

Setembro 2021

TAACO Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	Agosto	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACO	1.3%	1.1%	6.2%	16.3%	8.4%	7.7%	5.7%	7.6%	9.4%
Benchmark	1.3%	1.4%	5.0%	13.7%	8.1%	7.0%	5.0%	5.8%	8.8%
Out/Underperformance (bps)	6	-25	123	255	36	79	74	172	
Ações	2.1%	1.5%	10.9%	26.6%	10.8%	10.9%	7.7%	5.7%	14.0%
Benchmark	2.4%	1.6%	10.9%	25.9%	10.6%	10.7%	7.4%	5.1%	13.9%
Renda Fixa	0.3%	1.2%	-0.4%	3.2%	5.6%	3.5%	2.7%	6.6%	5.2%
Benchmark	0.2%	1.1%	-0.8%	2.3%	5.0%	2.9%	2.2%	5.8%	5.1%
Caixa	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ouro	-0.6%	-4.5%	-3.9%	-7.3%	14.7%	6.7%	0.0%	12.8%	13.4%

Resultados em 31 de agosto de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Luz, câmera... ação!	1
Posicionamento TAACO Global	3
Resultados	14
Desempenho	15
Valorizações	16

Luz, câmera... ação!

As férias de verão no hemisfério norte estão terminando, com isso, os volumes comercializados aumentam e a evolução da economia e dos mercados globais nos últimos meses de 2021 começa a tomar contornos mais definitivos. A reabertura das economias - em maior ou menor grau - Está em andamento e, apesar da disseminação da variante SARS Cov2 delta, não há paradas de atividade global da magnitude vista entre março e dezembro de 2020.

A implantação de vacinas continua, com grandes diferenças entre os países mais e menos desenvolvidos, com os primeiros incluindo a terceira dose de reforço, os segundos tentando reunir o esforço global para uma maior cobertura o mais rápido possível e com desenvolvimento e adaptação contínua das vacinas para torná-las cada vez mais eficazes.

Os ativos de risco se recuperaram em agosto (ações e produtos *spread* dentro da dívida) e os mercados se moveram entre (i) a continuação da reabertura gradual da economia global e o quão disruptiva a variante delta poderia se tornar; (ii) discussões em torno da retirada dos estímulos monetários (*tapering*) e a atenção aos sinais dos bancos centrais nas principais economias; (iii) as ações da China e o que vem após seu intervencionismo nos mercados e a futura postura política e social do país e; (iv) os resultados corporativos no segundo trimestre.

A economia global continua crescendo; entre as economias maiores, a China está desacelerando, também afetada por uma política de zero covid que restringe a atividade, e está em uma postura - na conjuntura - de estímulo direcionado, e intervenções no mercado e empresas privadas, para as quais limites e novas regras do jogo, que ainda não estão muito claros, estão sendo definitivamente estabelecido. Isto é combinado com planejamento de longo prazo: construção do "Estado de direito" (estilo chinês), definição de relações equitativas com o resto do mundo, busca da prosperidade comum e defesa dos valores familiares (fonte: Gavekal Research). Como isto se traduzirá em políticas concretas ainda é um ponto de interrogação.

Para os Estados Unidos, embora os principais indicadores de atividade ainda apontem para uma expansão nos próximos seis a doze meses, eles também refletem uma desaceleração no ritmo de crescimento no final deste ano. Com relação ao *tapering*, o que Jerome Powell do Fed dos EUA (na reunião anual virtual de banqueiros deste ano em Jackson Hole) e o governador do Banco da Inglaterra, Andrew Bailey, indicaram é que numa primeira fase a taxa seria aumentada em pequenas quantidades e começaria com a retirada gradual da liquidez. Este último consistiria em deixar de comprar ativos à medida que os vencimentos dos instrumentos em seus balanços expirassem. Então, se a economia permanecer estável, as taxas de juros seriam aumentadas conforme necessário. Até agora, há uma maior tolerância à inflação e resistência da economia e dos mercados. Neste sentido, estaríamos olhando para o cenário de base que foi apresentado nas versões anteriores deste documento, em termos de reflexão e taxas de juros estruturais mais

O verão no hemisfério norte termina e a evolução econômica no último trimestre do ano toma forma

A distribuição de vacinas tem sido desigual entre economias mais e menos desenvolvidas

Os mercados continuaram a crescer em agosto em resposta a i) reabertura econômica global; ii) início do *tapering*; iii) intervencionismo chinês e iv) resultados corporativos

A China desacelera em meio a estímulos direcionados e ao aumento das intervenções estatais na busca de objetivos de longo prazo

Os EUA também cresceriam a um ritmo mais lento

O Fed e outros bancos centrais iniciariam uma

altas no longo prazo, e isto ocorreria gradualmente. Evidentemente, existem riscos de *shocks*, que por enquanto não são vistos como tendo uma alta probabilidade de ocorrência.

retirada gradual de liquidez

No que diz respeito às empresas, nos EUA, as revisões das estimativas de lucros dão sinais positivos com correções em sua maioria em alta. Além disso, os resultados corporativos para o segundo trimestre globalmente têm sido positivos. Além das taxas de crescimento muito altas que têm muito a ver com a base de comparação (piso de recessão do segundo trimestre de 2020 pelo *shock* covid-19, versus o *peak* da recuperação no segundo trimestre de 2021), as surpresas positivas predominaram. Isto, além dos fundamentos, apoia o *momentum* dinâmica do mercado, especialmente nos EUA.

No lado corporativo, o crescimento dos lucros tem surpreendido pela alta e a correção nessa direção apoia o *momentum* do mercado

Os mercados emergentes estão negociando com um desconto histórico para os mercados desenvolvidos, no mínimo das últimas duas décadas. Em alguns, isto é ainda mais acentuado. Como tirar proveito disso requer uma análise por país, que é discutida em mais detalhes na segunda parte deste documento. Embora os preços das *commodities* tenham sido corrigidos no mês passado, eles continuam mostrando altas taxas de lucros no acumulado do ano e a longo prazo. O ritmo de crescimento global continua a fornecer um sólido suporte para eles e há uma necessidade de mais produção para gerar estoques mais altos.

Os mercados emergentes negociam com descontos históricos, mas sendo seletivos entre eles

Esticando o elástico ou destruição criativa?

De um certo ponto de vista pode ser válido perguntar, visto que o produto na maior parte do mundo já se recuperou e passou de níveis pré-pandêmicos, os mercados também e, além disso, especialmente os Estados Unidos, estão registrando altos rendimentos de longo prazo, e a inflação está acelerando; por que temos uma taxa de juros sobre o título do Tesouro a 10 anos menor (1,4%) do que os 1,9% anteriores a março de 2020, e muito menor do que os 2% que atingiu em meados de 2019, quando o mundo estava crescendo muito menos e não havia inflação?

O que levou as taxas de juros a seus níveis baixos atuais? Níveis ainda mais baixos que os da pré-pandemia, quando o mundo estava crescendo e quase não havia inflação

Isto é contrariado pelo argumento de que o fim da pandemia é semelhante ao período pós-Segunda Guerra Mundial. Mas sem destruição de capital; e não só o capital não é destruído, mas há uma aceleração da criação de capital tecnológico. Há uma transferência de riqueza, certamente não em termos sociais, que continua sendo um problema sério não resolvido, mas em termos demográficos. Os rentistas sofrem de taxas mínimas ou negativas, há capital em abundância, maior do que a capacidade de colocá-lo em ação. Este é um imposto indireto, o que a inflação era décadas atrás. A inflação foi contida pelo aumento das taxas, para sair do "imposto real negativo", argumenta o economista Larry Summers, é preciso combater a estagflação estrutural (inflação mais estagnação econômica).

Aceleração da criação de capital tecnológico, transferências de riqueza e estagflação estrutural entre as explicações

Parte disto poderia ser visto se os estímulos fiscais massivos se mostrassem produtivos, em um ambiente de revolução digital que gera valor que ainda não está totalmente quantificado. Os setores clássicos que eram emblemáticos e essenciais já não o são (por exemplo, os ligados à energia tradicional) e estão surgindo novos setores que vieram para ficar (energias limpas e renováveis).

