fluxos, as saídas líquidas de ETFs foram registradas no último mês para mais de 4% da AUM. Apesar do aumento dos casos covid-19, a economia coreana tem mostrado alta resiliência e continuará a se beneficiar da alta demanda por semicondutores globalmente, dado o acima **se decide manter a sobre-exposição nas ações coreanas.**

Após o aumento dos casos diários em **Taiwan** nas semanas anteriores, a situação está sob controle. No entanto, o programa de vacinação está progredindo lentamente, tornando-o vulnerável a uma nova expansão da pandemia. No entanto, a economia taiwanesa continuará a se beneficiar da alta demanda por produtos tecnológicos e semicondutores globalmente. Nesse cenário, o PMI manufatureiro permaneceu no campo da expansão econômica e registrou 57,6 pts. durante junho (abaixo dos 62 pts de maio). Com relação ao setor corporativo, os lucros continuaram a ser corrigidos para 2021 e atualmente é esperada uma expansão de mais de 45%. Enquanto isso, as valorizações parecem caras com a relação P/U fwd. e P/VL classificando-se acima de sua média dos últimos 5 anos. Por outro lado, em termos de fluxos, as entradas líquidas de ETFs foram registradas no último mês para quase 2% da AUM. Embora as perspectivas econômicas e corporativas permaneçam positivas, as valorizações que estão se tornando mais caras nos levam a manter cautela e **seguir com o neutro nas ações taiwanesas.**

Finalmente, no **Sudeste Asiático**, as perspectivas econômicas continuam a deteriorar-se com uma pandemia que continua a expandir e retardar o progresso nos programas de vacinação. Isso certamente terá impacto na recuperação tardia do setor turístico, que afeta a região com ênfase especial. Nesse cenário, o PMI do bloco econômico está abaixo dos pares regionais, com países como a Malásia entrando em território de contração econômica e registrando menos de 40 pts em junho. Do lado positivo, a inflação permanece sob controle, o que permitirá aos bancos centrais manter uma política monetária expansiva para continuar apoiando a recuperação econômica. Quanto ao setor corporativo, a tendência seguiu as perspectivas econômicas e as expectativas de lucro das empresas caíram nos últimos meses. Por outro lado, as valorizações mostram sinais mistos, dependendo de o país ser analisado, mas não parecem atraentes. Em termos de fluxos, as entradas líquidas de ETFs foram registradas no último mês para quase 3% da AUM. À medida que as expectativas econômicas e corporativas se deterioram, **se decide neutralizar a exposição no sudeste asiático** desde o *overweight* que se mantinha.

EMEA: Se mantém o *underweight*

Depois de liderar em termos de retornos no primeiro semestre do ano, os próximos meses parecem desafiadores para a região. O aumento das commodities está começando a ser moderado e a instabilidade macroeconômica e política continua. Enquanto isso, enquanto alguns se destacam com programas de vacinação bem-sucedidos, outros ficam para trás. Diante do exposto, **decide-se manter a subexposição a ações de Europa Emergente, Oriente Médio e África.**

Na **África do Sul**, os casos têm aumentado nas últimas semanas, totalizando mais de 200 diariamente por milhão de habitantes. Além disso, houve um lento progresso nos programas de vacinação, o que levou a novas restrições à mobilidade que provavelmente impactarão a recuperação econômica. Apesar disso, a atividade manufatureira permanece altamente dinâmica e o PMI de manufatura para junho ficou em 57,4 pts., permanecendo no campo da expansão econômica. Com relação ao setor corporativo, os lucros esperados para 2021 foram corrigidos para baixo, mas também é esperada uma expansão próxima de 80%. Por outro lado, as valorizações parecem atraentes com a relação P/U fwd. e P/VL classificando-se abaixo de sua média dos últimos 5 anos. Em relação aos fluxos, as entradas líquidas de ETFs foram registradas para quase 2% da AUM. Embora as perspectivas econômicas e corporativas estejam afetadas pela nova onda de covid-19, valorizações atraentes e atividade manufatureira que permanece altamente dinâmica, **nos levam a manter o neutro nas ações sul-africanas.**

Em junho, o preço do petróleo continuou a subir de acordo com as expectativas de recuperação econômica global. Isso continuou a beneficiar países exportadores de *commodities*, como a **Rússia**. Apesar disso, o PMI manufatureiro caiu em contração econômica e marcou 49,2 pts. durante junho. Um aumento nos casos e um aumento nos preços ao produtor explicariam isso principalmente. Quanto ao setor corporativo, o aumento do



preço do petróleo continua impulsionando os lucros esperados para 2021 e atualmente deve se expandir em torno de 120%. Por outro lado, as valorizações não parecem atraentes e estão acima da média dos últimos 5 anos. Apesar do exposto, o aumento do preço do petróleo, os programas de vacinação que estão avançando em seus principais parceiros comerciais e os lucros positivos esperados, **nos levam a manter a sobre-exposição nas ações russas.**

