



Agosto 2021

TAACO Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Junho	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACO	-0,5%	1,7%	4,8%	17,1%	7,6%	7,6%	5,0%	7,5%	9,4%
Benchmark	-0,4%	1,5%	3,6%	14,7%	7,2%	6,8%	4,4%	5,8%	8,8%
Out/Underperformance (bps)	-4	29	115	243	42	80	62	171	
Ações	-1,5%	1,6%	8,6%	29,2%	9,8%	10,7%	6,5%	5,6%	14,1%
Benchmark	-1,7%	1,1%	8,4%	28,5%	9,4%	10,5%	6,2%	4,9%	14,0%
Renda Fixa	0,6%	1,6%	-0,7%	2,7%	4,9%	3,5%	2,7%	6,6%	5,2%
Benchmark	0,8%	1,7%	-1,0%	1,8%	4,5%	2,9%	2,3%	5,8%	5,1%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	3,6%	3,3%	-3,3%	-7,1%	14,4%	6,4%	1,1%	12,9%	13,4%

Resultados em 31 de julho de 2021

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Índice

Entre luzes e sombras.....	1
Posicionamento TAACO Global .....	3
Resultados .....	15
Desempenho .....	16
Valorizações .....	17

## Entre luzes e sombras

A economia e os mercados globais estão debatendo-se entre os ventos favoráveis e contrários que enfrentam durante os próximos seis a doze meses. Ao entrarmos no segundo semestre do ano, as grandes perguntas são: (i) Irá prevalecer a recuperação robusta ou a propagação do Delta e outras variantes do Covid-19; (ii) Será o salto da inflação temporário ou permanente; e (iii) A que nível irá atingir o intervencionismo estatal na China?

### Crescimento e inflação. –

Como temos discutido há um ano, as economias das diferentes regiões do mundo estão em diferentes estágios do ciclo econômico, e do ciclo monetário. A China começou a ajustar sua política monetária há um ano, visando principalmente investimentos imobiliários para evitar o superaquecimento, e agora está voltando gradualmente a um ciclo de expansão. O primeiro passo foi reduzir a taxa de reserva bancária obrigatória, que visa diretamente as pequenas empresas e geralmente antecipa uma queda nas taxas de juros nos próximos seis a doze meses.

A Europa, por sua vez, permanece em um momentum econômico positivo, e os sinais são de que ela manterá sua política monetária expansionista. Embora a inflação possa exceder a meta anual de 2% no segundo semestre do ano, espera-se que os aumentos de preços percam força depois disso. Os efeitos dos cortes de impostos se dissiparão; além disso, o mercado de trabalho ainda apresenta uma debilidade.

Finalmente, nos Estados Unidos, após ter atingido o *peak* de crescimento, com pressões inflacionárias evidentes, o Fed ou o banco central deste país se prepara para começar a desacelerar, a médio prazo, a compra de ativos que foi implementada para garantir a liquidez da economia (*tapering*). Isto está sendo anunciado com muita cautela e antecedência para evitar uma reação violenta de aversão ao risco; além disso, dado que prevalece um certo grau de fragilidade na recuperação, o Fed, enquanto permanece vigilante, preferiria esperar para confirmar o grau de intensidade das pressões inflacionárias antes de entrar plenamente em um ciclo de política monetária mais restritivo (conhecido como "estar atrás da curva").

O surgimento de novas variantes da covid-19 representa um “entrave” na recuperação econômica global. No entanto, não atingiria o nível de ruptura do primeiro semestre de 2020, pois a economia, como em muitas outras áreas, adaptou-se e continua a adaptar-se, para funcionar em uma pandemia e, além disso, as vacinas existem e serão aperfeiçoadas. Finalmente, as evidências até agora indicam que a severidade das novas variantes está diretamente relacionada às pessoas não vacinadas.

Economias e mercados globais estão debatendo-se entre os ventos favoráveis e em contra

China volta gradualmente a um ciclo de expansão. O primeiro passo foi reduzir a taxa de reserva obrigatória

Europa permanece em um momentum econômico positivo e os sinais são de que ela manterá sua política monetária expansionista

O Fed está se preparando para começar a desacelerar a médio prazo a compra de ativos que foi implementada para garantir a liquidez da economia (*tapering*)

O surgimento de novas variantes da covid-19 não implicaria o nível de ruptura do primeiro semestre de 2020



Assim, após o forte salto na atividade vem uma moderação nas taxas de crescimento econômico e nos lucros corporativos, mas longe de uma contração. A política monetária e fiscal seria gerenciada de acordo com o ciclo de cada país/região e fatores idiossincráticos.

A política monetária e fiscal seria gerenciada de acordo com o ciclo em que cada país/região se encontra

## Inflação e taxas de juros. –

A moderação no crescimento nos próximos três a seis meses deve amortecer as pressões de alta sobre os preços e também sobre as taxas de juros. Além disso, num contexto de taxas de juros reais negativas nas maiores economias do mundo. O aumento das taxas de juros nominais nos Estados Unidos durante este ano responde ao aumento das expectativas inflacionárias. Desde maio, com o ressurgimento da discussão sobre a retirada do estímulo monetário, as taxas têm se moderado e até diminuído. Aguardando que, apenas se a inflação esperada chegar e se mantiver acima de 2.5% ao ano, o Banco Central dos EUA tomará medidas anti-inflacionárias (*hawkish*). No entanto, vale lembrar que muitas taxas de juros reais permanecem em níveis negativos, pelo que existe espaço para aumentos das taxas de juros nominais

Deve-se lembrar que muitas taxas de juros reais ainda estão em níveis negativos, de modo que há espaço para altas nas taxas nominais

A curva de taxas de juros dos EUA (taxas de juros de mercado em diferentes vencimentos) reflete que as taxas de longo prazo devem subir (inclinação mais acentuada). Pelos padrões recentes, a forma da curva está voltando ao normal; entretanto, historicamente, a inclinação da curva aumenta significativamente antes que o Fed se aproxime da primeira alta da taxa de juros de referência após uma recessão. Com a atual política de taxa de juros zero, isto significa que a parte mais longa da curva aumentará ainda mais antes que a política monetária restritiva (aumento da taxa de juros) comece a ser implementada.

## China. –

Desde o ano passado e de diferentes maneiras, o governo chinês tem deixado claro que o governo de Xi Jinping está visando uma economia mista entre estatismo, mercado e abertura ao mundo, na qual o Estado continuará "mantendo o controle". Além dos obstáculos colocados no caminho dos planos de expansão de diferentes plataformas digitais em vários campos, uma campanha contra os videogames foi publicada na mídia estatal.

O governo de Xi Jinping visa uma economia mista entre estatismo, mercado e abertura ao mundo, na qual o Estado continuará a "mantendo o controle"

Isto significa um risco regulatório/político que deve ser incorporado na análise dos ativos chineses e em certos setores específicos. É difícil prever até onde o intervencionismo irá, se isso significará uma mudança no rumo da China e impedirá sua integração no mundo, ou se o governo conseguirá encontrar um equilíbrio entre os mercados livres e a abertura e o intervencionismo. O que é claro é que Xi Jinping é um líder que pretende alcançar o tipo de poder e gestão do país não visto desde Mao.

Isto significa risco regulatório/político que deve ser incorporado na análise dos ativos chineses

Nossa posição sobre a alocação de ativos decorre do exposto acima. Dado,

- (i) taxas de juros baixas, estímulo monetário e fiscal contínuo (Europa), aumentando (China), numa fase inicial de anúncio de reversão (EUA),
- (ii) taxas de juros reais historicamente baixas ou negativas,
- (iii) uma moderação da atividade econômica global que diminuirá as pressões inflacionárias e as altas das taxas de juros,

Eles reafirmam nossa posição de favorecer as ações em relação aos títulos, seletivamente em ativos *overweight* e/ou atrasados e uma posição em ouro com o objetivo de se proteger contra os riscos atuais. Estes incluem aumentos maiores e mais rápidos do que o esperado da inflação e das taxas de juros e o ressurgimento de novas variantes da covid-19, entre as mais prováveis.