O estímulo fiscal e monetário massivo será produtivo?

Os riscos de erros políticos, de inflação e taxas de juros crescendo mais rápido e mais alto do que o estimado, e a incerteza quanto ao grau de intervenção do governo chinês, prevalecem.

Os riscos que afetam o posicionamento vão dos erros políticos, taxas aumentando mais rapidamente do que o esperado e outras intervenções do governo chinês

Com taxas baixas e negativas, crescimento que, apesar da desaceleração, parece sustentável, liquidez abundante a médio prazo, mesmo com o eventual *tapering* nos EUA e em outros países, e perspectivas e fundamentos corporativos positivos, as rendas variáveis ainda são preferidas em relação as rendas fixas. Também é aconselhável tomar alguma forma de proteção contra os riscos acima mencionados.



Posicionamento do portfólio – setembro 2021

TAACO Global	Bench.	Agosto	Setembro	OW / UW	Câmbio	
Ações	50%	60%	60%	OW	10%	
Renda Fixa	50%	35%	35%	UW	-15%	
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%	4.2%	4.2%	OW	1.5%	
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	14.2%	N		
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	15.3%	OW	1.0%	A OW Europa e UK é mantido
US Small Caps	4.3%	4.3%	4.3%	N		
Japan	5.2%	1.5%	1.5%	UW	-3.7%	US: large cap growth em neutro e OW value
Mercados Desenvolvidos	54.7%	54.8%	54.8%	OW	0.1%	
LatAm	4.3%	7.3%	5.7%	OW	1.4%	-1.6% - UW no Japão
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	1.5%	OW	0.7%	-0.5% - Se reduz o OW na América Latina, aumentando a exposição à EM Ásia ex-China
China	13.4%	13.4%	13.4%	N		
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	16.4%	OW	1.5%	1.5% + China permanece neutra
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	4.0%	OW	0.6%	0.6% +
EM Europe and Middle East	8.5%	4.2%	4.2%	UW	-4.3%	
Mercados emergentes	45.3%	45.2%	45.2%	UW	-0.1%	
Total Ações	100.0%	100.0%	100.0%			UW na EMEA
US Govt Agencies	10.2%	10.7%	10.2%	N		-0.5% -
US TIPS	1.3%	1.3%	1.3%	N		
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%	50.8%	UW	-5.8%	-0.5% - UW Títulos europeus e japoneses
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%	12.5%	OW	5.8%	0.5% + O OW emergente é mantido através de uma posição ativa nos títulos corporativos high yield
EM Local Markets	19.9%	19.9%	19.9%	N		
Dívida emergente	43.4%	48.7%	49.2%	OW	5.8%	0.5% +
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%			

Em setembro, a carteira do TAACO Global manteve a superexposição às ações em 60%, a subexposição à renda fixa em 35% e a alocação de 5% ao ouro para proteger contra eventos perturbadores, como a expansão delta-variante e/ou um aumento nas expectativas de inflação. A carteira é mantida sem exposição de caixa.

Dentro da carteira de renda variável, decidimos manter uma superexposição à Europa e ao Reino Unido, que se beneficiariam com a recuperação econômica. Com relação aos Estados Unidos, é mantido o OW em US Large Cap Value e neutro em US Large Cap Growth e US Small Cap devido ao ajuste das valorizações. Dentro dos mercados emergentes, o OW na América Latina é reduzido para favorecer uma posição maior no EM Ásia ex China, uma região que está atrasada em retornos e vacinação. Na China permanece em neutro, devido à incerteza gerada pelo intervencionismo estatal, e o UW na EMEA para favorecer regiões com maior potencial.

Em renda fixa, a posição em Treasuries foi neutralizada para aumentar a exposição aos produtos spread, tais como a dívida emergente empresarial HY. O restante da carteira permanece inalterado. Em geral, taxas de juros baixas e até negativas, aliadas a spreads comprimidos nos levam a sobrecarregar produtos de spread em busca de yields (OW HY US, HY Europa e HY EM Corporate).

Renda Variável

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

A disseminação da variante delta do Covid-19 não conseguiu desacelerar a retomada econômica na região. Embora as infecções estejam aumentando, a ocupação hospitalar e as mortes têm permanecido limitadas em países que se destacam pelo alto percentual da população imunizada. A economia se adapta a conviver com a pandemia à medida que a vacinação progride, apoiada por estímulos fiscais e monetários ainda extensos.

Enquanto o segundo trimestre de crescimento superou as expectativas, com a Zona do Euro crescendo 2% no trimestre (13,7% YoY), o segundo semestre do ano enfrenta um cenário um pouco mais desafiador. Os Estados Unidos atingiram um *peak* de crescimento no primeiro semestre do ano e agora moderam seu crescimento, enquanto a China desacelera; isso leva a uma menor demanda global que afetará o bloco europeu. Nos dados econômicos, uma taxa de crescimento mais lenta já está internalizada e as surpresas estão cada vez mais limitadas. Por sua vez, a escassez de suprimentos e, principalmente, de microchips, desacelerou a expansão da indústria automotiva, uma das maiores da Alemanha. Assim, para o segundo semestre do ano, espera-se que a Zona do Euro continue seu caminho de recuperação, embora em um ritmo mais moderado, com base em uma reativação econômica que está permitindo que o consumo se reequilibra de bens para serviços (razão pela qual vemos dados de vendas no varejo que decepcionam). No final do ano, o bloco conseguiria recuperar seu nível de produto pré-pandemia, embora países com maior viés de fabricação, como a Alemanha, pudessem continuar a ser pressionados por interrupções nas cadeias de fornecimento.

A disseminação da variante delta, embora não tenha efeitos econômicos significativos, está afetando as perspectivas. Os principais indicadores do PMI para manufatura e serviços registraram níveis mais baixos em agosto do que no mês anterior (61,4 e 59 pts. respectivamente), decepcionando analistas, embora permanecendo confortavelmente acima do limite de expansão (acima de 50 pts.).

Apesar da moderação nos indicadores de expectativas e de crescimento, a recuperação no restante do ano será apoiada pelo Fundo de Recuperação, com valores que totalizam 750 bilhões de euros. 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 União Europeia até 2050), digitalização dos serviços públicos e uma dimensão social (auxiliando na solução de problemas sociais exacerbados pela crise do Covid-19, como a migração).

Do lado monetário, o nível de preços aumentou devido aos efeitos da base de comparação, aumentos nos preços da energia e disrupções nas cadeias de fornecimento. No entanto, as autoridades monetárias veem o aumento da inflação como transitório à medida que a capacidade produtiva se normaliza e o consumo é reequilibrado de bens para serviços. Por outro lado, as folgas no mercado de trabalho não permitirão um aumento dos preços, uma vez que os aumentos sustentados dos salários. Na Zona do Euro, a inflação acelerou no ano, atingindo 3,0% ao ano em agosto (o maior recorde desde novembro de 2011), 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 aumentem mais de 2% temporariamente e decidiu manter uma política monetária expansionista até pelo menos 2023, com o programa de compra de ativos em vigor até pelo menos março de 2022. A retirada do estímulo monetário começaria no início do próximo ano através de pequenas quantidades de compra de ativos.

Quanto ao setor corporativo, o *momentum* é positivo. Os relatórios do primeiro semestre do ano surpreenderam amplamente a alta, sustentando a preço das ações. Para este ano, espera-se que os lucros cresçam cerca de 46% e 8,5% em 2022. As ações da zona do euro retornam semelhantes às globais até agora este ano, mas ainda mantêm uma defasagem considerável em relação aos pares desenvolvidos a longo prazo. Dado 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 surpreendendo ao lado positivo. O bom desempenho das ações levou a encarecer as valorizações. As relações de 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.



Espaço para continuar com a recuperação econômica, estímulos fiscais e monetários que seriam mantidos por muito tempo, 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 mantém o overweight da posição

Os casos estão acelerando novamente, apesar da rapidez na vacinação. Atualmente, 72% da população tem uma dose e 65% com duas, o que permitiu que, apesar do aumento das infecções, os hospitais não colapsassem. Dessa forma, o país continua caminhando para uma adaptação ao "novo normal" para trabalhar com o coronavírus.