Após um aumento de casos nos últimos meses na **Turquia**, estes diminuíram nas últimas semanas, em consonância com os países da região. Isso possibilitou a elevação das restrições à mobilidade, apoiando a recuperação econômica. Além disso, o processo de vacinação começa a acelerar, atingindo até 1,4 doses diárias por 100 habitantes nos últimos dias. Nesse cenário, o PMI manufatureiro de junho entrou no território de expansão econômica e registrou 51,3 pts. No entanto, é importante notar que a incerteza econômica e política decorrente das ações do presidente Recep Erdogan, como, por exemplo, mudar o governador do Banco Central em três ocasiões, continua a aumentar a incerteza no país. Com relação ao setor corporativo, os lucros ainda devem crescer em torno de 40% até 2021 e 20% até 2022. Por outro lado, as valorizações olham abaixo da média dos últimos 5 anos, tanto em P/U fwd. como P/VL. Com relação aos fluxos, as entradas líquidas e os ETFs são registrados para 7% do AUM. Enquanto as perspectivas econômicas estão melhorando em consonância com os avanços na vacinação e com o maior controle da pandemia, a alta incerteza política e macroeconômica do país **nos levam a manter a subexposição nas ações turcas.**

Se mantém a exposição neutral nas economias C3 (Polônia, República Checa e Hungria) Avanços nos programas de vacinação, maior controle da pandemia e uma recuperação moderada no setor turístico estão começando a impulsionar as perspectivas econômicas. No entanto, valorizações pouco atraentes **nos levam a manter cautelosa.**

Por último, a **Arábia Saudita** continuou a se beneficiar de aumentos no preço do petróleo. Por sua vez, as perspectivas econômicas para o setor não petrolífero continuam a melhorar e o PMI de junho atingiu seu maior patamar desde janeiro, impulsionado pela maior criação de empregos e aumento de novas encomendas. Isso aumentou as perspectivas corporativas e estima-se que os lucros se expandam em cerca de 80% (v/s 74% meses antes) até 2021. No entanto, as valorizações parecem caras e ambas na razão P/U fwd. como P/VL estão acima de sua média dos últimos 5 anos., **se decide manter a exposição neutra nas ações sauditas.**

Renda Fixa

US Treasuries: overweight bonus nominals, neutra em TIPS

Embora o risco inflacionário ainda exista, e a discussão sobre a natureza transitória ou estrutural das pressões inflacionárias permaneça, as expectativas inflacionárias teriam chegado a um ponto em que não se justifica continuar apostando em surpresas maiores, o que, somado à posição em ouro que atua como refúgio em caso de aumento de preços, nos leva a reduzir o OW em DICAS para neutro e aumentar para um ligeiro OW a posição nos Treasuries dos EUA

US Mortgages: neutra

Como tem sido o padrão nos últimos meses, a tendência é favorável em relação à recuperação do mercado de trabalho dos EUA, mas os dados mais recentes confirmam a tese de que tal recuperação não seria tão robusta, com a taxa de desemprego subindo para 5,9% em junho de 5,8% anteriormente, e pedidos de auxílio-desemprego que ainda não atingem o nível pré-pandêmico. Neste contexto, decide-se manter a exposição neutra em hipotecas dos EUA. Neste contexto, se decide manter a exposição neutra em *US Mortgages*.

US Investment Grade: underweight

O menor *yield* ajustado ao risco em comparação com outras subclasses de ativos, juntamente com uma duração de quase 9 anos e *spreads* comprimidos em um contexto de taxas longas que devem subir ou pelo menos não cair significativamente, nos levam a manter a subexposição em *US Investment Grade*.

US High Yield: overweight

Neste caso, os *spreads* também são comprimidos em relação à história, mas ao contrário do *Investment Grade*, a subclasse tem um maior *yield* ajustado ao risco e uma duração mais curta (3,7 anos), por isso decide-se manter a superexposição no *US High Yield*.