## Posicionamento do Portfólio – agosto 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%				
<b>Total Portfólio</b>							
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%	-
<b>Mercados desenvolvidos</b>	<b>54,7%</b>	<b>52,9%</b>	<b>54,1%</b>	<b>UW</b>	<b>-0,6%</b>	<b>1,2%</b>	<b>+</b>
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%		
<b>Mercados emergentes</b>	<b>45,3%</b>	<b>47,1%</b>	<b>45,9%</b>	<b>OW</b>	<b>0,6%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-</b>
<b>Total Ações</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>				
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%		
<b>Dívida desenvolvidos</b>	<b>56,6%</b>	<b>51,3%</b>	<b>51,3%</b>	<b>UW</b>	<b>-5,3%</b>		
EM Sovereign IG	5,6%	5,6%	5,6%	N			
EM Sovereign HY	6,2%	6,2%	6,2%	N			
EM Corporate IG	5,0%	5,0%	5,0%	N			
EM Corporate HY	6,7%	12,0%	12,0%	OW	5,3%		
EM Local Markets	19,9%	19,9%	19,9%	N			
<b>Dívida emergente</b>	<b>43,4%</b>	<b>48,7%</b>	<b>48,7%</b>	<b>OW</b>	<b>5,3%</b>		
<b>Total Renda Fixa</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>				

É mantida uma exposição de 60% às ações e 35% à renda fixa. 5% alocados ao ouro, sem exposição em caixa

É mantida o OW Europa e se aumenta o OW UK

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

UW no Japão

OW na América Latina

Se neutraliza China desde UW e se mantém neutral EM Asia ex China

Se aumenta da UW na EMEA

Leve OW *Treasuries* e neutro no TIPS

É mantida UW *US Corps* e OW *dívida High Yield* (nos EUA e Europa)

UW títulos europeus e japoneses

É mantido o OW *Emergentes* através de uma posição ativa em títulos corporativos *high yield*

Em agosto o portfólio TAACO Global mantém a sobre-exposição às ações em 60%, o aumento da exposição à renda fixa em 35% e a alocação de 5% para o Ouro em vista de uma possível expansão da variante delta e/ou um aumento das expectativas de inflação. O portfólio é mantido sem exposição de caixa.

Dentro do portfólio de renda variável, foi decidido manter a sobre-exposição na Europa e aumentar a sobre-exposição no Reino Unido, que se beneficiaria de mais avanços nos programas de vacinação e na recuperação econômica nos próximos meses. Com relação aos Estados Unidos, o OW em *US Large Cap Value* é mantido e o neutro em *US Large Cap Value* e *US Small Cap*. Nos mercados emergentes, a exposição às ações chinesas é neutralizada do UW, aumentando a subexposição às ações da EMEA.

Em Renda Fixa, a alocação permanece inalterada. Com um ligeiro OW em *US Govt* e favorecendo os produtos para *spread*.



## Renda Variável

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

A disseminação da variante delta da covid-19 não consegue conter o bom *momentum* econômico na região. A economia está se adaptando para conviver com a pandemia à medida que a vacinação progride, apoiada por estímulos fiscais e monetários ainda amplos.

No segundo trimestre do ano, a Zona do Euro cresceu 2% trimestralmente (13,7% YoY), superando as expectativas e encerrando a recessão técnica (2 trimestres consecutivos de contração econômica). O crescimento foi impulsionado por uma rotação da manufatura para os serviços. As economias do sul do continente, que dependem fortemente de serviços e turismo, como Itália e Espanha, cresceram acima das estimativas entre abril e junho. Itália, com crescimento de 2,7% trimestral (vs. 1,3% esperado), e Espanha, que cresceu 2,8% (vs. 2,1% estimado), teve relaxamentos precoces das restrições de mobilidade, o que permitiu uma rápida recuperação durante o trimestre. Pelo contrário, a Alemanha ficou para trás com crescimento trimestral de 1,5%, o que decepcionou; o país tem sido mais duro em medidas de saúde para conter a pandemia, mantendo restrições até o final de maio, enquanto a dependência da manufatura tem sido um fator contra o crescimento. A escassez de suprimentos, especialmente microchips, desacelerou a expansão da indústria automotiva, uma das maiores da Alemanha. Para o segundo semestre do ano, espera-se que a Zona do Euro continue em seu caminho de recuperação, com base em uma reativação econômica que está permitindo que o consumo se reequilibre em relação aos serviços de mercadorias. Até o final do ano, o bloco seria capaz de recuperar seu nível de produção pré-pandemia, embora países com maior viés de fabricação, como a Alemanha, pudessem continuar a ser pressionados por interrupções nas cadeias de fornecimento.

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 como transitório à medida que a capacidade produtiva se normalize e o consumo seja reequilibrado de bens para serviços. Por sua vez, a folga no mercado de trabalho não permitirá que os preços subam a partir de aumentos salariais sustentados. Na Zona do Euro, a inflação acelerou durante o ano, atingindo 2,2% ao ano em julho (o maior recorde desde novembro de 2018), acima da meta do Banco Central Europeu (BCE). A autoridade monetária concordou na reunião de julho em seguir uma meta de inflação simétrica de 2% no médio prazo, tolerando que os preços subam mais de 2% temporariamente e decidiu manter uma política monetária expansiva até pelo menos 2023, com o programa de compra de ativos em vigor até pelo menos março de 2022.

A aceleração no processo de vacinação contra a 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 59,8 pts em julho, o melhor registro em pelo menos 5 anos. Por sua vez, o setor manufatureiro caiu para 62,8 pts. em julho de 63,4 pts. em junho, embora ainda permaneça amplamente acima do limiar de expansão/contração do setor (50 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 da COVID-19, como a migração).

Quanto ao setor corporativo, os relatórios surpreenderam amplamente o positivo durante o primeiro semestre e, para este ano, espera-se que os lucros cresçam perto de 50% (dados corrigidos para cima durante o ano), apoiando o preço das ações. As ações da Zona do Euro foram negociadas semelhantes às ações globais até agora este ano, mas ainda estão consideravelmente atrás de pares desenvolvidos de longo prazo. Visto que os países europeus ainda estão na fase de consolidação da recuperação econômica, os dados econômicos e os resultados corporativos ainda têm espaço para continuar a surpreender para o lado positivo. O bom desempenho das ações levou a valorizações mais altas. As razões P/U fwd. 12 meses e comércio de P/VL negociam acima da média de 5 anos em termos absolutos, mas com descontos em relação aos mercados desenvolvidos.



Boas perspectivas econômicas, estímulos fiscais e monetários que seriam mantidos por muito tempo, um alto percentual da população imunizada, força corporativa, valorizações atraentes em termos relativos, além de alta exposição cíclica levam a **manter o overweight das ações europeias large e small caps.**

## **Reino Unido: se aumenta o overweight da posição**

O país teve um aumento acentuado dos contágios por covid-19 pela variante delta durante junho, que teve um *peak* com mais de 50 mil casos diários em meados de julho, assim como a reabertura da economia começou. Apesar disso, com 70% da população vacinada com uma dose e 58% já imunizadas, as internações e óbitos permaneceram limitadas, e nas últimas semanas - contra todas as probabilidades - os contágios começaram a diminuir mesmo com o aumento da mobilidade. Dessa forma, o país entra em uma fase de adaptação "novo normal" para trabalhar com o coronavírus e ser um exemplo mundial para o resto dos países.

Com base em amplos estímulos fiscais e monetários implementados como medidas contracíclicas para lidar com a crise sanitária e econômica, o país surpreendeu positivamente e se recuperou mais rápido do que o esperado. Em maio passado, o PIB estava apenas 3% abaixo dos níveis pré-pandemias, que poderiam ser recuperados antes do final do ano. As expectativas são favoráveis e se refletem nos principais indicadores, como os PMIs, que, embora mostrem queda após atingirem níveis recordes em maio, permanecem confortavelmente acima dos 50 pts. Especificamente, o PMI de serviços e manufatura ficou em 57,8 e 60,4 pts. em julho, respectivamente.

