

Outubro 2021

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Setembro	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde início * **	
TAACo	-3,3%	-2,5%	2,7%	14,4%	7,2%	6,9%	6,2%	7,3%	9,4%
Benchmark	-2,6%	-1,8%	2,2%	12,5%	7,1%	6,3%	5,5%	5,7%	8,8%
Out/Underperformance (bps)	-70	-68	45	196	12	65	77	167	
Ações	-4,4%	-3,9%	6,0%	24,5%	9,2%	9,8%	8,4%	5,4%	14,1%
Benchmark	-3,8%	-3,3%	6,7%	24,5%	9,2%	9,7%	8,2%	4,8%	13,9%
Renda Fixa	-1,3%	-0,4%	-1,7%	2,4%	5,0%	3,1%	3,0%	6,6%	5,2%
Benchmark	-1,4%	-0,4%	-2,2%	1,2%	4,4%	2,5%	2,5%	5,7%	5,1%
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ouro	-4,0%	-1,2%	-7,7%	-7,6%	13,6%	5,7%	0,7%	12,5%	13,5%

Resultados de 30 de setembro de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Desventuras em série¹

O retorno das férias de verão do hemisfério norte veio como uma série de eventos e questões econômicas e financeiras que pressionaram os mercados. Além de uma economia global se recuperando da pior crise desde a Segunda Guerra Mundial em consequência da pandemia de covid-19, houve a crise energética global, rupturas na cadeia de abastecimento em vários setores, pressões inflacionárias, o *default* da Evergrande (setor imobiliário chinês) e a discussão política nos Estados Unidos sobre o teto da dívida, que é sempre um tema nesta época do ano.

Assim, o mês passado foi o pior setembro para os mercados acionários desde 2011, no auge da crise da dívida europeia. As ações globais (ACWI) e o S&P 500 caíram 4,2% e 5%, respectivamente, naquele mês.

Em que base começamos o último trimestre de 2021? A economia global continua a crescer fortemente, embora o pico da recuperação tenha passado e se espere que as taxas de crescimento sejam moderadas. Os suportes para a atividade existem e são poderosos: estímulos monetários e fiscais sem precedentes, que nos permitem, em primeiro lugar, continuar a empurrar a curto prazo e, em segundo lugar, nos proporcionariam fontes de crescimento a longo prazo. Além disso, há um terceiro fator, a revolução digital e as megatendências, que aumentam a produtividade e geram mudanças estruturais em todas as áreas, levando a uma nova forma de funcionamento no mundo e acrescentando possibilidades de desenvolvimentos que contribuem para um "novo" crescimento.

Inflação

As crescentes pressões de preços observadas são devidas à maior demanda, escassez de vários insumos e produtos, e aumentos nos preços das matérias primas. Combine isto com uma moderação no crescimento, como mencionado no parágrafo anterior, o que também poderia desencadear aumentos das taxas de juros, e surge a palavra estagflação, um termo econômico para um cenário de estagnação econômica e inflação. Uma palavra excessiva para o que está acontecendo, já que a economia global ainda está crescendo de maneira robusta e não há uma espiral inflacionária fora de controle.

A reflexão que se originou da recuperação econômica foi exacerbada por rupturas nas cadeias de abastecimento e escassez, principalmente de energia, o que desencadeou aumentos de preços em múltiplos produtos. E não é a única matéria-prima onde isto tem sido visto. A natureza destes últimos componentes da inflação parece mais choques que apontam para um fenômeno transitório ou cíclico, que duraria vários meses, até a primeira metade de 2022. A alta dos preços atingiria o pico no final deste ano e a inflação deveria voltar ao seu nível de âncora em meados de 2022, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). A aceleração da inflação tem

Índice

Desventuras em série

..... 1

Posicionamento

TAACo Global 4

Resultados..... 15

Desempenho 16

Valorizações 17

O final do verão veio com uma série de eventos que atingiram os mercados em setembro

No último trimestre do ano, a economia global continuará a crescer, ainda que em um ritmo mais lento