Europe Broad: underweight

A melhor qualidade de crédito é acompanhada por um *yield* muito pouco atrativo ajustado ao risco (perto de 0,1%), além de uma alta duração, em um cenário em que as taxas de *default* não são vistas como um dos principais problemas a serem considerados, o que nos permite apostar em um *yield* maior, apesar do maior risco de crédito. Por essa razão, a subclasse não mostra um apelo interessante em comparação com outras alternativas, o que nos leva a manter a subexposição na *Europe Broad*.

Europe High Yield: overweight

O maior *yield* ajustado para o risco atrativo relativo a outras alternativas, além de uma duração mais curta, em um contexto de melhoria esperada devido ao controle da pandemia no continente, nos leva a manter a sobre-exposição a *Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

Semelhante aos casos anteriores, a subclasse de ativos tem uma duração maior do que outras alternativas, juntamente com um dos menores *yield* (0,1%) da amostra, o que nos leva a manter a subexposição ao *Japan Broad*.

Dívida Emergente: overweight em bônus corporativos HE e neutral nas demais subclasses de ativo

O processo de busca de *yield* em um contexto global de baixas taxas básicas e *spreads* comprimidos a mínimas históricas, favorece os papéis corporativos sobre os soberanos, considerando também a maior duração deste último. Nesse sentido, decide-se favorecer a exposição na subclasse que apresenta a menor duração da amostra emergente, que também tem maior risco de crédito justificado pelo maior *yield*, com perspectivas de inadimplência contidas e benignas. Assim, **a dívida corporativa emergente High Yield é favorecida, mantendo o overweight** e se mantém uma exposição neutral nas demais subclasse de ativo.

Exposição a moedas – julho 2021

Moedas	Bench.	Junho	Julho	OW/UW		Câmbio
USD	42.3%	40.3%	43.2%	OW	0.9%	+
EUR	16.9%	15.7%	15.8%	UW	-1.1%	+
GBP	1.4%	2.4%	2.2%	OW	0.9%	-
JPY	6.9%	3.0%	2.5%	UW	-4.4%	-
GEMs	32.6%	38.5%	36.3%	OW	3.7%	-
	100%	100%	100%			

O resultado da alocação TAACO resulta em uma determinada exposição cambial, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas. Nenhuma posição monetária ativa foi tomada este mês.



Resultados TAACo Global – junho 2021

Classe de ativos / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição ao Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativos	Selectividade
Ações	50%	65%	15%	1.0%	0.48%	0.6%	6.4	-6.3
Renda Fixa	50%	30%	-20%	0.1%	0.05%	0.1%	8.5	3.0
Caixa	0%	0%	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	
Ouro	0%	5%	5%	-7.2%	0.0%	-0.4%	-38.7	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portfólio					0.53%	0.26%	-23.7	-3.3
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	12.5%	13.3%	0.8%	-1.2%	-0.15%	-0.16%	-1.7	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	2.0%	0.5%	-3.1%	-0.05%	-0.06%	-2.0	
UK	2.7%	3.5%	0.8%	-2.6%	-0.07%	-0.09%	-2.8	
US Large Cap Growth	14.2%	12.0%	-2.2%	6.8%	0.97%	0.82%	-12.9	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	-1.0%	-0.15%	-0.16%	-2.0	
US Small Caps	4.3%	4.3%	0.0%	1.4%	0.06%	0.06%	0.0	
Japan	5.2%	2.5%	-2.7%	-0.4%	-0.02%	-0.01%	3.6	
Desenvolvidos	54.7%	52.9%	-1.8%	1.1%	0.60%	0.40%	-17.8	
LatAm	4.3%	7.3%	3.0%	2.4%	0.10%	0.17%	4.2	
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	1.2%	3.5%	0.03%	0.07%	3.1	
China	13.4%	12.0%	-1.4%	-0.3%	-0.04%	-0.04%	1.8	
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	0.0%	2.7%	0.09%	0.09%	0.0	
EM Europe and Middle East	8.5%	7.5%	-1.0%	2.0%	0.17%	0.15%	-1.0	
Emergentes	45.3%	47.1%	1.8%	0.8%	0.36%	0.46%	8.1	
Ações					0.96%	0.86%	-9.7	
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	-1.2%	0.6%	0.07%	0.06%	-0.6	
US TIPS	1.3%	3.0%	1.7%	0.6%	0.01%	0.02%	0.9	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	1.6%	0.12%	0.10%	-1.5	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	1.3%	0.02%	0.06%	3.5	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	0.4%	0.07%	0.05%	-1.8	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	0.6%	0.00%	0.02%	1.5	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-1.3%	-0.11%	-0.05%	6.4	
Dívida Desenvolvidos	56.6%	51.3%	-5.3%	0.3%	0.18%	0.26%	8.3	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	1.4%	0.08%	0.08%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.9%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.0%	5.3%	0.5%	0.03%	0.05%	1.9	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	-1.2%	-0.23%	-0.23%	0.0	
Dívida Emergente	43.4%	48.7%	5.3%	-0.2%	-0.08%	-0.05%	1.9	
Renda Fixa					0.10%	0.20%	10.1	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos em 30 de junho de 2021