Enquanto isso, a inflação continuou a subir e, em junho, registrou 2,5% em relação ao ano anterior, superando a meta (o maior nível desde setembro de 2018). Como em outros países, os efeitos básicos da comparação, o aumento dos preços da energia e os insumos pressionaram o nível de preços, ao qual são adicionados aumentos nos salários devido à escassez de mão-de-obra imigrante devido às restrições do Brexit. A rápida recuperação econômica levou o mercado de trabalho a começar a parecer ajustado. As pressões de preços dos salários e o aumento dos custos de produção levariam à inflação continuando a subir e, se a situação persistir, o Banco da Inglaterra pode ser uma das primeiras instituições monetárias do país desenvolvido 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 registram um atraso de anos comparadas as ações europeias e globais, mas em 2020 essa diferença aumentou ainda mais devido ao Brexit. No entanto, os fundamentos macro e corporativos sugerem que há potencial para que as ações continuem se recuperando.

Para este ano, as projeções de lucro das empresas foram corrigidas para cima e indicam crescimento próximo de 70%, o que seria impulsionado principalmente pelos setores industrial, de materiais, consumo discricionário e financeiro. Isso se compara favoravelmente com as estimativas equivalentes para o resto da Europa.

Enquanto isso, a correção ascendente nas estimativas de crescimento dos lucros aliviou a relação P/U fwd. 12 meses, que negocia 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.

Devido o alto percentual da população imunizada e à evolução favorável que os contágios têm mostrado apesar da reativação econômica, as expectativas de crescimento econômico e lucros foram corrigidas para cima. Portanto, em busca de favorecimento de ativos que ainda estão atrasados e que têm potencial de *upside* à medida que a economia se adapta a um novo normal, bem como um setor corporativo que parece saudável e valorizações atraentes **se decide aumentar a sobre-exposição as ações britânicas.**



## **Estados Unidos: Se mantém a sobre-exposição a ações estadunidenses *Large Cap Value* e neutra em *Large Cap Growth* e em *Small Cap***

A recuperação econômica teria atingido um *peak* durante o segundo trimestre do ano e no restante de 2021 haveria uma moderação dos dados econômicos à medida que os efeitos do estímulo fiscal começassem a desaparecer. Entre abril e junho, a economia cresceu 6,5% anualizada, inferior às expansões, mas recuperando o nível de pré-pandemia do produto e com o consumo acelerando em relação ao trimestre anterior.

Durante o segundo semestre do ano, a economia continuará sendo impulsionada pela eficiência da vacinação (50% da população já está imunizada) e por estímulos monetários que manterão as condições de liquidez favoráveis. O Fed anunciou que continuará apoiando a economia enquanto necessário para que o emprego se recupere 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 devido aos efeitos básicos da 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 acasalando 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 1,23% no final de julho - e chegando a 1,17% na primeira semana de agosto - 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*), como a tecnologia. Nesse sentido, o Nasdaq registra novas altas de todos os tempos e o índice de ações *growth* subiu 3,2% em junho, deixando novamente as ações *value* para trás (que subiram apenas 1% no mês).

Em relação à recuperação econômica, como já mencionado, teria atingido um *peak* durante o primeiro semestre do ano e espera-se que durante este segundo semestre o crescimento moderasse seu ritmo, que já seria internalizado nos preços. Dessa forma, o índice de surpresa econômica recua para um nível neutro diante dos dados econômicos que relatam praticamente em linha com as expectativas.

Do lado trabalhista, a situação está melhorando, mas não o suficiente para o Fed anunciar ainda a reversão do estímulo monetário. Em julho, a criação de empregos superou as expectativas e adicionou 943 mil novos empregos, levando a taxa de desemprego a cair para 5,4%, o menor nível em 16 meses. A maior contribuição para a criação de empregos veio de setores relacionados a serviços, como entretenimento, turismo e restaurantes, pois o relaxamento das restrições de mobilidade aumentou fortemente a demanda por atividades fora de casa. No entanto, deve-se ter cautela para projetar novas melhorias no mercado de trabalho de magnitudes semelhantes, uma vez que o recente aumento dos contágios delta pode levar a uma estagnação da recuperação.

Por sua vez, o estímulo fiscal continuará a apoiar o crescimento, embora em menor grau do que o estimado inicialmente. Os programas de apoio ao emprego terminam em setembro, embora em muitos estados com governadores republicanos tenham terminado mais cedo para impulsionar o emprego. Por sua vez, Joe Biden está trabalhando para chegar a um acordo com os republicanos sobre o plano de infraestrutura, que ele havia proposto inicialmente por US\$ 2.300 bilhões; no entanto, para que o plano seja aprovado pelos republicanos, o montante foi reduzido - por enquanto - a um valor pouco superior a US\$ 500 bilhões que ainda não foi aprovado.

Com relação ao setor corporativo, os relatórios do segundo trimestre superaram em muito as expectativas e os lucros devem crescer cerca de 58% 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 pelas ações dos EUA continuasse e as entradas líquidas para ETFs de 2,6% do total de ativos sob gestão (AUM) foram registradas nos últimos três meses.



Na medida em que a recuperação econômica se consolidar, as ações mais beneficiadas serão as que apresentarem maior defasagem, como *value*, cujas valorizações parecem mais atrativas do que as do estilo *growth*. No entanto, o acima, devido à queda das taxas de juros e ao impulso que as ações *growth* estão recebendo é que **se decide manter uma posição neutra em US Large Cap growth, enquanto se conserva a sobre-exposição a ações US Large Cap Value. Além disso, se mantém em modificação o neutro em small caps** devido à sua maior volatilidade em um momento em que há incerteza sobre o aumento dos contágios pela covid-19 e o momento em que iniciará o *tapering*.

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

Tóquio continua enfrentando um ressurgimento de infecções pela COVID-19, não conseguindo conter a propagação do vírus em meio às Olimpíadas e a um estado de emergência tentando conter a situação.

O cenário da saúde é desafiador porque, apesar da aceleração nos programas de vacinação, apenas 33% da população está imunizada. A baixa vacinação antes da chegada de milhares de estrangeiros para as Olimpíadas forçou o governo a declarar um novo estado de emergência em vigor até 23 de agosto.

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. durante julho e o PMI de manufatura subiu marginalmente para 53 pts. de 52,4 no mês anterior.

Quanto à política monetária, a inflação permanece longe da meta anual de 2% (em junho era de 0,2% YoY), o que permitiria ao Banco do Japão manter uma política monetária expansionista 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 segundo trimestre do ano, em consonância com o que aconteceu no resto do mundo. Atualmente, estima-se que os lucros se expandam perto de 70% até 2021, número que foi revisado para cima durante o ano. 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 em suas médias dos últimos 5 anos; no entanto, em termos de pares desenvolvidos, as ações negociam com desconto. Em termos de fluxos, se registram entradas a margem para os ETFs foram registrados no último mês para 0,6% 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 manter a subexposição a ações japonesas** a favor do financiamento de posições mais atrativas.

### **Ações Emergentes: Se mantém o *overweight* e se neutraliza a exposição as ações chinesas, enquanto, se aumenta o UW em EMEA.**

Os ruídos regulatórios geraram quedas acentuadas nos índices acionários chineses, e arrastaram o resto dos mercados emergentes para fechar com retornos negativos em julho. Para os próximos meses, estimamos que o ruído regulatório continuará na China, mas dadas as valorizações moderadas e maior apoio monetário e fiscal, decidiu-se neutralizar a exposição em ações do gigante asiático. Enquanto isso, na América Latina, os casos de covid-19 continuam a cair, elevando as perspectivas de crescimento econômico e lucros para o resto do ano. Finalmente, na EMEA, o cenário se torna complexo com alta instabilidade política na África do Sul, ajuste monetário agressivo na Rússia e o pior cenário para o preço do petróleo dada a expansão da variante Delta.

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

A pandemia continua recuando na região, apoiada por uma aceleração na vacinação em todo o quadro. Por sua vez, a recuperação econômica em geral está avançando - e, em muitos casos, surpreende positivamente as expectativas - o que, somado ao apoio aos altos preços das matérias-primas, e a defasagem muito significativa em relação aos índices globais, nos leva a **manter o *overweight***. Deve-se notar, no entanto, que a incerteza política é uma questão importante a ser monitorada, dada a polarização atual e o grande número de eleições que virão nos próximos anos.