Com base em extensos 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 junho passado, o PIB estava apenas 2% abaixo dos níveis pré-pandêmicos, que poderiam se recuperar antes do final do ano. No entanto, o avanço da variante delta está afetando as expectativas, com os principais indicadores PMIs de manufatura e serviços recuando em agosto, embora antecipando um crescimento econômico moderado para os meses seguintes (ambos os indicadores confortavelmente acima de 50 pts.)

Por sua vez, a inflação moderada em julho registrou 2,0% em relação ao ano anterior, a primeira surpresa negativa face às estimativas dos analistas e a primeira queda desde fevereiro último, quando os preços começaram a subir de forma persistente. A moderação no crescimento dos preços deve-se principalmente aos efeitos de comparação base e espera-se que a inflação continue em um caminho ascendente para níveis até acima de 4% ao ano, afetados pelo aumento dos preços da energia, escassez de suprimentos e mão-de-obra (este último derivado principalmente da implementação do Brexit, que limita a migração). Diante dessa situação, o Banco da Inglaterra pode ser uma das primeiras entidades monetárias dos países desenvolvidos a normalizar a política monetária. No entanto, por enquanto, o Banco Central mantém a taxa de juros de referência em um mínimo histórico de 0,10% e o plano de compra de ativos, permitindo manter condições financeiras favoráveis com ampla liquidez.

Em relação ao mercado de ações, os índices acionários britânicos têm alta exposição a setores que estão se beneficiando da reativação econômica, como consumo, financeiro, materiais e energia. As ações britânicas estão anos atrás das 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 77%, o que seria impulsionado principalmente pelos setores industrial, de materiais, discricionários do consumidor e financeiros. Isso se compara favoravelmente com estimativas equivalentes para o resto da Europa.

Por outro lado, 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 sua vez, a relação P/VL é negociada acima da média de 5 anos, mas com um desconto de 43% em relação aos pares desenvolvidos.

Devido ao alto percentual da população imunizada e à evolução econômica favorável que o país apresenta apesar dos surtos de covid-19, as expectativas de crescimento econômico e lucros foram corrigidas para cima. Portanto, a fim de favorecer ativos que ainda estão defasados e que têm potencial de upside enquanto a economia se adapta a um novo normal, bem como por 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 neutro 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 dos estímulos fiscais desaparecessem e a disseminação do covid-19 pela variante delta entre os avanços populacionais não vacinados, que já seriam internalizados nos preços. Dessa forma, o índice de surpresa econômica recua para um nível negativo diante dos dados econômicos que relatam abaixo das expectativas.

A inflação também pode estar atingindo o *peak*, com julho registrando um aumento de preços de 5,4% em relação ao ano anterior, enquanto em junho, enquanto a inflação central recuou para 4,3% de 4,5% no mês anterior. O Fed afirmou que o salto na inflação seria transitório, de modo que uma mudança abrupta na política monetária não é esperada. No entanto, melhorias no mercado de trabalho justificariam o início da retirada de estímulos monetários, por meio da redução no final do ano dos programas de compra de ativos. Referente ao trabalho, a situação melhora, embora os dados de emprego de agosto decepcionem, com a criação de 235 mil novos postos de trabalho, abaixo das expectativas. A taxa de desemprego caiu para 5,2% de 5,4% no mês anterior, embora a queda tenha sido decorrente de uma redução da força de trabalho em vez de significativa criação de empregos. Os programas de apoio fiscal estão começando a expirar, especialmente na parte trabalhista, levando milhões de pessoas a voltarem ao trabalho devido ao fim dos subsídios durante setembro. Isso levaria a melhorias nos dados de emprego de setembro, que continuariam a apoiar a decisão do Fed de começar a diminuir até o final do ano.

Em relação ao setor corporativo, os relatórios do segundo trimestre superaram em muito as expectativas e os lucros devem crescer cerca de 62% este ano, uma estimativa que têm sido consistentemente corrigidas para cima durante o ano. Para 2022, uma alta base de comparação levaria ao crescimento dos lucros em apenas cerca de 10%. Durante este segundo semestre do ano, espera-se que os resultados corporativos moderem sua taxa de crescimento, embora continuem no caminho da recuperação pós-pandemia. Por outro lado, as valorizações continuam a parecer caras e tanto a razão P/U fwd. quanto P/VL estão localizadas acima de suas médias dos últimos 5 anos, tanto em termos absolutos quanto relativos. Isso não impediu que o apetite pelas ações dos EUA continuasse e nos últimos três meses houve entradas líquidas de ETFs para 2,9% do total de ativos gerenciados (AUM).

Embora o impulso econômico perca dinamismo, a economia continuará crescendo no restante do ano, o que continuará apoiando o setor corporativo. Na medida em que a economia continua se recuperando, as ações mais beneficiadas serão as que apresentarem maior defasagem, como as *value*, cujas valorizações parecem mais atraentes do que as do estilo *growth*. No entanto, devido ao nível relativo baixo das taxas de juros e ao impulso que as ações do tipo de crescimento estão recebendo, **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 sem modificação o neutro em small caps** por sua maior volatilidade em momentos em que existe incertezas sobre o aumento dos contágios de covid-19 e o momento em que começar o *tapering*.

Japão: Se mantém o *underweight* em ações japonesas

Embora os contágios pela COVID-19 pareçam ter atingido um novo *peak*, a pandemia ainda não foi totalmente controlada. O cenário da saúde é desafiador porque, apesar da aceleração nos programas de vacinação, apenas 47% da população está imunizada, o que se compara negativamente com o resto dos países desenvolvidos. Tal situação levaria o primeiro-ministro Yoshihide Suga a não concorrer à reeleição. Tal mudança política poderia impulsionar novos estímulos fiscais e, diante de tal expectativa, as ações têm respondido fortemente ao lado positivo, chegando mesmo a altas de 30 anos.

A perspectiva econômica não é favorável porque a normalização da atividade não é possível se não for feito progresso com a vacinação. O PMI de serviços afunda ainda mais no território de contração econômica em agosto, atingindo 42,9 pts., o menor nível desde junho de 2020. Por outro lado, a manufatura, embora tenha registrado 52,7 pts, também caiu em relação ao mês anterior.

Quanto à política monetária, a inflação permanece longe da meta anual de 2% (em julho era de -0,3% 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 positivamente no segundo trimestre do ano, em consonância com o que aconteceu no resto do mundo. Atualmente, estima-se uma expansão dos lucros próximos a 77% para 2021, valor corrigido para cima durante o ano; para 2022, espera-se que o crescimento dos lucros seja próximo de 8%, semelhante ao resto dos mercados desenvolvidos. Por outro lado, as valorizações são corrigidas para baixo. A razão P/U fwd. negocia em linha com a média de 5 anos, enquanto em termos de mercados desenvolvidos negocia com um desconto de 24%. A relação P/VL negocia suas médias dos últimos 5 anos; no entanto, em termos de pares desenvolvidos as ações negociam com um desconto de 56%. Em termos de fluxos, foram registradas saídas líquidas marginais para ETFs no último mês para 0,1% da AUM. Apesar da virada política que poderia ocorrer no país e de valorizações relativas atraentes, as perspectivas econômicas e corporativas continuam a ser afetadas pela expansão da pandemia e pela desaceleração do crescimento global, uma vez que o país tem um forte viés de exportação, é que **se decide manter a subexposição nas ações japonesas** em prol de financiar posições com maior atrativo.

Ações Emergentes: Se equilibra o overweight na América Latina para EM Ásia ex China, mantendo a exposição neutra na China e o UW em EMEA.