O estímulo fiscal, o estímulo monetário e as mudanças tecnológicas continuarão a apoiar o crescimento

O aumento global da demanda, a escassez de vários produtos e o aumento dos preços das matérias primas estão gerando pressões inflacionárias

Entretanto, o cenário não seria de estagflação, mas de uma moderação no ritmo de crescimento

¹ Uma coleção de 13 livros escritos pelo autor americano Daniel Handler, que foi adaptada em um filme e depois em uma série de televisão.



colocado os bancos centrais em alerta, o que pode levar a uma retirada antecipada de liquidez (*tapering*) e aumentos das taxas de juros.

Taxas de juros

O Fed dos EUA já anunciou e - juntamente com o resto dos bancos centrais do mundo estão tentando se comunicar da maneira mais eficiente possível - que se moverá no sentido de uma normalização monetária gradual. Alguns emissores em países desenvolvidos e emergentes, considerando também fatores domésticos, iniciaram ciclos de aumento de taxas. Em casos como os Estados Unidos e a Europa, e nesta ordem, eles começarão por retirar liquidez de programas de estímulo monetário não convencionais (*tapering*) e, se isto for "sem problemas" e se as condições econômicas permitirem, eles começarão a aumentar as taxas de juros.

As taxas de mercado nos Estados Unidos, embora em uma trajetória de alta coerência com o estágio do ciclo, estão se movendo gradualmente. É fundamental para a sustentabilidade da economia global que a inflação e as taxas de juros aumentem gradualmente. E até agora, este é nosso cenário de base.

Crise de energia e escassez

A logística pós-quarentena, a produção reduzida durante as quarentenas, o salto na demanda por matérias-primas e produtos diversos e os fenômenos climáticos estão causando rupturas nas cadeias de abastecimento globais. Estes variam de matérias-primas, veículos, contêineres, microchips a produtos de luxo. Os índices mundiais de preços de frete são o melhor reflexo disso, registrando até 200% de aumento durante este ano.

As soluções para a crise de energia e escassez não serão imediatas e o reajuste da atividade global para esta reabertura e normalização levará tempo. Haverá planos de alívio a curto prazo, como os esforços dos Estados Unidos e da Rússia para estabilizar o mercado energético e, a médio e longo prazo, para repensar a transição para as energias renováveis de tal forma que, no futuro, elas serão capazes de atender à demanda em etapas de maior expansão econômica e de se adaptar a novos fenômenos climáticos.

China e Evergrande

O gigante asiático estava à frente de todos os ciclos relacionados à pandemia, recuperando-se mais cedo e, no primeiro semestre deste ano, iniciando um ciclo de política monetária restritiva para evitar o superaquecimento.

Desde novembro do ano passado, o governo vem intervindo de diferentes maneiras na tecnologia e em empresas digitais com o objetivo de não permitir que elas continuem crescendo e aludindo a práticas monopolistas. Além disso, foi acrescentada a intervenção no sistema de educação virtual e o estabelecimento de várias regulamentações em diferentes áreas nas quais eles participam dos setores através de aplicações, plataformas tecnológicas e similares. E, em certos casos, utilizando campanhas de comunicação, como no caso contra a indústria de videogames.

Mais recentemente, o *default* da Evergrande, a segunda maior empresa imobiliária da China, e com o mercado se perguntando se este poderia ser o "momento Lehman" da China e se este poderia criar risco sistêmico. Mas Evergrande e Lehman têm diferenças e são de natureza diferente: Evergrande representa um problema financeiro, Lehman foi o produto de uma falência imobiliária. Além disso, o governo chinês não permitirá um desenrolar desordenado do *default* da Evergrande e este evento não é uma "surpresa" impensável, já que as autoridades vinham pressionando o setor imobiliário para evitar bolhas por mais de seis meses, o que acelerou o *stress* financeiro da Evergrande em uma crise de solvência. Embora a Evergrande seja a segunda

A retirada do estímulo monetário seria gradual, começando primeiro com uma redução nos programas de compra de ativos e depois com as altas das taxas de juros

As rupturas nas cadeias de abastecimento e a escassez de diversos produtos levarão tempo para serem reacomodados

A China está um passo à frente no ciclo econômico

As autoridades estão regulamentando setores-chave para o desenvolvimento do país, tais como tecnologia, educação e mercado imobiliário

Evergrande não é o Lehman da China, devido à fragmentação do mercado imobiliário na China, o risco sistêmico é limitado



maior empresa imobiliária do país, o setor é altamente fragmentado e não representa uma magnitude que por si só deveria gerar risco sistêmico.