No **Brasil**, semelhante ao resto da região, a pandemia continua recuando e as medidas de contenção são relaxadas, devido, em parte, à aceleração do programa de vacinação, que já ultrapassa 1,35 milhão de doses diárias, com cerca de 70% da população adulta tendo recebido pelo menos 1 dose. Isso, juntamente com a possível expansão do programa de transferência direta para a população, cria um cenário positivo para a recuperação econômica, que vinha surpreendendo consistentemente as expectativas nos últimos meses, apesar do aumento de 0,4% da atividade econômica em maio. Nesse sentido, os principais indicadores do PMI para manufatura e serviços consolidam-se acima do nível neutro de 50 pts. marcando 56,7 e 54,4 pts, respectivamente, em julho, juntamente com a atualização de julho do FMI que agora projeta um crescimento de 5,3% para este ano, 1,6% maior do que o esperado em abril.

No entanto, a inflação é um risco importante a ser monitorado, uma vez que os últimos dados de junho ficaram em 8,4%, acima do teto da faixa de tolerância do Banco Central, o que obrigou a instituição monetária a aumentar a taxa Selic em 100 bps na última reunião de política monetária para 5,25%, mantendo o tom *hawkish* para os próximos meses. As valorizações, por outro lado, mostram sinais mistos, com o índice P/U fwd. abaixo da média de 5 anos (que corresponde a um ponto de entrada atraente para as ações brasileiras) tanto local quanto em relação à região, mas com a relação P/VL acima dessa média, indicando o contrário. Dada a recuperação projetada, o controle da pandemia, o aumento do estímulo fiscal e o impulso à moeda que implica o aumento da taxa básica em relação a outras economias, **se decide manter a *sobre-exposição nas ações brasileiras***.

No caso do **México**, o coronavírus está avançando e as medidas de contenção estão endurecendo à margem, embora o sistema de saúde ainda seja mantido sem grande pressão, com ocupação de leitos gerais de 48%, e de 39% no caso de tratamento intensivo (UTI). Por sua vez, a economia continua a mostrar uma rápida recuperação apoiada pela reabertura de seu principal parceiro comercial (os Estados Unidos), com o FMI aumentando em julho a projeção de crescimento para este ano para 6,3% em relação aos 5% esperados em abril, e os principais indicadores de manufatura e não manufatura da IMEF em julho caindo ligeiramente para 52,2 e 52,9 pts, respectivamente, ambos na área de expansão econômica. Quanto ao contexto político, apesar de várias dificuldades, como a baixa percepção de segurança entre os cidadãos, o apoio ao governo permanece forte e aumenta ligeiramente, com a AMLO atingindo 60% de aprovação em seu mandato. As valorizações, por outro lado, indicam que as ações mexicanas apresentam um desconto significativo em termos históricos, com a razão P/U fwd. 12 meses e P/VL abaixo de sua média dos últimos 5 anos. O contexto econômico, político e social parece benigno, o que se soma ao impulso favorável da recuperação econômica dos EUA e às valorizações atraentes, nos levam a **manter a *sobre-exposição nas ações mexicanas***.

No caso do **Chile**, o contexto de saúde no país melhora e as medidas de confinamento são relaxadas, o que tem sido evidenciado nos números de infecções diárias (~1.000 casos em média nos últimos 14 dias) ou positividade por meio de testes, que atingem mínimos até agora na pandemia. Isso, enquadrado em dados de mobilidade que se aproximam do nível pré-pandemia, juntamente com o processo de vacinação que já cumpriu 80% da população-alvo, proporciona otimismo para a reabertura da economia. Por outro lado, a recuperação econômica é mais uma vez destacada, produto não só da nova alta de todos os tempos de 20.1% de crescimento em relação ao ano anterior da atividade econômica em junho, mas porque o avanço se deveu a um efeito mais equilibrado entre os setores em relação a maio, onde o comércio tinha sido de longe o principal setor que explicou o avanço (produto da liquidez em circulação que gerou os estímulos fiscais à população e os saques dos fundos previdenciários). Nesse sentido, as projeções de crescimento para este ano melhoram, de modo que o avanço projetado pelo Banco Central de 8,5 – 9,5% para o PIB este ano parece razoável. Como ponto a ser considerado, a inflação subiu mais do que o esperado em julho (0,8% mensal versus 0,4% previsto), colocando a



variação de doze meses em 4,5%, o que corresponde ao maior valor desde março de 2016, e colocando pela primeira vez em 5 anos acima da faixa de tolerância do Banco Central (entre 2 e 4%), o que indica que o processo de normalização da taxa de política monetária deve continuar seu curso, e novos aumentos são esperados nos próximos meses a partir dos atuais 0,75%. As valorizações também proporcionam otimismo, com P/VL e P/U fwd abaixo de 1 desvio padrão de sua média de 5 anos.

Apesar de tudo isso, o mercado acionário chileno caiu 5,6% em USD em julho, principalmente devido à gigantesca incerteza política, social e institucional, não apenas devido ao funcionamento da convenção constitucional e às próximas eleições presidenciais e legislativas em novembro, mas também devido à violência e protestos que voltaram a ser observados nas ruas, apesar de todos os processos políticos atuais. Dado o contexto geralmente favorável, fortemente pressionado pela incerteza, decide-se manter **a sobre-exposição nas ações chilenas**.

Na **Colômbia**, a pandemia diminui e a vacinação está avançando, dado o esforço conjunto do governo, do setor privado e doações dos Estados Unidos. O contexto político permanece sob pressão devido aos protestos, no entanto, a redução drástica destes após maio se destaca. Nesse sentido, a atividade econômica caiu 6,1% ao mês em maio, o que se compara apenas com o que aconteceu nos piores momentos da pandemia, o que contrasta com os dados de confiança desde junho, que mostram uma recuperação significativa, apoiando a tese de uma recuperação robusta para o segundo semestre do ano. Ele destacou, em particular, o progresso das empresas que relataram estar "totalmente operacionais" em junho, que aumentaram de 78% para 92%, e o desembolso a ser feito pelo FMI de US\$ 650.000 milhões para ajudar as nações a se recuperarem da COVID-19, dos quais USD 2.800 milhões chegarão à Colômbia. Por outro lado, as valorizações parecem atraentes localmente, com a razão P/VL e P/U fwd. abaixo de sua média de 5 anos. Dado, por um lado, o cenário político complexo e a situação fiscal enfraquecida, mas, por outro lado, uma recuperação incipiente esperada para o segundo semestre do ano, juntamente com valorizações atraentes, se decide **manter a exposição neutra nas ações colombianas**.

Em julho, Pedro Castillo foi finalmente proclamado como o novo presidente do **Peru**, que tomou posse após uma controversa recontagem de votos, o que rendeu sua vitória apertada com 50,1% dos votos contra 49,9% de Keiko Fujimori, o que antecipa complexidades em termos de governabilidade do país. Ao tomar posse, Castillo reafirmou que a desapropriação das empresas não é contemplada, o que não foi suficiente para neutralizar o pessimismo gerado por vários de seus cargos, como a convocação de assembleia constituinte ou a participação do Estado como sócio majoritário em projetos de investimento. Além disso, a nomeação no gabinete de ministros de figuras como Guido Bellido, de setores da esquerda radical, antecipa uma possível rota de colisão com o Congresso, que ainda não concedeu ou negou o voto de confiança no gabinete apontado por Pedro Castillo. No contexto anterior, o Peru apresentou uma das principais quedas em julho (-10,9% em USD), até agora este ano está se configurando como um dos mercados de ações de pior desempenho, caindo cerca de 25% em USD. A nota positiva é a evolução da pandemia que está recuando consideravelmente, e a recuperação da economia com o aumento anual de 47,8% em maio da atividade econômica, impactada em qualquer caso em grande parte pelo efeito da comparação de bases. Por outro lado, as valorizações aumentam sua atratividade em relação à história, com tanto a relação/U fwd. quanto a relação P/VL caindo ainda mais que a média dos últimos 5 anos. O complexo cenário político, que antecipou os problemas de governabilidade, contrastou com uma forte recuperação econômica e preços das ações duramente atingidos, nos levam a manter **a exposição neutra nas ações peruanas**.