As ações de mercados emergentes se recuperaram em agosto e fecharam o mês com um leve aumento em relação ao desenvolvido. Relatórios corporativos surpreendentes para o lado positivo e uma melhoria na Ásia em relação à pandemia explicou principalmente o acima. Enquanto isso, os ruídos regulatórios na China continuam e, por enquanto, é difícil prever até onde as autoridades do gigante asiático poderiam ir. Por outro lado, aos constantes ruídos políticos que afetam a América Latina foi adicionada no último mês uma queda no preço das *commodities* (Petróleo e Ferro) que motivou *underperformance* da região, que, por sua vez, permanece inalterada pela variante delta. Com relação ao EMEA, a alta instabilidade política permanece em países como África do Sul e/ou Turquia, além de serem afetados por preços mais baixos do petróleo (Rússia e Arábia Saudita). Dado que há uma melhora nos indicadores da pandemia nos países do Sudeste Asiático, relatórios corporativos positivos na Índia e uma escassez de semicondutores que continuariam a apoiar Taiwan e Coreia (em maior grau do que o primeiro) **é decidido levar a overweight da exposição neutra na EM Ásia ex China**. Por outro lado, a exposição na América Latina é reduzida, à medida que as perspectivas sobre as *commodities* moderados com a variante delta se expandindo ao redor do mundo, além dos constantes ruídos políticos. Finalmente, se mantém a subexposição na Europa e no Oriente Médio à medida que a região continua com uma alta instabilidade política e macroeconômica.

América Latina: Se reduz o overweight

A queda do preço das *commodities* e o complexo cenário político constituem riscos consideráveis a serem monitorados, o que contrasta com o bom momento da recuperação econômica, apoiado em grande parte pelo recuo da pandemia na região. Além disso, a significativa defasagem dos índices na América Latina em relação a outras regiões continua a configurar um contexto atraente a ser considerado, o que nos leva a **reduzir o overweight**.

No **Brasil**, a recuperação econômica começou a mostrar sinais de moderação em termos de surpresas em indicadores, como o caso do PIB no segundo trimestre deste ano, que caiu 0,1% trimestralmente em vez da alta esperada de 0,2%, ou da produção industrial que em julho caiu 1,3% mensalmente, pior do que o -0,7% previsto pelos analistas. Nesse sentido, o PMI de manufatura caiu para 53,6 pts., embora se destaque que, juntamente com o PMI de serviços a 55,1 pts, permanecem no campo da expansão econômica. O acima, apoiado pelo eventual início do novo programa de transferências diretas à população Auxílio Brasil (que substituiria o atual Bolsa Família, criado em 2003 pelo ex-presidente Lula da Silva), e por um contexto de saúde que continua a melhorar, com os novos casos de contágio diminuindo para níveis próximos a novembro do ano passado, apesar da extensão da variante Delta no país (no estado do Rio de Janeiro, 86% dos casos sequenciados correspondem a essa variante). A vacinação também está avançando, com o número médio de doses aplicadas subindo para 1,6 milhão de vacinas por dia, que atualmente atinge 86% da população acima de 18 anos com pelo menos uma dose. Por outro lado, a aprovação do presidente Bolsonaro caiu de acordo com as últimas pesquisas e está cerca

de 27% dos 31% que mostrou em meados de agosto, e destaca a polarização na cidadania para as próximas eleições de 2022.

Ao todo, a inflação está acelerando e continua sendo um risco importante para monitorar, já que os últimos dados de julho foram de 9,0% a doze meses, o que dá importante apoio ao processo de normalização da taxa Selic, atualmente em 5,25%. As valorizações, por outro lado, mostram sinais mistos, com a relação P/U fwd abaixo de sua média de 5 anos tanto localmente quanto em relação à região, mas com a relação P/VL acima dessa média, indicando o contrário. Diante do cenário ainda auspicioso em termos de recuperação econômica projetada, com uma pandemia que continua recuando e maiores estímulos fiscais esperados, o que contrasta com o risco inflacionário, uma forte polarização política e uma queda de quase 30% do ferro nos últimos 3 meses, **se decide reduzir a sobre-exposição nas ações brasileiras.**

No caso do **México**, a economia também começou a mostrar sinais de desaceleração na margem, devido, em parte, ao aumento das infecções por coronavírus, que, em qualquer caso, parecem ter atingido o *peak*, após os 28.953 novos casos em 18 de agosto. Nesse sentido, a atividade econômica em junho caiu 0,9% mensalmente, pior do que o esperado de -0,3%, e a produção industrial acumula 3 meses consecutivos de quedas no mesmo mês, o que se soma o revés nos principais indicadores de manufatura e não manufatura do IMEF, que em agosto caiu para 51,3 pts e 50,1 pts, respectivamente, embora destaque que ambos permanecem no campo de expansão econômica esperada. Por sua vez, o aumento da inflação nos últimos meses, que levou o indicador a registrar um aumento de 5,8% em relação ao ano anterior em julho, fez com que o Banxico decidisse elevar a taxa de política monetária novamente em 25 bps para 4,5%, embora neste caso a decisão não tenha sido unânime. No caso das valorizações, pode-se ver que as ações mexicanas parecem atraentes, pois a relação P/U fwd. 12 meses e o P/VL estão abaixo de sua média dos últimos 5 anos. Com base no acima, em relação à recuperação econômica que está desacelerando, bem como o principal parceiro comercial (EUA), mas diante de um ambiente político benigno e valorizações atraentes, decide-se **reduzir a sobre-exposição em ações mexicanas.**

No **Chile**, o bom *momentum* da recuperação econômica continua firme, e os números da atividade econômica surpreendem, com o indicador subindo 1,4% ao mês em julho, o que permitiu, novamente, as projeções de crescimento para este ano para cima, com o Banco Central avançando para uma estimativa na faixa de 10,5 a 11,5%, embora para 2022 e 2023 as estimativas sejam reduzidas na margem. O efeito descrito vem em grande parte da contribuição do consumo na reativação, com as vendas no varejo subindo 62% em relação ao ano anterior em julho, principalmente devido aos estímulos fiscais que aumentam (com a extensão do IFE universal, para um montante adicional de USD 7 bilhões) e as retiradas dos AFPs que injetaram US\$ 48 bilhões em transferências diretas para a população, o que não inclui a quarta retirada que se discute no congresso. Além disso, a pandemia no país está recuando de forma relevante e o número mínimo de contágios e positividade é alcançado até agora nesta pandemia, apoiada pelo programa de vacinação bem-sucedido que já vacinou mais de 72% da população total com ambas as doses. Do lado negativo, o impulso à economia tem produzido desequilíbrios macroeconômicos (como o aumento da inflação) segundo o Banco Central, que decidiu elevar 75 pbs. a taxa de política monetária até 1,5%, superando as expectativas. Como ponto separado, as valorizações permanecem atraentes, com P/VL e P/U fwd. abaixo de 1 desvio padrão de sua média de 5 anos. De acordo com tudo isso, ou seja, recuperação econômica com bom *momentum*, estímulos à população que aumentam, valorizações atraentes e pandemia controlada, que contrastam com a incerteza política, social e institucional que atingiu os ativos chilenos nos últimos meses (e que continua sendo um risco para monitorar), decide-se **manter a sobre-exposição nas ações chilenas.**

Na **Colômbia**, a economia cresceu menos do que o esperado no segundo trimestre do ano (+2,4% trimestral ou +17,6% ao ano), onde o resultado foi fortemente impactado pelo efeito dos protestos sociais em maio, que reduziram significativamente sua magnitude nos meses seguintes. Dessa forma, os dados setoriais de junho tiveram um tom positivo geral e mostram uma recuperação da economia, com a produção industrial e as vendas no varejo revertendo o choque de maio e crescendo 21 e 25% respectivamente em termos anuais. Nesse contexto, houve uma melhora considerável na confiança do consumidor, que avançou para -7,5 pts em julho em relação ao recorde anterior de -22,3 pts., também explicado pelo revés da pandemia no país. No entanto, ainda há riscos latentes que podem dificultar o caminho para a recuperação, como o ressurgimento do coronavírus,

uma nova onda de protestos sociais ou ajustes político-monetários. Nesse sentido, destacam-se os dados de inflação de agosto, que subiram para 4,44% em relação ao ano anterior, acima das expectativas e ultrapassando o limite superior da faixa-alvo do Banco da República (4%), que deverá convergir no início do processo de normalização da taxa de política monetária. Finalmente, as valorizações parecem atraentes localmente, com a relação P/VL e P/U fwd abaixo de sua média de 5 anos. Dada a recuperação esperada para o segundo semestre do ano, apoiada pelo controle atual da pandemia, somada a valorizações atraentes, mas contrastada com o complexo cenário político e fiscal, decide-se **manter a exposição neutra nas ações colombianas**.