É importante e necessário nesta fase da economia chinesa que o banco central chinês aumente a força de um ciclo monetário expansionista.

Continuamos a favorecer as ações em relação aos títulos devido a (i) crescimento sustentável (apesar da desaceleração esperada), (ii) inflação cíclica, (iii) taxas de juros ainda em níveis baixos ou negativos reais que aumentariam gradualmente, e (iv) fundamentos corporativos saudáveis onde há ativos de risco com valor. Considerando que há riscos inflacionários e de alta das taxas de juros, as posições de cobertura contra eles também são favorecidas.

Renda variável é favorecida em relação à renda fixa devido ao crescimento econômico sustentável, inflação cíclica, taxas de juros baixas e um setor empresarial saudável



Posicionamento da carteira – outubro 2021

TAACo Global	Bench.	Setembro	Outubro	OW / UW	Câmbio
Ações	50%	60%	60%	OW	10%
Renda Fixa	50%	35%	30%	UW	-2,0%
Caixa			5%	OW	5,0%
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%	1,5%	N	-0,5%
UK	2,7%	4,2%	2,7%	N	-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%
US Small Caps	4,3%	4,3%	4,3%	N	
Japan	5,2%	1,5%	3,0%	UW	-2,2%
Mercados desenvolvidos	54,7%	54,8%	54,3%	UW	-0,4%
LatAm	4,3%	5,7%	4,8%	OW	0,5%
LatAm Small Cap	0,8%	1,5%	0,8%	N	-0,7%
China	13,4%	13,4%	13,4%	N	
EM Asia ex China	14,9%	16,4%	16,4%	OW	1,5%
EM Asia Small Cap	3,4%	4,0%	4,0%	OW	0,6%
EM Europe and Middle East	8,5%	4,2%	6,3%	UW	-2,2%
Mercados emergentes	45,3%	45,2%	45,7%	OW	0,4%
Total Ações	100,0%	100,0%	100,0%		
US Govt Agencies	10,2%	10,2%	9,0%	UW	-1,2%
US TIPS	1,3%	1,3%	2,5%	OW	1,2%
US Mortgages	7,6%	7,6%	7,6%	N	
US Corps	7,3%	6,3%	6,3%	UW	-1,0%
US High Yield	1,8%	4,6%	4,6%	OW	2,8%
Europe Broad	19,1%	13,0%	13,0%	UW	-6,1%
Europe High Yield	0,7%	3,7%	3,7%	OW	3,0%
Japan Broad	8,6%	4,1%	4,1%	UW	-4,5%
Dívida desenvolvidos	56,6%	50,8%	50,8%	UW	-5,8%
EM Sovereign IG	5,6%	5,6%	5,6%	N	
EM Sovereign HY	6,2%	6,2%	6,2%	N	
EM Corporate IG	5,0%	5,0%	5,0%	N	
EM Corporate HY	6,7%	12,5%	12,5%	OW	5,8%
EM Local Markets	19,9%	19,9%	19,9%	N	
Dívida emergente	43,4%	49,2%	49,2%	OW	5,8%
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%		

Se mantém o 60% de exposição a ações e se diminui a posição em renda fixa a 30%. Se assigna 5% a ouro e 5% a caixa

Se mantém o OW Europa *large cap*, se neutraliza *small cap*

Se neutraliza UK

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

Se reduz UW em Japão

Se reduz o OW na América Latina

Se mantém o OW na EM Asia ex China / Neutral em China

Se reduz UW em EMEA

Se leva a UW *Treasuries* e a OW TIPS

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

UW bônus europeus e japoneses

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

Em outubro, a carteira TAACo Global mantém a sobre-exposição para as ações em 60%, a posição de renda fixa é reduzida para 30% e aloca 5% tanto para o dinheiro quanto para o ouro como proteção contra eventos disruptivos.