Na **Argentina**, a pandemia recua e a vacinação acelera, embora grande parte do processo de inoculação tenha se concentrado na primeira dose, com apenas 18% da população tendo seu calendário completo. Isso se deve a atrasos na entrega de segundas doses (diferentes da primeira dose) do Sputnik pela Rússia, o que levou o governo a anunciar que a imunização será concluída com diferentes vacinas. Por sua vez, a atividade econômica manteve a tendência de queda dos últimos meses e caiu 2% em maio, elevando a variação anual para 13,6%, embora a confiança do consumidor em julho tenha subido para 37,9 pts., cortando uma sequência de queda de vários meses e voltando ao valor de fevereiro deste ano, indicando que a atividade dos próximos meses poderia começar a se recuperar. A inflação continua sendo um risco importante a ser considerado, com o número de junho subindo 3,2% ao mês, superando pelo nono mês consecutivo o aumento de 3% ao mês, e assim atingindo



um aumento de 50% ao ano, longe dos 29% projetados no orçamento do ano, o que influenciou a queda na aprovação da coalizão governista, tendo em vista as primárias de 12 de setembro e as eleições de 14 de novembro. Finalmente, as valorizações fornecem sinais mistos, com uma relação P/U fwd., abaixo da média de 5 anos, enquanto p/VL está acima da média para o mesmo período. Dado um contexto macroeconômico desafiador, uma inflação ainda descontrolada, uma situação fiscal pressionada e um baixo índice de aprovação da coalizão governista, **decide-se manter o *underweight* nas ações argentinas.**

## **China: Se neutraliza o *UW* a exposição nas ações chinesas**

As ações chinesas viveram um mês complexo e volátil. Depois que Didi foi indiciado em junho por seu IPO nos Estados Unidos, adicionando regulamentos em tecnologia de grande desde o início do ano, as autoridades agora têm como alvo o setor educacional. A proibição do lucro e a entrada de capital estrangeiro no setor (entre outras medidas) levaram a quedas de mais de 60% nas ações da *EdTech* e quedas de mais de 8% no índice global em alguns dias. Os temores sobre uma política regulatória imprevisível que poderia continuar a afetar novos setores (principalmente saúde) atingiram as perspectivas dos investidores tanto em ações domésticas (China A) quanto globais (off-shore).

Por outro lado, os dados econômicos continuaram a mostrar uma desaceleração do crescimento econômico (o que era amplamente esperado) com o PIB crescendo 7,9% ao ano (e 1,3% trimestralmente). Pelo lado positivo, a melhora no consumo se destacou com as vendas no varejo crescendo mais de 12%, acima dos 10% estimados pelos analistas. Acima, foi adicionado o PMI de serviços que surpreendeu o mercado e ficou em 54,9 pts., acima dos 50,3 pts do mês anterior e surpreendendo analistas ao lado positivo. A cautela vem do setor manufatureiro, com seu PMI em 50,3 pts, desacelerando de 51,3 pts em junho e marginalmente no campo da expansão econômica.

Em relação à política monetária, após o ajuste no crescimento do crédito desde o início do ano, as autoridades tomaram uma reviravolta e anunciaram uma redução na taxa de exigência de reserva. Isso marca uma mudança para uma política monetária mais expansionista. Além disso, no Politburo, foi anunciado um maior compromisso de estímulo fiscal para os próximos meses para apoiar após a desaceleração econômica registrada nos últimos trimestres.

Quanto às valorizações, estas foram corrigidas nas últimas semanas, mas, ainda assim, tanto a relação P/U fwd. como P/VL estão acima de sua média dos últimos 5 anos. Enquanto isso, o crescimento dos lucros ainda é estimado em cerca de 15% para 2021. No entanto, note que as empresas que já começaram a reportar seus resultados do segundo trimestre surpreendem significativamente mais altas, de modo que poderia haver uma correção se a tendência continuar. Com relação aos fluxos, apesar dos ruídos regulatórios, foram registradas entradas líquidas no mês para mais de 1% do total de ativos sob gestão.

Esperamos que os ruídos regulatórios continuem gerando volatilidade no curto prazo, no entanto, uma melhora no cenário macro, com uma política monetária e fiscal que começaria a apoiar, além de valorizações que estejam em conformidade com suas médias históricas, **nos levam a neutralizar a exposição nas ações chinesas desde o *UW* que mantínhamos.**

## **Asia Emergente ex China: Se mantém neutra a posição nas ações da Ásia emergente ex China**

O lento avanço do programa de vacinação e o aumento dos casos de covid-19 têm sido a tendência nos últimos meses na região. No entanto, como as ondas anteriores, alguns países parecem responder melhor do que outros. Do lado positivo, Taiwan e Coreia se destacam, que, apesar de terem visto maiores restrições, conseguiram reduzir o impacto na produção e continuar a se beneficiar da alta demanda por semicondutores globalmente. Por sua vez, a Índia, que experimentou meses críticos, se recupera, e o PMI de manufatura entra até mesmo no campo da expansão econômica. Finalmente, o Sudeste Asiático está mais uma vez atrasado, com uma expansão da pandemia que supera as ondas anteriores e um lento progresso nos programas de vacinação, que fazem da previsão uma lenta recuperação tanto no setor econômico quanto como corporativo (PMI's em campo de contração para Malásia, Indonésia e Tailândia). Apoiado principalmente pelo *momentum* econômico e

corporativo da Coreia e de Taiwan, além da melhoria na Índia, **se decide manter a exposição neutra na Ásia EM ex China.**

Após meses complexos, os casos continuaram a diminuir na **Índia** e a pandemia parece estar sob controle. No entanto, o programa de vacinação continua a se mover lentamente, ficando para trás de pares emergentes e globais, deixando-o vulnerável a novas ondas de contágio e possíveis restrições. Por outro lado, foi realizada uma reunião de política monetária e o Banco Central decidiu manter a taxa de recompra e recompra reversa em 4% e 3,35%, em linha com o que a maioria dos analistas esperava (alguns estimaram um aumento da taxa). Além disso, a autoridade monetária elevou sua perspectiva inflacionária para o exercício atual para 5,7% de 5,1% (no topo da faixa-alvo de 2-6%) e manteve sua estimativa de crescimento do PIB em torno de 9,5% inalterada. Ao mesmo tempo, disse que a perspectiva econômica é melhor do que há um mês, o que também se refletiu no PMI de manufatura que subiu para 55,3 pts dos 48,7 pts que estava localizado, entrando no território de expansão econômica. Em termos de valorizações, as ações continuam a parecer caras com a relação P/U fwd. e P/VL um e quase dois desvios padrão em sua média dos últimos 5 anos, respectivamente. Enquanto isso, a expansão dos lucros ainda é estimada em cerca de 35% para 2021 e os relatórios corporativos para o segundo trimestre geralmente surpreendem analistas pelo lado positivo. Com relação aos fluxos, foram registradas saídas líquidas de quase 1% do total de ativos. Embora o cenário econômico e corporativo melhore em relação ao mês anterior, o lento progresso no programa de vacinação e valorizações pouco atraentes **nos levam a manter uma exposição neutra nas ações indianas.**

A alta demanda por eletrônicos e chips, em particular, apoiou a **Coreia do Sul** no último ano e no segundo trimestre o PIB cresceu 5,9% ao ano (0,7% trimestralmente), seu maior nível desde 2010. No entanto, as perspectivas começaram a ser moderadas no trimestre atual após um aumento nos casos de covid-19, aumento das restrições e pouco progresso nos programas de vacinação em massa em relação aos pares globais. Isso também se refletiu no PMI de manufatura de julho, que caiu para 53 pts. de 53,9 pts. no mês anterior e a confiança do consumidor no mesmo mês que caiu pela primeira vez no ano para 103,3 pts. de mais de 110 pts no mês anterior. No entanto, é importante notar que ambos permanecem em território positivo. Com relação ao mercado, as valorizações dão sinais mistos. Por um lado, o P/U fwd. está abaixo da média dos últimos 5 anos, com lucros corrigidos para cima (um crescimento de 100% é esperado para 2021), enquanto, por outro lado, a relação P/VL negocia 2 desvios padrão acima da mesma média. Em termos de fluxos, as saídas líquidas foram registradas no último mês para quase 2% do total de ativos sob gestão. Dado que as perspectivas econômicas e corporativas são afetadas pelo aumento dos casos de covid-19, além de um lento progresso nos programas de vacinação e dos fluxos ausentes, decide-se **neutralizar a exposição nas ações sul-coreanas.**