No caso do **Peru** semelhante aos seus pares na região, a atividade econômica mostra sinais de uma forte recuperação de mãos dadas com o declínio da pandemia, onde o PIB do segundo trimestre subiu 41,9% em relação ao ano anterior, em linha com as expectativas. Nesse contexto, a inflação acelera e sobe 1% ao mês em agosto, atingindo 5% em relação ao ano anterior e se afastando da faixa-alvo do Banco Central, o que corrobora a ideia de que a entidade monetária promoveria um novo aumento na taxa de política monetária (atualmente em 0,5%) na reunião de setembro. Por sua vez, a relação entre o poder executivo - liderado pelo presidente eleito Pedro Castillo - e o congresso permanece tensa, a polarização domina o cenário político peruano, e a agenda de reformas estruturais gera um clima de incerteza que atinge o investimento privado, que destacou a agência de classificação de risco Moody's ao cortar o rating da dívida soberana de "A3" para "Baa1", também modificando a perspectiva negativa para estável. As valorizações, por outro lado, estão em um nível atraente em relação à história, com a relação P/U fwd e a relação P/VL abaixo da média dos últimos 5 anos. Nesse cenário, de recuperação econômica com bom *momentum* e retrocesso pandêmico, contrastando com um ambiente político complexo que antecipa problemas de governabilidade e medidas populistas, **manter a exposição neutra nas ações peruanas**.

Na **Argentina** a pandemia recua e permite reduzir as medidas de confinamento, o que gera um ambiente mais benigno para a recuperação econômica, o que pode ser evidenciado nos dados da atividade econômica que cresceram 2,5% ao mês em junho, após 4 meses de quedas consecutivas. Nesse sentido, a confiança do consumidor subiu 5% em agosto, atingindo 39,8 pts., e revertendo em 2 meses a queda do indicador no ano, embora permaneça baixa em termos históricos. Por sua vez, a situação fiscal permanece sob pressão e ainda não há avanços relevantes em relação ao pagamento da dívida que o país mantém com o FMI, enquanto a inflação aumentou 3% ao mês em junho, o que corresponde ao décimo mês consecutivo de aumentos de pelo menos 3%, embora a desaceleração dos aumentos mensais nos últimos meses a partir do pico de 4,8% em março se destaque. Com isso, o número ano a ano sobe para 51,8%, longe dos 29% estimados no orçamento do ano, o que prejudica a aprovação do governo para as eleições primárias (PASO) em 12 de setembro. Para isso, o presidente Fernández chega com cerca de 60% de desaprovação, e sua popularidade vem diminuindo constantemente, por isso um resultado uniforme é antecipado. Por outro lado, as valorizações fornecem sinais mistos, com uma relação P/U fwd abaixo da média de 5 anos, enquanto o P/VL está acima da média no mesmo prazo. Dada a reativação econômica impulsionada pelo revés da pandemia e uma eleição primária que não concederia uma vitória absoluta da coalizão governamental, mas considerando um cenário fiscal e macroeconômico complexo que ainda afeta o país se decide **reduzir o *underweight* nas ações argentinas**.

China: Se mantém a exposição neutra

A desaceleração econômica na China se aprofundou no último mês. Apesar dos casos baixos (em relação à população), as autoridades têm implementado restrições drásticas à mobilidade que afetam as perspectivas econômicas. Nesse cenário, o PMI de manufatura e serviços (da Markit) de agosto caiu e esteve localizado no território de contração econômica registrando 49,2 e 47,7 pts, respectivamente, seus níveis mais baixos desde o início da pandemia. Além da disseminação da variante delta, o aumento da capacidade produtiva no resto do mundo à medida que os programas de vacinação avançam, diminuiu a demanda pelas exportações chinesas, afetando a produção local. Embora as expectativas de crescimento do PIB para este ano permaneçam em torno de 8%, acima do mínimo de 6% definido no início do ano pelo primeiro-ministro Li Keqiang, a desaceleração já começou a gerar algum desconforto nas autoridades e a política monetária e fiscal deve começar a se tornar mais expansionista. Isso se soma ao controle de casos nas últimas semanas de agosto, que poderiam começar a melhorar as expectativas para os últimos meses do ano.



Por outro lado, o ruído regulatório continuou presente no último mês. Multas para empresas de transporte e limitações de tempo sobre o uso de videogames em menores, são algumas das medidas mais recentes. Até onde o intervencionismo vai chegar? No momento, torna-se complexo responder à pergunta, mas parece ser um consenso que ainda tem um caminho a percorrer. No entanto, as ações já estão começando a incorporá-lo nos preços das ações e isso se reflete em um *underperformance* de cerca de 25% em comparação com pares emergentes desde meados de fevereiro.

Quanto ao setor corporativo, houve leves surpresas ascendentes nos relatórios do segundo trimestre do ano. Por sua vez, o crescimento do lucro em torno de 15% ainda é esperado para 2021. Com relação às valorizações, elas são ajustadas às médias de 5 anos, mas em suas médias em prazos mais longos. Por outro lado, em relação aos fluxos, foram registradas entradas marginais no último mês. Embora a alta incerteza em relação ao intervencionismo estatal permaneça nos próximos meses, além de uma evidente desaceleração do crescimento econômico, uma política monetária e fiscal que começaria a apoiar, além de uma defasagem significativa nos últimos meses, **nos levam a manter a postura neutra nas ações chinesas.**

Ásia Emergente ex China: Se leva a OW desde neutra a posição nas ações da Ásia emergente ex China

A escassez de semicondutores permaneceu nos últimos meses e deve continuar até pelo menos o próximo ano. Isso continuará a apoiar os lucros corporativos das empresas taiwanesas e coreanas. Enquanto isso, no Sudeste Asiático, os indicadores pandêmicos estão começando a melhorar e o aumento dos casos parece ter atingido o *peak* em agosto. Por sua vez, países como a Malásia estão acelerando o programa de vacinação, reduzindo a vulnerabilidade a novas ondas de infecções. No caso da Índia, os relatórios corporativos surpreenderam significativamente o lado positivo no segundo trimestre, apesar de terem lutado com a expansão da variante delta. Por sua vez, os indicadores de atividade preveem uma recuperação para os próximos meses, pois os casos permanecem sob controle. Dado o exposto acima, **se decide levar a OW desde neutra a exposição na Ásia emergente ex China.**

Após um complexo segundo trimestre para a **Índia**, dada a expansão da variante delta, o PIB cresceu mais de 20% ao ano, no entanto, isso se deve à baixa base de comparação. Em dois anos, o PIB caiu 4,7% e desacelerou cerca de 12% em relação ao trimestre anterior. No entanto, nas últimas semanas, os casos vêm diminuindo, o que limitou as restrições e permitiu que as perspectivas econômicas comessem a melhorar. Isso se refletiu no PMI dos serviços em agosto, que atingiu 56,7 pts., colocando-o no campo da expansão econômica. Em relação ao setor manufatureiro, o indicador permanece no campo da expansão econômica (52,3 pts.), mas desacelera em relação ao mês anterior, pois a variante delta afeta a demanda externa. Em relação à política monetária, a inflação em julho foi de 5,6%, colocando-a dentro da faixa-alvo (2-6%), o que evitaria, por enquanto, um ajuste monetário agressivo nos próximos meses. Em relação ao setor corporativo, os lucros das empresas no segundo trimestre surpreenderam significativamente os analistas ao lado positivo, impulsionando o desempenho das ações locais. Com o exposto, os analistas estimam uma expansão dos lucros em torno de 40% para 2021. Quanto às valorizações, estes continuam mostrando mais do que um desvio padrão de sua média dos últimos 5 anos, moderando o apetite por ações domésticas com saídas líquidas marginais (0,1% da AUM) no último mês. Embora o cenário econômico e empresarial melhore, as valorizações caras e ausência de fluxos **nos levam a manter a exposição neutra nas ações indianas.**