Dentro da carteira de ações, decide-se reduzir a exposição à Europa e ao Reino Unido devido aos efeitos que a crise energética poderia ter sobre o crescimento econômico e a inflação. Com relação aos EUA, o OW permanece no Valor de Grande Capital dos EUA e neutro no Crescimento da Grande Capital dos EUA devido às valorizações ajustadas e à sensibilidade às variações das taxas de juros. A UW no Japão é reduzida devido a valorizações relativas atraentes e porque a virada política apoiaria o crescimento. Dentro das economias emergentes, o OW está diminuindo na América Latina, enquanto a posição da OW é mantida na EM Asia ex China, uma região que está ficando para trás em retornos e vacinação. O neutro na China é mantido devido à incerteza gerada pelo intervencionismo estatal e a UW em EMEA é reduzida para alcançar maior exposição ao setor energético.

Diante dos ajustes na política monetária e das taxas de juros que subiriam gradualmente, decide-se reduzir a exposição à renda fixa. Dentro do portfólio, a posição em *Treasuries* e OW TIPS são levadas para UW. O resto da carteira permanece inalterada. Em geral, taxas de juros baixas e até negativas, somadas a spreads



comprimidos, nos levam a produtos de spread acima do peso em busca de rendimentos (OW HY US, HY Europe e HY EM Corporate) comprimidos nos levam a sobre ponderar produtos de *spread* em busca de *yields* (OW HY US, HY Europa y HY EM Corporate).

Renda Variável

Europa ex UK: mantém-se *overweight* em *large cap* e neutraliza-se a posição em *small cap*

A pandemia parece ter atingido um novo pico e a economia continua seu processo de reativação econômica, que está sendo ameaçado por, como dito anteriormente, pressões inflacionárias, escassez de vários produtos que levam a problemas nas cadeias de suprimentos e recentemente um choque energético, que deriva de uma mistura de aumento da demanda e menores embarques de gás natural da Rússia e Noruega.

O crescimento surpreendeu positivamente e, em linha com isso, o FMI corrigiu para cima a expectativa de crescimento para este ano de 4,6% para 5%; no entanto, países mais expostos ao comércio internacional e ao setor automotivo – para os quais os microchips são escassos – as estimativas se deterioraram. Para a Alemanha, projeta-se crescimento de 3,1% para este ano, contra 3,6% na versão de julho. Nos dados econômicos, uma taxa de crescimento mais lenta já está internalizada e as surpresas estão cada vez mais limitadas. 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.

Os principais indicadores do PMI para manufatura e serviços registraram níveis mais baixos em setembro do que no mês anterior (58,6 e 56,4 pts. respectivamente), decepcionando analistas, embora permanecendo confortavelmente acima do limite de expansão (acima de 50 pts.). Isso apoiaria a tese de que a economia continuaria a se expandir, embora em um ritmo mais lento.

Apesar da moderação nas expectativas e dos indicadores 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 interrupções nas cadeias de fornecimento, atingindo o maior nível desde setembro de 2008 (a inflação de setembro foi de 3,4% em relação ao ano anterior). No entanto, as autoridades monetárias veem o aumento da inflação como transitório na medida em que a capacidade produtiva se normaliza para 2022 e o consumo é reequilibrado de bens para serviços. Por outro lado, as folgas no mercado de trabalho não permitirão um aumento dos preços desde o aumento sustentado dos salários. A autoridade monetária anunciou na reunião de setembro que, dadas as condições financeiras e as perspectivas sobre a inflação, o ritmo de compras do programa de liquidez pandêmica seria reduzido, embora no momento o programa seja mantido até pelo menos março de 2022 e novas formas de entregar liquidez ao mercado já estejam sendo estudadas.