Apesar do aumento dos casos de covid e os nos últimos meses, a economia **taiwanesa** foi resiliente e a produção continua a crescer em níveis recordes, de mãos dadas com a alta demanda por semicondutores globalmente. Além disso, o programa de vacinação é acelerado, aplicando mais de 1 dose por dia por 100 habitantes. Enquanto isso, o PMI de Manufatura para julho continuou no campo da expansão econômica e aumentou em relação ao mês anterior para 59,7 pts. Por sua vez, a inflação foi de 2%, mantendo-se apertada à meta, o que não incentivaria um ajuste na política monetária por enquanto. Com relação às valorizações, estes dão sinais mistos com o FWD P/U. ajustado à sua média dos últimos 5 anos, mas o P/VL, mais de dois desvios padrão acima da mesma média. Enquanto isso, os relatórios corporativos para o segundo trimestre surpreendem os analistas, o que elevou a perspectiva de lucro para este ano e atualmente está estimado em expansão em torno de 45%. Em termos de fluxos, foram registradas saídas marginais no último mês, para 0,2% do total de ativos sob gestão. Espera-se que a alta demanda por semicondutores continue a apoiar o setor econômico e corporativo, no entanto, valorizações pouco atraentes nos levam a **manter a exposição neutra nas ações taiwanesas.**

Finalmente, a situação no Sudeste Asiático permanece complexa. O aumento dos casos de covid-19, o lento progresso nos programas de vacinação e um setor turístico que permanece severamente afetado complicam as perspectivas para as economias da região. Isso se reflete nos dados do PMI de manufatura de julho, onde tanto a Malásia quanto a Indonésia estavam em torno de 40 pts., em terreno de ampla contração econômica pelos próximos 6-12 meses. Por sua vez, o *outlook* para a Tailândia não são melhores, e o indicador também permanece em território de contração e a estimativa de crescimento deste ano foi corrigida permanentemente para baixo.



Por outro lado, os relatórios corporativos surpreendem negativamente na Indonésia, e ligeiramente maiores na Tailândia, ao contrário de pares globais e/ou emergentes. Por outro lado, as valorizações mostram sinais mistos. Em países como a Tailândia ou as Filipinas, a relação P/U fwd. está acima de sua média dos últimos 5 anos, enquanto, na Malásia, a mesma razão parece mais de 2 desvios padrão abaixo da mesma média. Em termos de fluxos, as saídas são registradas no último mês na Malásia, mas as entradas na Indonésia. Dado que as perspectivas econômicas e corporativas permanecem em grande parte afetadas e vulneráveis à evolução da covid-19 e aos avanços nos programas de vacinação **se decide levar a UW a exposição no sudeste asiático desde o neutro que se mantinha.**

## **EMEA: Se aumenta o *underweight***

As perspectivas para a região se deterioraram nas últimas semanas. A agitação na África do Sul, as quedas no preço do petróleo e a instabilidade macroeconômica e política na Turquia estão deteriorando as perspectivas corporativas e econômicas para os próximos meses na região. Diante do exposto, decide-se **manter a subexposição às ações da Europa Emergente, Oriente Médio e África.**

Mês complexo para a **África do Sul**. Uma onda de saques e tumultos terminou com mais de 300 mortes, aumentando as restrições devido ao aumento dos casos de covid-19 que afetam significativamente as perspectivas econômicas do país africano para o resto do ano. Isso se refletiu no PMI de manufatura de julho, que caiu para 43,5 pts, de 57,5 pts no mês anterior, entrando em território de contração econômica pelos próximos 6 a 12 meses. Enquanto isso, as expectativas corporativas também sofrem, e, atualmente, uma expansão dos lucros é estimada em torno de 75%, dos 85% esperados há um mês. Por outro lado, as valorizações aparecem abaixo da média dos últimos 5 anos, com a relação P/U fwd. ainda mais de dois desvios padrão abaixo da média. Em relação aos fluxos, foram registradas entradas marginais no último mês, para 0,4% do total de ativos administrados. Embora as perspectivas econômicas e corporativas sejam moderadas, valorizações atraentes nos fazem **manter nossa exposição neutra às ações da África do Sul.**

A alta dos preços do petróleo continuou durante o mês de julho, porém, nos últimos dias, com aumentos nos casos da variante delta e novas restrições na Ásia, as perspectivas são moderadas. Isto afeta negativamente a Rússia, que mantém uma alta exposição do setor econômico e corporativo à *commodity*. Além disso, o PMI de fabricação de julho caiu novamente em relação ao mês anterior e registrou 47,5 pts. vs. 49,2 pts. no mês anterior. Adicionalmente, um novo aumento na taxa da política monetária de 125 pbs. (vs. 100 pbs.. esperados) já que as expectativas inflacionárias subiram para quase 12%. Com relação ao setor corporativo, ainda se espera uma expansão dos lucros em mais de 100% até 2021, mas a estimativa é inferior a um mês atrás. Além disso, as valorizações não parecem atraentes, com P/VL a quase 4 desvios acima de sua média de 5 anos. Tudo isso levou a uma saída, no último mês, de mais de 2% do total de ativos sob gestão. Dada a perspectiva econômica e empresarial moderada, bem como as valorizações caras e a falta de fluxos, **decidimos neutralizar nossa exposição às ações russas desde *overweight*.**

Os casos na **Turquia** permanecem sob controle, juntamente com uma aceleração no calendário vacinal para 1,2 doses por dia por 100 habitantes. Isso impulsiona a perspectiva econômica e isso foi demonstrado pelo PMI de manufatura para julho, que subiu para 54 pts. de 51,3 pts no mês anterior, também permanecendo no campo da expansão econômica. No entanto, é importante ressaltar que ainda há uma alta instabilidade financeira e macroeconômica no país, com inflação de quase 18% ao ano, entre as mais altas dentro dos mercados emergentes. Enquanto isso, os ganhos continuam a ser estimados para expandir em torno de 40% até 2021. Enquanto isso, as valorizações permanecem abaixo da média dos últimos 5 anos, ambas na relação P/U. como P/VL. Com relação aos fluxos, as entradas líquidas foram registradas no último mês para quase 2% do total de ativos sob gestão. Ainda que o cenário econômico esteja melhorando, a alta incerteza macroeconômica e corporativa nos levou **manter uma subexposição às ações turcas.**

**A exposição neutra é mantida nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria).** Os programas de vacinação continuam a progredir na região, juntamente com um melhor controle da pandemia do que os pares emergentes. No entanto, a lenta recuperação do setor turístico e as valorizações pouco atraentes nos levam a manter uma exposição neutra.



Finalmente, na **Arábia Saudita**, as perspectivas estão moderadas em consonância com o aumento da volatilidade e queda no preço do petróleo. Soma-se a isso a queda pelo segundo mês consecutivo no PMI de manufatura, que ficou em 55,8 pts. Com relação ao mercado, ainda é esperada uma expansão de lucros em torno de 80% até 2021. Por outro lado, as valorizações aparecem acima de sua média dos últimos 5 anos, ambas na proporção P/U fwd. como P/VL. Embora as perspectivas econômicas sejam moderadas, uma recuperação corporativa e econômica significativa continua a ser esperada nos próximos meses com avanços significativos nos programas de vacinação, por isso decidiu-se manter a exposição neutra aos estoques sauditas

## **Renda Fixa**

### ***US Treasuries: overweight* títulos nominais, neutro no TIPS**

Semelhante ao mês anterior, as altas expectativas inflacionárias não justificariam apostar em surpresas muito maiores, onde permanece a discussão sobre a transitoriedade das pressões inflacionárias. Por outro lado, é importante considerar que ainda existem riscos que dificultam a recuperação econômica, como o caso da disseminação da variante Delta, o que nos leva a manter a posição neutra em TIPS e o leve OW no US Treasuries nominais

### ***US Mortgages: neutro***

Os últimos relatórios do mercado de trabalho dos EUA mostram um ambiente de recuperação positiva, com a folha de pagamento não agrícola aumentando 943 mil em julho, superando os 870 mil esperados pelos analistas, e a taxa de desemprego no mesmo mês caindo para 5,4%, inferior aos 5,7% esperados pelos analistas, mas ainda um longo caminho a percorrer para recuperar o nível de pré-pandemia. Neste contexto, decidimos manter nossa exposição neutra às *US Mortgages*.