Por outro lado, a **Coreia do Sul** tornou-se a primeira economia asiática a começar a ajustar a política monetária e aumentou a taxa de referência em 25 pbs para levá-la a 0,75%. Embora os casos tenham permanecido elevados no último mês (juntamente com outras restrições), o Banco da Coreia priorizou o controle dos riscos financeiros devido aos altos níveis de dívida observados. Além disso, indicadores de confiança mostram que o impacto das restrições está sendo mais limitado do que as ondas anteriores, já que a economia se adaptou à pandemia. Isso também se refletiu no PMI de manufatura, que permaneceu no território de expansão econômica em agosto e registrou 51,2 pts. Por outro lado, as exportações e importações continuaram com alto dinamismo e cresceram 35% e 44% ao ano em agosto, a primeira impulsionada pela alta demanda por chips (+43% YoY) e a segunda pela recuperação do consumo interno. Com relação ao setor corporativo, o lucro do segundo trimestre surpreendeu o crescimento positivo e de ganhos de mais de 100% para 2021. Com relação às valorizações, estes dão sinais mistos com o P/U fwd. abaixo da média dos últimos 5 anos, mas o P/VL em torno de um desvio padrão sobre ele. Em termos de fluxos, continuaram registrando entradas no último mês, para mais de 4% do total de ativos sob

gestão. Enquanto as perspectivas corporativas melhoram, as restrições de mobilidade permanecem e o ajuste monetário que já começou, eles nos levam a **manter a exposição neutra nas ações sul-coreanas**.

A escassez global de semicondutores permanece e a economia **taiwanesa** continua a parecer o principal vencedor. As estimativas de crescimento econômico têm sido persistentemente corrigidas para cima nos últimos meses e já estimam um aumento do PIB próximo de 6%. Por sua vez, o PMI manufatureiro continua no território de ampla expansão econômica e em agosto foi de 58,1 pts. Do lado negativo, o programa de vacinação continua avançando lentamente e o país fica atrás das economias emergentes e/ou desenvolvidas. Em relação à política monetária, a inflação permanece sob controle e, no momento, não são estimados aumentos na taxa referencial. Quanto ao setor corporativo, os lucros do segundo trimestre surpreenderam com o lado positivo e uma expansão de mais de 50% está estimada atualmente para 2021. Com relação às valorizações, como a Coreia, eles dão sinais mistos com a relação P/U fwd. abaixo da média dos últimos 5 anos, mas com o P/VL mais de dois desvios padrão da mesma média. Com relação aos fluxos, as entradas líquidas foram registradas no último mês para mais de 2% do total de ativos administrados. Embora o cenário econômico e corporativo seja positivo, métricas de alta valorização e um lento progresso do programa de vacinação **nos levam a manter a exposição neutra nas ações taiwanesas**.

Depois de registrar aumentos constantes em novos casos diários nos últimos meses, a situação no **Sudeste Asiático** começa a melhorar. Em vários países como Malásia, Tailândia e/ou Indonésia, o número de casos teria atingido um pico e uma curva descendente está começando a ser observada. Além disso, países como a Malásia aceleraram seus programas de vacinação diminuindo a vulnerabilidade a novas ondas. No entanto, as expectativas para uma região com alta dependência do setor turístico continuam a ser afetadas e isso se refletiu nos PMI de manufatura de agosto que permaneceram no território de contração econômica pelos próximos 6-12 meses. Quanto à política monetária, a inflação parece controlada no momento e não são esperados aumentos de taxas este ano. Quanto ao setor corporativo, foram observadas surpresas mistas nos resultados do segundo trimestre, com algumas subidas surpreendentes (Tailândia, Filipinas) e outras para baixo (Indonésia, Malásia). Com relação às valorizações, eles estão abaixo de suas médias dos últimos 5 anos. Em termos de fluxos, destaca-se a entrada na Malásia em mais de 2% do total de ativos sob gestão. Dado que as perspectivas econômicas e corporativas melhoram em consonância com a diminuição dos casos e restrições, além de valorizações que parecem atraentes e fluxos que começam a chegar, **se decide neutralizar o *underweight* da exposição nas ações do sudeste asiático (Indonésia, Tailândia, Malásia, Filipinas)**.

EMEA: Se mantém o *underweight*

Quedas no preço do petróleo, relatórios corporativos surpreendentemente surpreendentes para o lado negativo (Rússia) e uma instabilidade política que ainda está presente em países como África do Sul ou Turquia, **nos levam a manter a subexposição nas ações da Europa Emergente, Oriente Médio e África**.

Após o início de protestos violentos em julho na **África do Sul** que terminaram com centenas de mortes, a situação melhorou no mês passado. Isso se refletiu no PMI de manufatura de agosto que se recuperou e ficou em 57,9 pts., entrando no terreno de expansão econômica. No entanto, é importante notar que o país permanece sujeito a incertezas sociais significativas e as ameaças de novos protestos continuam a ser observadas. Além disso, há baixo progresso nos programas de vacinação, o que o torna vulnerável a novas ondas de covid-19. Com relação aos lucros, espera-se uma expansão de mais de 100% para 2021, corrigindo-se em relação ao mês anterior (em torno de 80%). Por outro lado, as valorizações se mostram abaixo de suas médias históricas, impulsionando marginalmente as entradas no último mês. Dada a alta incerteza política e econômica que existe no país, além do lento progresso nos programas de vacinação, **se decide levar a *underweight* o neutro da exposição nas ações sul-africanas**.

Após os aumentos ao longo do ano, os preços do petróleo corrigidos durante agosto caíram entre 5-7% aproximadamente. A expansão da variante delta limita globalmente as expectativas de demanda externa nos próximos meses, afetando um dos principais fornecedores globais, como a Rússia. Por sua vez, o PMI manufatureiro permaneceu no território de contração econômica (46,5 pts.) à medida que a economia continua lutando para se recuperar da covid-19. Em relação à política monetária, a inflação permanece acima da meta, o



que tem impulsionado aumentos sustentados nos últimos meses na taxa referencial. Quanto ao setor corporativo, os resultados do segundo trimestre surpreenderam os analistas com o resultado negativo, no entanto, ainda é estimada uma expansão de lucros de mais de 100% para o ano. Com relação às valorizações, estes dão sinais mistos com a razão P/U fwd. abaixo de sua média dos últimos 5 anos, mas a relação P/VL sobre ele. Isso não gerou apetite pelas ações russas que registraram saídas no último mês para mais de 2% do total de ativos administrados. Embora o cenário econômico se modere com a queda dos preços do petróleo, os aumentos ao longo do ano apoiam os lucros corporativos, por isso decidimos **manter nossa exposição neutra às ações russas.**

Por outro lado, a **Turquia** continuou avançando com o programa de vacinação e já acumula mais de 110 doses por 100 habitantes. Por sua vez, os casos permaneceram sob controle, limitando as restrições e permitindo a recuperação da atividade econômica. Isso se reflete no PMI de manufatura que avançou pelo terceiro mês consecutivo, permanecendo no campo da expansão econômica e registrando 54,1 pts (nível máximo em 7 meses). Por sua vez, o setor corporativo também melhora com os lucros surpreendentes para o lado positivo no segundo trimestre do ano e levando a estimativa de crescimento para todo o ano de 2021 sobre 50% de 40% no mês anterior. Com relação às valorizações, estes dão sinais mistos com a razão P/U fwd. abaixo da média de 5 anos, mas a relação P/VL sobre ele. Em relação aos fluxos, foram registradas saídas marginais no último mês para 0,1% do total de ativos sob gestão. Embora o cenário corporativo e econômico tenha melhorado nos últimos meses, a alta instabilidade política e macroeconômica do país **nos levou a manter uma subexposição às ações turcas.**

A exposição neutra é mantida nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria). A expansão da variante delta em alguns países europeus modera as expectativas de crescimento observadas. No entanto, avanços nos programas de vacinação e valorizações atraentes em relação aos pares emergentes nos levam a manter a exposição neutra.