Quanto ao setor corporativo, o *momentum* é positivo. Os relatórios do primeiro semestre do ano surpreenderam amplamente o lado positivo ao apoiar o preço das ações, embora os relatórios do terceiro trimestre possam decepcionar devido às pressões de custos. Para este ano, espera-se que os lucros cresçam cerca de 48% e 8,2% em 2022, dados que variaram marginalmente em relação à versão deste documento em setembro. As ações da zona do Euro estão retornando menos até agora este ano do que as ações globais e ainda mantêm uma defasagem considerável atrás de pares desenvolvidos no longo prazo. A queda nos retornos de setembro ajuda a aliviar as valorizações. As relações de P/U fwd. 12 meses e comércio de P/VL acima da média de 5 anos em termos absolutos, mas com descontos em relação aos mercados desenvolvidos.

Amplos 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 à manutenção do sobrepeso dos estoques europeus de grande capitalização. No entanto, a exposição a *small*



caps é reduzida por sua maior geração de renda a partir da economia doméstica, que poderia ser afetada pelo aumento dos preços da energia e da inflação.

Reino Unido: neutraliza-se desde *overweight* a posição

Os casos estão se estabilizando em alto nível, embora a vacinação tenha permitido manter uma baixa ocupação hospitalar. Atualmente, 74% da população tem uma dose e 68% com duas. Dessa forma, o país continua caminhando para uma adaptação "nova normal" para trabalhar com o coronavírus. No entanto, problemas com a oferta de energia e os preços do trabalho estão gerando uma espiral inflacionária ou que levaria o Banco da Inglaterra (BoE) a ser um dos primeiros bancos centrais desenvolvidos a elevar a taxa de juros. Tal medida tentaria conter o aumento dos preços, no entanto, poderia gerar estagnação e até mesmo uma recessão econômica.

Problemas de abastecimento afetam o país de diferentes frentes. Por um lado, a alta dependência do gás natural para gerar eletricidade está comprometendo a continuidade da oferta e até mesmo ameaçando o racionamento em um momento em que a Rússia e a Noruega não estão lidando com o aumento da demanda e sofrem com inconvenientes em suas plantas. A eletricidade importada da França (gerada com energia nuclear) também está sendo afetado por um incêndio que cortou parte do fornecimento. Por sua vez, migrar novamente para gerar eletricidade com carvão, aumentou significativamente o preço dela globalmente. Por outro lado, o Brexit impôs uma série de restrições à migração, levando a uma escassez de mão-de-obra. No momento, não há caminhoneiros suficientes para trazer comida e combustível para o país, empurrando o preço desses para cima.

Tudo isso levou a inflação a 3,2% em relação ao ano anterior, o maior recorde em quase uma década. O BoE espera que a inflação continue um caminho ascendente para níveis ainda acima de 4% ao ano, afetado pelo aumento dos preços da energia, escassez de suprimentos e mão-de-obra. Diante dessa situação, o mercado espera que a entidade aumente a taxa de referência já em novembro.

Com base em extensos estímulos fiscais e monetários implementados como medidas contracíclicas para lidar com a crise sanitária e econômica, o país vinha surpreendendo positivamente e se recuperando mais rápido do que o esperado. Em agosto, o PIB estava apenas 1% abaixo dos níveis pré-pandemias e esperava-se que se recuperasse antes do final do ano. No entanto, eventos recentes estão afetando as expectativas, com o FMI cortando o crescimento para este ano de 7% para 6,8%. Por sua vez, o principal indicador PMI de manufatura caiu em setembro de 60 para 57 pts., enquanto o dos serviços manteve-se estável em 55 pts. Ambos os indicadores preveem crescimento econômico moderado para os próximos meses (ambos confortavelmente acima de 50 pts.).