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

A expectativa se mantém de que as taxas longas deveriam subir ou pelo menos não cair significativamente, o que reduz a atratividade do papel de maior duração. Neste sentido, a subclasse de ativos tem uma duração de quase 9 anos, juntamente com um menor *yield* ajustado ao risco em relação a outras alternativas e *spreads* comprimidos, o que nos leva a manter a subexposição no *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 *yield* mais alto ajustado ao risco e uma duração mais curta (3,7 anos), por isso é decidido manter a sobre-exposição em *US High Yield*.

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

Semelhante ao caso dos EUA, a maior qualidade de crédito é acompanhada por um *yield* nominal negativo e alta duração (perto de 8 anos), o que implica que a subclasse de ativos é pouco atrativa em comparação com outras opções. Desta forma, a subexposição na *Europe Broad* é mantida.

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

A busca do *yield* justifica a exposição a esta subclasse de ativos, que também apresenta uma duração de quase 3 anos, o que é atraente dado o contexto acima mencionado de taxas de base historicamente baixas. Por esta razão, foi decidido manter a sobre-exposição à *Europe High Yield*.

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

Similar aos casos anteriores, a subclasse de ativos tem uma duração mais longa 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 títulos corporativos HY e neutro em todas as outras subclasses de ativos**

Em geral, a renda fixa exibe taxas básicas de base e *spreads* comprimidos, o que, juntamente com o contexto de alta da inflação, dada a recuperação global, produz um cenário de rendimentos reais negativos, forçando os



investidores a buscar retornos mais altos em produtos com *spread* mais altos. Neste contexto, a dívida corporativa emergente High Yield se destaca do resto, dadas suas características de yield superior, duração limitada e fundamentos empresariais sólidos, que geralmente resistiram à crise pandêmica e mantiveram suas taxas de inadimplência em torno da média dos últimos anos. Favorece a **Dívida corporativa emergente High Yield, mantendo, ao mesmo tempo, o overweight** e a exposição neutra às outras subclasses de ativos.

## Exposição a moedas – agosto 2021

Moedas	Bench.	Junho	Julho	OW/UW	Câmbio	
USD	42.3%	43.2%	43.2%	OW	0.9%	
EUR	16.9%	15.8%	15.8%	UW	-1.1%	
GBP	1.4%	2.2%	2.7%	OW	1.3%	+
JPY	6.9%	2.5%	2.5%	UW	-4.4%	
GEMs	32.6%	36.3%	35.9%	OW	3.3%	-
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>			

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 – julho 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%	60%	10%	-1,7%	-0,9%	-0,9%	-12,8	15,7
Renda Fixa	50%	35%	-15%	0,8%	0,4%	0,2%	-19,2	-7,4
Caixa	0%	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0	
Ouro	0%	5%	5%	3,6%	0,0%	0,2%	19,9	
Cobertura						0,0%	0,0	
<b>Portfólio</b>					<b>-0,44%</b>	<b>-0,47%</b>	<b>-12,0</b>	<b>8,3</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								<b>-3,7</b>
Europe ex UK	12,5%	13,3%	0,8%	2,1%	0,26%	0,27%	3,0	
Europe Small Cap ex UK	1,5%	2,0%	0,5%	3,9%	0,06%	0,08%	2,8	
UK	2,7%	3,5%	0,8%	0,8%	0,02%	0,03%	2,0	
US Large Cap Growth	14,2%	14,2%	0,0%	3,8%	0,54%	0,54%	0,0	
US Large Cap Value	14,3%	15,3%	1,0%	1,0%	0,14%	0,15%	2,7	
US Small Caps	4,3%	4,3%	0,0%	-2,2%	-0,09%	-0,09%	0,0	
Japan	5,2%	1,5%	-3,7%	-1,3%	-0,07%	-0,02%	-1,6	
<b>Desenvolvidos</b>	<b>54,7%</b>	<b>54,1%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>0,86%</b>	<b>0,96%</b>	<b>8,9</b>	
LatAm	4,3%	7,3%	3,0%	-4,2%	-0,18%	-0,31%	-7,6	
LatAm Small Cap	0,8%	2,0%	1,2%	-6,0%	-0,05%	-0,12%	-5,1	
China	13,4%	10,8%	-2,6%	-13,8%	-1,86%	-1,50%	31,5	
EM Asia ex China	14,9%	14,9%	0,0%	-2,9%	-0,44%	-0,44%	0,0	
EM Asia Small Cap	3,4%	3,4%	0,0%	-1,2%	-0,04%	-0,04%	0,0	
EM Europe and Middle East	8,5%	7,5%	-1,0%	-0,1%	-0,01%	-0,01%	-1,6	
<b>Emergentes</b>	<b>45,3%</b>	<b>45,9%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>-2,57%</b>	<b>-2,41%</b>	<b>17,2</b>	
<b>Ações</b>					<b>-1,71%</b>	<b>-1,45%</b>	<b>26,1</b>	
US Govt Agencies	10,2%	10,7%	0,5%	1,4%	0,14%	0,15%	0,3	
US TIPS	1,3%	1,3%	0,0%	2,7%	0,03%	0,03%	0,0	
US Mortgages	7,6%	7,6%	0,0%	0,6%	0,05%	0,05%	0,0	
US Corps	7,3%	6,3%	-1,0%	1,4%	0,10%	0,09%	-0,5	
US High Yield	1,8%	4,6%	2,8%	0,4%	0,01%	0,02%	-1,3	
Europe Broad	19,1%	13,0%	-6,1%	1,6%	0,30%	0,20%	-4,4	
Europe High Yield	0,7%	3,7%	3,0%	0,5%	0,00%	0,02%	-1,1	
Japan Broad	8,6%	4,1%	-4,5%	1,8%	0,15%	0,07%	-4,2	
<b>Dívida Desenvolvidos</b>	<b>56,6%</b>	<b>51,3%</b>	<b>-5,3%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,78%</b>	<b>0,62%</b>	<b>-11,3</b>	
EM Sovereign IG	5,6%	5,6%	0,0%	0,5%	0,03%	0,03%	0,0	
EM Sovereign HY	6,2%	6,2%	0,0%	0,5%	0,03%	0,03%	0,0	
EM Corporate IG	5,0%	5,0%	0,0%	0,5%	0,03%	0,03%	0,0	
EM Corporate HY	6,7%	12,0%	5,3%	-1,0%	-0,07%	-0,12%	-9,8	
EM Local Markets	19,9%	19,9%	0,0%	0,2%	0,04%	0,04%	0,0	
<b>Dívida Emergente</b>	<b>43,4%</b>	<b>48,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,01%</b>	<b>-9,8</b>	
<b>Renda Fixa</b>					<b>0,84%</b>	<b>0,63%</b>	<b>-21,1</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
Dados em 31 de julho de 2021

Em julho, o portfólio do TAACo global retornou -0,5%, 4 bps abaixo do *benchmark*. Tanto as alocações de renda fixa como as de renda variável diminuíram o portfólio. Por outro lado, a alocação de ouro, depois de subir 3,6%, agregou valor.

O portfólio de ações rendeu -1,5%, 26 pbs. acima do desempenho do *benchmark*. Subexposição à China e, em menor medida, uma sobre-exposição à Europa, agregando valor.