Finalmente, na **Arábia Saudita**, as perspectivas são amenizadas de mãos dadas com a queda do preço do petróleo no último mês e a menor demanda externa para o setor manufatureiro não petrolífero. Isso se refletiu no PMI de manufatura que caiu para o menor nível em 10 meses e registrou 55,8 pts. No entanto, vale ressaltar que ela permanece no campo da expansão econômica. Com relação ao setor corporativo, os lucros surpreenderam com o lado positivo no segundo trimestre, de mãos dadas com os aumentos do petróleo nos últimos meses e a recuperação da atividade econômica. Por outro lado, as valorizações continuam acima da média dos últimos 5 anos. Embora as expectativas econômicas e corporativas sejam moderadas dada a menor demanda externa, os dados de atividade continuam a antecipar uma reativação para os próximos meses, por isso e **decidimos manter a exposição neutra às ações da Arábia Saudita.**

Renda Fixa

US Treasuries: títulos nominais neutros e TIPS

O baixo rendimento oferecido pela subclasse de ativos em relação a alternativas, que em termos reais corresponde a um *yield* negativo, juntamente com a duração de mais de 7 anos tanto para papéis nominais quanto para TIPS, reduzem a atratividade por papéis soberanos dos EUA. Por outro lado, as altas expectativas de inflação ainda não justificam uma aposta de surpresas muito maiores, mas vale a pena considerar a natureza dos ativos de refúgio em caso de choques nos mercados financeiros. Diante do exposto, decide-se neutralizar a exposição nos Treasuries nominais dos EUA, mantendo o neutro em TIPS.

US Mortgages: neutro

Enquanto a recuperação no mercado de trabalho dos EUA continua, os últimos números mostram um cenário mais desafiador daqui para frente. Diante disso, não é antecipado um lado positivo relevante na subclasse de ativos, por isso decidiu-se manter a exposição neutra nas Hipotecas dos EUA



US Investment Grade: underweight

As perspectivas de recuperação econômica, aliadas às pressões inflacionárias que ainda são debatidas se são transitórias ou estruturais, geram um ambiente de debate sobre o início da retirada do estímulo monetário, o que implica um eventual aumento das taxas de política monetária e uma redução na compra de ativos pelos Bancos Centrais em todo o mundo. Dado o acima exposto, a exposição a uma duração de quase 9 anos reduz a atratividade da subclasse de ativos, apesar do *yield* mais alto em relação ao papel soberano. Portanto, a subexposição no *US Investment Grade* é mantida.

US High Yield: overweight

Neste caso, a duração é próxima de 4 anos, e o *yield* de 3,8% (rendimento real positivo) justifica o maior risco de crédito implícito na subclasse de ativos, de modo que se decide 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 alternativas. Desta forma, a subexposição na *Europe Broad* é mantida.

Europe High Yield: overweight

Novamente, a subclasse de ativos tem um *yield* mais alto do que outras possibilidades de menor risco de crédito, o que junto com uma duração de 3,4 anos nos leva a manter a superexposição à *Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

No caso da dívida japonesa, a subclasse de ativos tem a maior duração na amostra (9,6 anos), juntamente com um *yield* pouco atraente (0,07%), o que junto com um cenário macroeconômico desafiador nos leva a manter a subexposição no *Japan Broad*.

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

O cenário descrito nos meses anteriores permanece em grande parte inalterado, no sentido de que a renda fixa como classe de ativos tem uma baixa atratividade, devido às taxas de juros de baixo risco, inflação acelerada e spreads comprimidos em relação à história. Diante disso, a busca de *yield* favorece ativos de maior risco de crédito, onde a dívida corporativa emergente se destaca como um produto de baixas taxas *default*, aliadas a características atraentes de rendimento e duração. Entretanto, a dívida soberana emergente também oferece rendimentos atraentes, mas sua longa duração a torna menos atraente em um mundo onde as taxas começarão a subir gradualmente. Assim, a **dívida corporativa emergente High Yield é favorecida, aumentando o overweight** e mantendo uma exposição neutra às outras subclasses de ativos.

Exposição a moedas - setembro de 2021

Moedas	Bench.	Agosto	Setembro	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%	2.7%	1.4%	N	-
JPY	6.9%	2.5%	5.1%	UW	-1.8%
GEMs	32.6%	35.9%	34.6%	OW	2.0%
	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. Este mês foi decidido neutralizar a sobre-exposição à libra esterlina versus uma menor exposição a moedas emergentes e um menor *underweight* em ienes como *hedge*.



Resultados TAACo Global – agosto 2021

Classe de ativos / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índice	Contribuição para Portfólio [®]		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativo	Selectividade
Ações	50%	60%	10%	2.4%	1.2%	1.3%	10.8	-16.6
Renda Fixa	50%	35%	-15%	0.2%	0.1%	0.1%	16.3	4.9
Caixa	0%	0%	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	
Ouro	0%	5%	5%	-0.6%	0.0%	0.0%	-9.4	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portfólio					1.28%	1.34%	17.7	-11.7
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								6.1
Europe ex UK	12.5%	13.3%	0.8%	1.7%	0.21%	0.22%	-0.6	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	2.0%	0.5%	2.4%	0.04%	0.05%	0.0	
UK	2.7%	4.2%	1.5%	-0.2%	0.00%	-0.01%	-3.8	
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	0.0%	3.8%	0.55%	0.55%	0.0	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	1.6%	0.23%	0.25%	-0.8	
US Small Caps	4.3%	4.3%	0.0%	2.2%	0.09%	0.09%	0.0	
Japan	5.2%	1.5%	-3.7%	3.0%	0.16%	0.05%	-2.5	
Desenvolvidos	54.7%	54.8%	0.1%	2.3%	1.27%	1.19%	-7.6	
LatAm	4.3%	7.3%	3.0%	0.2%	0.01%	0.02%	-6.5	
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	1.2%	-1.8%	-0.01%	-0.04%	-5.0	
China	13.4%	13.4%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	0.0%	4.8%	0.71%	0.71%	0.0	
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	0.0%	0.6%	0.02%	0.02%	0.0	
EM Europe and Middle East	8.5%	4.2%	-4.3%	4.4%	0.37%	0.18%	-8.6	
Emergentes	45.3%	45.2%	-0.1%	2.4%	1.10%	0.89%	-20.1	
Equities					2.36%	2.09%	-27.7	
US Govt Agencies	10.2%	10.7%	0.5%	-0.2%	-0.02%	-0.02%	-0.2	
US TIPS	1.3%	1.3%	0.0%	-0.2%	0.00%	0.00%	0.0	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	-0.3%	-0.02%	-0.02%	0.5	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	0.5%	0.01%	0.02%	0.9	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-0.5%	-0.09%	-0.06%	4.1	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	0.3%	0.00%	0.01%	0.2	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-0.3%	-0.03%	-0.01%	2.4	
Dívida Desenvolvidos	56.6%	51.3%	-5.3%	-0.3%	-0.16%	-0.09%	7.9	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	0.7%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	1.2%	0.07%	0.07%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.8%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.0%	5.3%	1.4%	0.09%	0.16%	6.2	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	0.6%	0.11%	0.11%	0.0	
Dívida Emergente	43.4%	48.7%	5.3%	0.8%	0.36%	0.43%	6.2	
Fixed Income					0.19%	0.34%	14.1	

*Anualizado ** Desde 2001
Dados em 31 de agosto de 2020

Em agosto, o portfólio da TAACo global retornou 1.34%, 6 pbs. acima do *benchmark*. Tanto as alocações de renda fixa como as de renda variável agregaram valor ao portfólio. Por outro lado, a alocação de ouro diminuiu após ter caído 0,6% no mês. A seletividade em renda variável foi o principal detrator do desempenho.

O portfólio de ações retornou 2,1%, 28 pbs abaixo do desempenho do *benchmark*. Devido à longa posição na América Latina, bem como à subexposição na EMEA, o valor foi prejudicado. Dentro dos estoques desenvolvidos, as posições longas no Reino Unido e curtas no Japão também tiveram resultados desfavoráveis.

No lado da renda fixa, o portfólio do TAACo global rendeu 0.3%, 14 pbs. acima do desempenho do *benchmark*. Foi agregado valor no *underweight* na *Europe Broad* e *Japan Broad*, bem como a sobre-exposição no *EM Corporate HY*.