Em relação ao mercado de ações, os índices acionários britânicos têm alta exposição a setores que se beneficiarão de taxas de juros mais altas, como financeiras, e preços mais altos de energia, como energia. As ações britânicas estão anos atrás das ações europeias e globais, mas em 2020 essa lacuna aumentou ainda mais devido ao Brexit. A recuperação econômica vinha se consolidando, no entanto, a crise energética e inflacionária pressionou os resultados corporativos nos últimos meses do ano, o que nos leva a manter um posicionamento mais cauteloso nos ativos do país, apesar da defasagem nos retornos de curto e longo prazo. As projeções de lucro corporativo se mantiveram estáveis no último mês e indicam crescimento próximo a 79% para este ano. Até 2022, espera-se apenas 3% de crescimento do lucro, o que se compara negativamente com o resto da Europa.

Por outro lado, as valorizações são atraentes em termos de mercados desenvolvidos, tanto no nível de P/U fwd. 12 meses e P/VL. Em termos absolutos, a relação P/U fwd. 12 meses negocia mais de um desvio padrão abaixo da média, sendo um dos poucos mercados do mundo a negociar com desconto.

Apesar da defasagem nos retornos, da atratividade das valorizações e dos rendimentos *dividend yield* (acima de 4%), dos riscos derivados da espiral inflacionária ou de uma possível normalização monetária agressiva nos **levam a neutralizar a posição nas ações britânicas.**



Estados Unidos: mantém-se a sobre-exposição a ações estado-unidenses *Large Cap Value* e o neutro em *Large Cap Growth* e em *Small Cap*

A recuperação econômica teria atingido um pico 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 retirada de estímulos monetários começasse, o que impactaria diretamente o consumo. Por sua vez, um avanço na expansão da variante delta do Covid-19 durante o terceiro trimestre afeta as expectativas em relação à recuperação econômica. Dessa forma, o FMI e o Fed reduziram sua estimativa de crescimento para este ano de 7% para 6%.

A inflação parece estar se estabilizando, com setembro registrando um aumento de preços de 5,4% em relação ao ano anterior, enquanto a inflação central permaneceu em 4% em agosto. O Fed afirmou que o salto na inflação seria transitório, de modo que uma mudança abrupta na política monetária não é esperada. No entanto, as 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. De acordo com a última reunião de política monetária realizada em setembro, a elevação das taxas de juros só seria vista em 2022.

Do lado do trabalho, a situação melhora, embora os dados de emprego de setembro tenham decepcionado novamente, com a criação de 194 mil novos postos de trabalho, abaixo das expectativas e o menor valor até agora este ano. A taxa de desemprego caiu para 4,8% de 5,2% 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, o que, juntamente com a reabertura das escolas, incentivaria milhões de pessoas a voltarem ao trabalho nos meses seguintes.

Por sua vez, a discussão sobre o limite da dívida – tema típico nesta época do ano – parece ser adiada para dezembro. Após um acordo entre democratas e republicanos, o presidente Joe Biden assinaria uma extensão do limite da dívida até o final do ano, momento em que seria discutido novamente. Dessa forma, por enquanto, evita-se a cessação do financiamento e o encerramento das dependências fiscais.

Em relação ao setor corporativo, os relatórios do segundo trimestre superaram em muito as expectativas e espera-se que este ano os lucros cresçam cerca de 62%, estimativa que se mantém estável em relação ao mês anterior. Até 2022, uma alta base de comparação levaria os lucros a crescer apenas em torno de 8%, número corrigido para baixo desde agosto. Os investidores estão de olho nos relatórios do terceiro trimestre que começam em outubro, à medida que lançam luz sobre como a escassez de oferta e o aumento dos salários afetariam os custos do setor corporativo. Por outro lado, as valorizações continuam a parecer caras e tanto a relação P/U fwd. e P/VL estão acima de suas médias dos últimos 5 anos em termos absolutos e relativos. Isso não impediu que o apetite pelas ações dos EUA continuasse e nos últimos três meses houve entradas líquidas de ETFs para 2,8% dos ativos sob gestão (AUM).