Em renda fixa, o portfólio do TAACo global rendeu 0,6%, 21 pbs. abaixo do desempenho do *benchmark*. Houve uma diminuição do valor *underweight* em Europe Broad e Japan Broad, além da sobre-exposição na EM Corporate HY.



## Desempenho histórico

### Desempenho

TAACO Global	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	Volatilidade 5 anos*
<b>TAACO</b>	<b>-0,5%</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>17,1%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>5,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>9,4%</b>
Benchmark	-0,4%	1,5%	3,6%	14,7%	7,2%	6,8%	4,4%	5,8%	8,8%
Out/Under perf. (bps)	-4	29	115	243	42	80	62	171	
<b>Ações</b>	<b>-1,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>29,2%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>14,1%</b>
Benchmark	-1,7%	1,1%	8,4%	28,5%	9,4%	10,5%	6,2%	4,9%	14,0%
Europe ex UK	2,1%	4,6%	12,3%	30,7%	8,0%	9,1%	4,5%	4,4%	16,2%
Europe Small Cap ex UK	3,9%	4,2%	15,0%	44,2%	10,7%	12,6%	8,7%	11,5%	19,5%
UK	0,8%	1,8%	11,2%	26,1%	-2,1%	1,1%	-0,3%	0,5%	16,8%
US Large Cap Growth	3,8%	8,8%	17,6%	37,9%	26,5%	23,7%	18,0%	--	16,5%
US Large Cap Value	1,0%	2,4%	15,3%	30,9%	7,4%	7,9%	8,6%	5,2%	15,0%
US Small Caps	-2,2%	-1,0%	15,5%	50,2%	11,8%	13,3%	11,7%	11,8%	20,4%
Japan	-1,3%	-0,2%	-0,9%	23,0%	4,5%	6,4%	4,6%	2,7%	12,6%
<b>Desenvolvidos [1]</b>	<b>1,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>15,1%</b>	<b>35,1%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,3%</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,0%</b>	<b>14,6%</b>
LatAm	-4,2%	5,6%	2,4%	21,4%	-2,4%	1,0%	-5,3%	6,4%	28,3%
LatAm Small Cap	-6,0%	4,7%	5,6%	25,8%	2,3%	3,8%	-5,2%	9,5%	30,8%
China	-13,1%	-13,1%	-12,3%	0,3%	5,9%	12,4%	6,2%	13,1%	19,4%
EM Asia ex China	-2,9%	-1,2%	6,8%	37,5%	13,1%	12,8%	6,4%	--	17,2%
EM Asia Small Cap	-1,2%	2,7%	18,5%	48,2%	10,7%	9,7%	3,5%	10,7%	18,4%
EM Europe and Middle East	-0,1%	6,6%	16,3%	30,4%	3,3%	4,9%	-4,9%	4,1%	18,4%
<b>Emergentes [1]</b>	<b>-6,7%</b>	<b>-4,4%</b>	<b>0,2%</b>	<b>20,6%</b>	<b>7,9%</b>	<b>10,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>12,2%</b>	<b>16,5%</b>
<b>Renda fixa</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>2,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,2%</b>
Benchmark	0,8%	1,7%	-1,0%	1,8%	4,5%	2,9%	2,3%	5,8%	5,1%
US Govt Agencies	1,4%	2,4%	-1,3%	-3,0%	5,3%	2,3%	2,8%	5,3%	4,0%
US TIPS	2,7%	4,5%	4,4%	6,9%	7,6%	4,5%	3,3%	6,7%	3,7%
US Mortgages	0,6%	0,4%	-0,1%	0,0%	4,0%	2,4%	2,6%	5,4%	2,1%
US Corps	1,4%	3,8%	0,1%	1,4%	8,0%	4,9%	5,0%	7,4%	5,9%
US High Yield	0,4%	2,0%	4,0%	10,6%	7,2%	7,0%	6,6%	9,8%	7,4%
Europe Broad	1,6%	1,9%	-0,8%	1,0%	3,2%	1,5%	4,1%	5,6%	3,4%
Europe High Yield	0,5%	1,4%	4,0%	10,5%	4,7%	4,6%	6,6%	9,3%	7,9%
Japan Broad	1,8%	0,2%	-5,6%	-3,4%	1,2%	-1,5%	-2,0%	3,0%	7,6%
<b>Dívida Desenvolvidos [1]</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>1,1%</b>					
EM Sovereign IG	0,5%	2,8%	-1,4%	0,0%	7,4%	4,8%	5,0%	9,2%	7,0%
EM Sovereign HY	0,5%	2,2%	1,1%	9,8%	3,4%	3,1%	5,0%	10,8%	12,7%
EM Corporate IG	0,5%	1,8%	-0,1%	2,5%	6,8%	4,7%	4,8%	--	4,6%
EM Corporate HY	-1,0%	0,4%	1,2%	8,6%	7,4%	6,7%	6,1%	--	8,4%
EM Local Markets	0,2%	1,6%	-1,5%	5,6%	3,9%	3,5%	0,3%	--	11,1%
<b>Dívida Emergentes [1]</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>4,4%</b>					
<b>Caixa</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,3%</b>
<b>Ouro</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,3%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>14,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,4%</b>

\*Anualizada \*\*Desde abril 2001

[1] Considera os índices de elaboração própria



## Valorizações

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2021e	2022e		2021e
<b>DM</b>	<b>20.2x</b>	<b>14.7x</b>	<b>2,0%</b>	<b>3.3x</b>	<b>2.2x</b>	<b>83%</b>	<b>9%</b>	<b>15%</b>	<b>0,2</b>
US	22.8x	15.7x	1,0%	4.9x	2.8x	58%	9%	29%	0,4
Europe	16.6x	13.0x	3,0%	2.2x	1.8x	196%	7%	9%	0,1
Japan	16.1x	15.0x	2,0%	1.5x	1.3x	67%	11%	7%	0,2
<b>EM</b>	<b>13.2x</b>	<b>11.6x</b>	<b>3,0%</b>	<b>1.4x</b>	<b>1.3x</b>	<b>267%</b>	<b>21%</b>	<b>8%</b>	<b>0,0</b>
China	13.4x	11.9x	2,0%	1.9x	2.0x	15%	17%	11%	0,9
S.Korea	11.1x	9.9x	2,0%	1.4x	1.2x	95%	5%	14%	0,1
Taiwan	15.8x	14.4x	4,0%	2.8x	1.9x	48%	1%	19%	0,3
India	22.0x	16.7x	1,0%	3.6x	3.2x	34%	18%	14%	0,6
Indonesia	14.2x	13.9x	3,0%	2.2x	3.4x	21%	20%	16%	0,7
Malaysia	NA	14.9x	4,0%	NA	2.0x	61%	-6%	11%	-
Thailand	17.4x	12.8x	3,0%	2.0x	2.0x	26%	14%	9%	0,7
Philippines	16.5x	16.1x	2,0%	1.7x	2.5x	51%	26%	8%	0,3
S.Africa	9.5x	12.4x	5,0%	1.9x	2.4x	84%	8%	17%	0,1
Russia	7.1x	6.5x	8,0%	1.1x	1.1x	124%	3%	13%	0,1
Turkey	5.4x	8.5x	8,0%	1.1x	1.5x	41%	18%	16%	0,1
Saudi	18.8x	14.1x	3,0%	2.6x	2.3x	79%	10%	28%	0,2
UAE	13.4x	11.1x	4,0%	1.5x	1.4x	10%	15%	11%	1,3
Brazil	8.9x	10.9x	5,0%	2.3x	1.8x	249%	-6%	22%	0,0
Mexico	15.1x	15.1x	3,0%	2.2x	2.7x	143%	6%	25%	0,1
Chile	13.0x	15.8x	4,0%	1.3x	2.0x	97%	9%	15%	0,1
Colombia	10.7x	13.6x	4,0%	1.0x	1.6x	210%	33%	20%	0,1
Peru	11.5x	12.6x	3,0%	1.9x	3.1x	764%	20%	21%	0,0
Argentina	29.7x	11.2x	0,0%	2.0x	1.8x	NM	33%	5%	-

Fonte: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Dados de 28 de julho 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.