Desempenho histórico

TAACO Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início**	
TAACO	1.3%	1.1%	6.2%	16.3%	8.4%	7.7%	5.7%	7.6%	9.4%
Benchmark	1.3%	1.4%	5.0%	13.7%	8.1%	7.0%	5.0%	5.8%	8.8%
Out/Under perf. (bps)	6	-25	123	255	36	79	74	172	
Ações	2.1%	1.5%	10.9%	26.6%	10.8%	10.9%	7.7%	5.7%	14.0%
Benchmark	2.4%	1.6%	10.9%	25.9%	10.6%	10.7%	7.4%	5.1%	13.9%
Europe ex UK	1.7%	2.6%	14.2%	27.5%	9.5%	9.4%	6.0%	4.5%	16.2%
Europe Small Cap ex UK	2.4%	3.1%	17.8%	38.7%	11.9%	13.0%	10.1%	11.7%	19.5%
UK	-0.2%	-2.0%	11.0%	22.4%	-0.5%	1.2%	0.5%	0.5%	16.8%
US Large Cap Growth	3.8%	15.1%	22.2%	28.6%	25.9%	24.7%	19.1%	--	16.5%
US Large Cap Value	1.6%	1.6%	17.1%	28.1%	7.6%	8.2%	9.4%	5.3%	15.0%
US Small Caps	2.2%	1.3%	18.0%	47.0%	11.1%	13.6%	12.9%	11.9%	20.4%
Japan	3.0%	1.3%	2.1%	17.8%	5.5%	7.0%	5.8%	2.9%	12.7%
Desenvolvidos [1]	2.5%	5.9%	17.9%	29.8%	15.0%	14.8%	12.1%	9.1%	14.6%
LatAm	0.2%	-1.8%	2.6%	29.9%	0.7%	0.9%	-4.7%	6.4%	28.3%
LatAm Small Cap	-1.8%	-4.4%	3.7%	27.2%	4.7%	3.4%	-4.7%	9.4%	30.9%
China	0.0%	-13.8%	-12.3%	-5.1%	7.3%	10.8%	7.2%	13.1%	19.2%
EM Asia ex China	4.8%	1.8%	11.9%	43.2%	14.4%	13.4%	8.1%	--	17.2%
EM Asia Small Cap	0.6%	2.1%	19.3%	41.6%	11.2%	9.4%	4.9%	10.8%	18.4%
EM Europe and Middle East	4.4%	6.4%	21.4%	33.1%	7.0%	5.5%	-3.1%	4.3%	18.4%
Emergentes [1]	2.6%	-4.1%	2.8%	21.1%	9.9%	10.4%	4.9%	12.4%	16.5%
Renda Fixa	0.3%	1.2%	-0.4%	3.2%	5.6%	3.5%	2.7%	6.6%	5.2%
Benchmark	0.2%	1.1%	-0.8%	2.3%	5.0%	2.9%	2.2%	5.8%	5.1%
US Govt Agencies	-0.2%	1.8%	-1.4%	-2.1%	4.9%	2.4%	2.5%	5.3%	4.0%
US TIPS	-0.2%	3.1%	4.3%	5.6%	7.3%	4.6%	3.2%	6.7%	3.7%
US Mortgages	-0.2%	0.4%	-0.3%	-0.2%	3.8%	2.3%	2.5%	5.4%	2.1%
US Corps	-0.3%	2.7%	-0.2%	2.5%	7.7%	4.8%	5.0%	7.4%	5.9%
US High Yield	0.5%	2.2%	4.5%	10.1%	7.1%	6.7%	7.1%	9.9%	7.3%
Europe Broad	-0.5%	1.5%	-1.2%	1.0%	3.1%	1.5%	3.8%	5.6%	3.4%
Europe High Yield	0.3%	1.3%	4.3%	9.1%	4.8%	4.4%	7.4%	9.3%	7.8%
Japan Broad	-0.3%	0.1%	-5.9%	-3.2%	1.0%	-1.1%	-2.1%	3.2%	7.5%
Dívida Desenvolvidos [1]	-0.2%	1.5%	-0.5%	1.5%					
EM Sovereign IG	0.7%	2.7%	-0.7%	1.6%	7.6%	4.6%	5.0%	9.3%	7.0%
EM Sovereign HY	1.2%	1.8%	2.3%	8.4%	5.6%	2.9%	5.2%	10.9%	12.7%
EM Corporate IG	0.8%	2.2%	0.7%	3.0%	6.9%	4.6%	4.9%	--	4.6%
EM Corporate HY	1.4%	0.8%	2.5%	8.3%	8.7%	6.6%	6.7%	--	8.4%
EM Local Markets	0.6%	-0.4%	-0.9%	6.4%	6.4%	3.6%	0.3%	--	11.1%
Dívida Emergentes [1]	0.9%	0.8%	0.1%	5.0%					
Caixa	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	1.1%	0.6%	1.7%	0.3%
Ouro	-0.6%	-4.5%	-3.9%	-7.3%	14.7%	6.7%	0.0%	12.8%	13.4%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboração própria



Valorizações

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2021e	2022e		2021e
DM	20.6x	14.7x	2.0%	3.4x	2.2x	88%	7%	15%	0.2
US	23.2x	15.7x	1.0%	5.1x	2.8x	62%	9%	28%	0.4
Europe	16.8x	13.0x	3.0%	2.2x	1.8x	207%	5%	10%	0.1
Japan	16.2x	15.0x	2.0%	1.5x	1.3x	77%	8%	8%	0.2
EM	19.5x	14.4x	1.0%	3.5x	2.6x	25%	-8%	15%	0.8
EM Asia	14.2x	12.2x	2.0%	2.0x	1.8x	45%	9%	11%	0.3
CEEMEA	10.6x	9.3x	5.0%	1.6x	1.6x	100%	6%	15%	0.1
LatAm	9.8x	12.1x	5.0%	2.0x	2.0x	229%	-5%	20%	0.0
China	13.5x	11.9x	2.0%	1.9x	2.0x	14%	16%	11%	1.0
S. Korea	10.5x	9.9x	2.0%	1.4x	1.2x	102%	1%	14%	0.1
Taiwan	15.8x	14.4x	4.0%	2.8x	1.9x	54%	-1%	18%	0.3
India	23.2x	16.7x	1.0%	3.8x	3.2x	36%	17%	14%	0.6
Indonesia	14.7x	13.9x	3.0%	2.3x	3.4x	19%	20%	16%	0.8
Malaysia	13.5x	14.9x	4.0%	1.6x	2.0x	66%	-7%	11%	0.2
Thailand	18.4x	12.8x	3.0%	2.1x	2.0x	26%	13%	9%	0.7
Philippines	17.7x	16.1x	2.0%	1.8x	2.5x	55%	26%	9%	0.3
S. Africa	9.2x	12.4x	5.0%	1.9x	2.4x	101%	5%	18%	0.1
Russia	7.2x	6.5x	8.0%	1.1x	1.1x	129%	3%	14%	0.1
Turkey	6.1x	8.5x	8.0%	1.2x	1.5x	53%	17%	16%	0.1
Poland	13.6x	11.8x	3.0%	1.4x	1.5x	131%	-9%	8%	0.1
Hungary	10.3x	9.6x	3.0%	1.4x	1.4x	124%	2%	13%	0.1
Czech R.	15.8x	12.5x	6.0%	1.4x	1.8x	71%	18%	10%	0.2
UAE	14.1x	11.1x	4.0%	1.6x	1.4x	13%	14%	11%	1.1
Brazil	8.2x	10.9x	6.0%	2.1x	1.8x	245%	-8%	22%	0.0
Mexico	15.3x	15.1x	3.0%	2.2x	2.7x	150%	3%	25%	0.1
Chile	13.6x	15.8x	10.0%	1.4x	2.0x	102%	3%	14%	0.1
Colombia	11.6x	13.6x	5.0%	1.1x	1.6x	235%	29%	21%	0.0
Peru	10.2x	12.6x	4.0%	1.6x	3.1x	753%	20%	20%	0.0
Argentina	37.1x	11.2x	0.0%	2.5x	1.8x	NM	115%	4%	-

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 26 de agosto 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.