Embora o momentum 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 o valor, cujas valorizações parecem mais atraentes do que as do estilo de crescimento. No entanto, devido à sensibilidade do preço das ações de crescimento às mudanças nas taxas de juros, **decidiu-se manter uma posição neutra *US Large Cap growth*, enquanto mantém-se a sobre-exposição a ações *US Large Cap Value*. Além disso, mantém-se sem modificação o neutro em *small caps* por** sua maior volatilidade em momentos em que existe incertezas sobre o momento em que começará el *tapering*.

Japão: diminui-se o underweight nas ações japonesas

As perspectivas para o Japão parecem mais favoráveis, tanto por causa do manuseio da pandemia quanto por causa de uma mudança de liderança. A pandemia parece finalmente controlada, com casos e mortes em declínio após atingir um pico em agosto, no meio das Olimpíadas; enquanto a vacinação está acelerando: 66% da população está imunizada contra 47% há um mês. Além disso, a partir de dezembro, as doses do terceiro reforço começariam a ser aplicadas. Soma-se a isso a chegada de Fumio Kishida como primeiro-ministro, que aumentará



os gastos fiscais para acelerar a recuperação econômica, ao mesmo tempo em que busca reduzir as desigualdades sociais. Para este ano, o FMI estima um crescimento de 2,4%, enquanto a estimativa para 2022 foi corrigida de 3% para 3,2%.

Por sua vez, o controle da pandemia melhora as expectativas do setor de serviços. O PMI do setor sobe em setembro para quase 48 pts. de 43 no mês anterior. No entanto, a manufatura está caindo novamente, embora permaneça acima de 50 pts.

Quanto à política monetária, a inflação permanece longe da meta anual de 2% (em agosto era de -0,4% YoY), o que permitiria ao Banco do Japão manter uma política monetária expansionista por um longo período, mesmo além dos pares globais. A crise energética não afetaria o país na mesma medida que o resto da Ásia, porque apesar de depender fortemente do gás natural para a geração de eletricidade (quase 40% da matriz depende disso), eles têm contratos de longo prazo que garantem preço e oferta, mesmo além do que precisam atualmente devido ao avanço do uso de energias renováveis na matriz

Com relação ao setor corporativo, estima-se uma expansão dos lucros em relação a 77% para 2021, valor que permanece em relação a agosto; 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 atraentes em termos de países desenvolvidos. Em termos de fluxos, as entradas líquidas de ETFs foram registradas no último mês por 0,7% da AUM.

Maior controle da pandemia, mudança política e valorizações relativas atraentes tornam as perspectivas para o país mais favoráveis. No entanto, as expectativas econômicas e corporativas serão afetadas pela desaceleração do crescimento global, dado que o país tem um forte viés de exportação. Devido ao exposto **decide-se diminuir a subexposição as ações japonesas.**

Ações Emergentes: reduz-se a subexposição em EMEA contra menor exposição a América Latina. Ao mesmo tempo, mantém-se o neutro na China e o OW na Ásia Emergente ex China

O aumento das taxas de juros, a desaceleração econômica da China e o menor impulso das commodities não energéticas moderaram as perspectivas para as economias emergentes que registraram declínios em linha com o desempenho das economias desenvolvidas durante setembro. A crise do Evergrande não resultaria em uma crise sistêmica, mas se aprofundar as perspectivas de desaceleração da economia, afeta o resto das economias emergentes. Além disso, ajustes agressivos na taxa de política monetária são adicionados, principalmente na EMEA e na América Latina. Pelo lado positivo, a pandemia parece sob controle e os programas de vacinação continuam avançando. Além disso, os vencedores diretos dos aumentos dos preços do petróleo são vistos em países como Rússia, Arábia Saudita e as antigas economias do Sudeste Asiático. Por sua vez, a escassez de chips continua (e permaneceria até pelo menos 2022), beneficiando diretamente exportadores de semicondutores, como Taiwan e Coreia. Nesse cenário, **decide-se manter o excesso de peso da Ásia EM ex China e reduzir a subexposição na Europa e no Oriente Médio.** Por outro lado, **mostra-se maior cautela (reduz-se o overweight) com América Latina**, na qual, continuam parecendo valorizações atrativas.