Em junho, o portfólio do TAACo global retornou 0.3%, 27 pbs. abaixo do desempenho do *benchmark*. Tanto a alocação de ativos como a seletividade destruíram o valor do portfólio, sendo o ouro a posição que mais prejudicou o portfólio, caindo 7,2% ao longo do mês.

O portfólio de ações retornou 0,9%, 10 bps menos do que o desempenho do *benchmark*. A sobre-exposição à América latina e o *underweight* na China não conseguiram compensar o efeito da sobre-exposição ao *US Large Cap Growth* (que retornou 6,8% em junho).

Quanto ao portfólio de renda fixa, o portfólio TAACo retornou 0,2%, 10 pbs acima do desempenho do *benchmark*. Foi adicionado valor pelo *overweight* nos produtos *spread* (HY nos EUA, Europa e EM Corporate), bem como pela posição curta no *Japan Broad*.



Desempenho histórico

TAACO Global	Desempenho								
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	Volatilidade 5 anos*
TAACO	0.3%	4.9%	5.3%	23.0%	8.4%	8.3%	5.1%	7.5%	9.5%
Benchmark	0.5%	4.2%	4.1%	19.9%	8.0%	7.5%	4.5%	5.8%	8.8%
Out/Under perf. (bps)	-27	67	119	308	42	80	59	172	
Ações	0.9%	6.9%	10.2%	39.8%	11.2%	12.0%	6.5%	5.7%	14.2%
Benchmark	1.0%	6.6%	10.2%	38.6%	11.0%	11.8%	6.2%	5.0%	14.0%
Europe ex UK	-1.2%	6.7%	10.0%	33.7%	8.8%	9.6%	3.8%	4.2%	16.3%
Europe Small Cap ex UK	-3.1%	6.1%	10.7%	48.8%	10.2%	13.2%	7.6%	11.3%	19.6%
UK	-2.6%	5.1%	10.4%	26.6%	-2.1%	1.5%	-0.3%	0.5%	16.8%
US Large Cap Growth	6.8%	12.8%	13.3%	43.3%	26.1%	23.9%	17.6%	--	16.5%
US Large Cap Value	-1.0%	4.6%	14.1%	33.9%	8.6%	8.3%	8.1%	5.1%	15.0%
US Small Caps	1.4%	4.9%	18.1%	59.6%	13.3%	15.0%	11.5%	11.9%	20.4%
Japan	-0.4%	-0.5%	0.3%	22.6%	5.1%	8.1%	5.1%	2.8%	12.9%
Desenvolvidos [1]	1.5%	7.7%	13.0%	39.0%	15.0%	14.8%	10.7%	8.9%	14.7%
LatAm	2.4%	13.8%	6.9%	40.4%	1.9%	2.9%	-5.2%	6.7%	28.3%
LatAm Small Cap	3.5%	17.3%	12.3%	48.8%	7.0%	6.5%	-5.0%	10.0%	30.8%
China	-0.3%	1.4%	1.2%	25.7%	8.0%	14.6%	5.2%	10.6%	18.1%
EM Asia ex China	0.1%	5.1%	10.0%	55.7%	15.4%	14.8%	6.9%	--	17.2%
EM Asia Small Cap	2.7%	10.1%	20.0%	63.4%	11.0%	10.7%	3.9%	10.8%	18.4%
EM Europe and Middle East	2.0%	10.0%	16.4%	31.9%	4.6%	5.2%	-4.9%	4.1%	18.4%
Emergentes [1]	0.2%	5.0%	7.4%	40.9%	11.3%	13.0%	4.3%	12.7%	16.2%
Renda fixa	0.2%	2.0%	-1.3%	4.5%	5.0%	3.6%	2.8%	6.6%	5.3%
Benchmark	0.1%	1.7%	-1.8%	3.2%	4.4%	2.9%	2.4%	5.7%	5.1%
US Govt Agencies	0.6%	1.7%	-2.6%	-3.2%	4.7%	2.2%	2.8%	5.2%	4.0%
US TIPS	0.6%	3.2%	1.7%	6.5%	6.5%	4.2%	3.4%	6.6%	3.5%
US Mortgages	0.0%	0.3%	-0.8%	-0.4%	3.8%	2.3%	2.6%	5.3%	2.1%
US Corps	1.6%	3.5%	-1.3%	3.3%	7.8%	4.9%	5.2%	7.3%	5.9%
US High Yield	1.3%	2.7%	3.6%	15.4%	7.4%	7.5%	6.7%	9.8%	7.4%
Europe Broad	0.4%	-0.4%	-2.3%	0.4%	2.6%	1.4%	4.0%	5.5%	3.3%
Europe High Yield	0.6%	1.4%	3.6%	11.9%	5.0%	5.0%	6.6%	9.2%	7.9%
Japan Broad	-1.3%	-0.1%	-7.2%	-2.9%	0.2%	-1.8%	-1.7%	2.5%	7.5%
Dívida Desenvolvidos [1]	0.5%	1.2%	-1.6%	1.7%					
EM Sovereign IG	1.4%	3.2%	-2.0%	3.6%	7.7%	4.9%	5.2%	9.2%	7.0%
EM Sovereign HY	0.1%	5.2%	0.6%	12.3%	4.3%	3.4%	5.2%	10.8%	12.7%
EM Corporate IG	0.9%	1.1%	-0.6%	4.3%	6.9%	4.9%	4.9%	--	4.6%
EM Corporate HY	0.5%	2.4%	2.2%	12.4%	8.5%	7.4%	6.3%	--	8.4%
EM Local Markets	-1.2%	3.6%	-1.6%	8.3%	4.7%	3.6%	0.4%	--	11.1%
Dívida Emergentes [1]	-0.1%	3.0%	-0.8%	7.4%					
Caixa	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	1.1%	0.6%	1.7%	0.3%
Ouro	-7.2%	4.3%	-6.6%	-0.3%	12.1%	5.9%	1.6%	12.6%	13.4%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considerar índices de elaboração própria



Valorizações

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2021e	2022e		2021e
DM	20.0x	14.6x	2.0%	3.2x	2.2x	79%	10%	15%	0.3
US	22.5x	15.6x	1.0%	4.8x	2.8x	53%	11%	28%	0.4
Europe	16.1x	12.9x	3.0%	2.1x	1.8x	187%	9%	9%	0.1
Japan	16.3x	15.0x	2.0%	1.5x	1.3x	63%	11%	7%	0.3
EM	14.2x	11.5x	3.0%	2.1x	1.8x	61%	9%	12%	0.2
China	15.8x	11.9x	2.0%	2.2x	2.0x	16%	17%	11%	1.0
S.Korea	11.5x	9.8x	2.0%	1.5x	1.2x	99%	4%	14%	0.1
Taiwan	16.5x	14.3x	3.0%	2.8x	1.9x	46%	1%	18%	0.4
India	21.8x	16.7x	1.0%	3.5x	3.2x	38%	14%	13%	0.6
Indonesia	14.2x	13.9x	3.0%	2.2x	3.4x	21%	20%	16%	0.7
Malaysia	13.2x	14.9x	4.0%	1.6x	2.0x	69%	-6%	11%	0.2
Thailand	18.1x	12.7x	3.0%	2.0x	2.0x	27%	15%	9%	0.7
Philippines	17.7x	16.1x	2.0%	1.8x	2.5x	55%	26%	8%	0.3
S.Africa	9.8x	12.4x	5.0%	1.9x	2.5x	77%	14%	17%	0.1
Russia	7.6x	6.5x	8.0%	1.2x	1.1x	118%	3%	13%	0.1
Turkey	5.4x	8.5x	8.0%	1.0x	1.5x	40%	20%	16%	0.1
S.Arabia	18.9x	14.0x	3.0%	2.6x	2.3x	81%	9%	28%	0.2
UAE	13.5x	11.0x	4.0%	1.5x	1.4x	8%	16%	11%	1.7
Brazil	9.7x	10.9x	5.0%	2.4x	1.8x	219%	-6%	21%	0.0
Mexico	14.6x	15.1x	3.0%	2.1x	2.7x	130%	10%	23%	0.1
Chile	14.5x	15.8x	3.0%	1.4x	2.0x	96%	16%	14%	0.2
Colombia	11.4x	13.6x	4.0%	1.1x	1.6x	207%	35%	19%	0.1
Peru	12.0x	12.5x	3.0%	1.8x	3.1x	746%	21%	20%	0.0
Argentina	27.9x	11.1x	0.0%	1.9x	1.8x	NM	19%	6%	-

Fonte: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Dados em 30 de junho 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 dos 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.