América Latina: reduz-se o overweight

Tanto o Banco Mundial quanto o FMI projetam crescimento de 6,3% para este ano, refletindo um bom *momentum* econômico ou, após progressos positivos nos planos de vacinação na região. No entanto, como o resto do mundo, a região está sendo ameaçada por pressões inflacionárias, interrupções nas cadeias de suprimentos, choques energéticos e riscos a nível político, o que nos leva a **reduzir o overweight.**

No **Brasil**, a economia desacelera com a atividade econômica perdendo força desde maio, e agosto a produção industrial contraiu -0,7% em relação ao ano anterior, pior do que o esperado para -0,3%. No entanto, o mercado de trabalho surpreende positivamente em agosto, criando 372 mil postos de trabalho. No entanto, há ameaças latentes que podem diminuir sua expectativa de crescimento de 5,2% para este ano (estimativa do FMI). Enquanto isso, a pior seca em quase um século diminuiu sua produção hidrelétrica, criando riscos de



racionamento de eletricidade e aumentos no preço dos cereais. Além disso, as transferências sociais terminam em outubro, mas ainda não há acordos para o valor do próximo programa social, mantendo pressões sobre o orçamento fiscal, considerando que ainda não há clareza do que será o pagamento dos títulos deste ano de ações judiciais vencidas contra o Estado, e com possíveis efeitos sobre o consumo de domicílios se um novo programa social (Auxílio Brasil) for aprovado, muito diferente do dos meses anteriores.

A inflação acelera para um nível de 10,3% YoY em setembro, o que causa a normalização monetária mais agressiva da região. A taxa Selic chega a 6,25% e um terceiro aumento consecutivo de 100 pbs é esperado em outubro. Além disso, o ambiente político está polarizado com manifestações a favor e contra o presidente Jair Bolsonaro, que diminuiu sua aprovação para 22% e complica sua reeleição para o ano que vem. Em relação às valorizações, elas apresentam resultados mistos. A razão P/U fwd. está abaixo de sua média de 5 anos localmente e em relação à região, enquanto sua relação P/VL excede sua média. Diante desse cenário, onde as expectativas positivas são mantidas em relação ao crescimento econômico ou, com recuperação do emprego, e bom progresso em sua campanha de vacinação, que contrasta com pressões inflacionárias, preços da soja (devido à seca) e ferro (devido à desaceleração na China) com quedas de mais de 20% e 50% respectivamente nos últimos 4 meses, riscos de racionamento de energia e situação política polarizada, **se decide neutralizar a exposição as ações brasileiras.**

No **México**, há uma recuperação da atividade, evidenciada pela produção industrial e industrial crescendo 5,2% e 6,6% ao ano em agosto, respectivamente, ambas acima das estimativas. Por outro lado, são mantidas pressões inflacionárias, o que levou o indicador a registrar um aumento de 6% em relação ao ano anterior em setembro. Em resposta, o Banco Central elevou a taxa de referência em 50 pbs para 4,75%, que tem sido um dos ajustes mais moderados na região. Por outro lado, a confiança dos investidores está ameaçada pela reforma energética que o presidente AMLO busca implementar, embora até agora pareça que o partido no poder ainda não alcançou o quórum necessário de apoio. Em relação ao comércio internacional, as exportações estão positivamente correlacionadas com o preço da energia, sendo favorecidas pelo aumento significativo do preço do petróleo, gerando assim impulso em sua economia. Em relação às ações mexicanas, suas valorizações permanecem atraentes, tanto a relação P/U fwd. 12 meses e P/VL estão abaixo de sua média dos últimos 5 anos. Considerando o exposto, em relação à recuperação econômica, o *boom* do preço da energia, um governo sem apoio a reformas estruturais e com valorizações atraentes, **decide-se aumentar a sobre-exposição nas ações mexicanas.**

No **Chile**, novamente e pelo sexto mês consecutivo, a atividade econômica surpreendeu o mercado com crescimento de 19,1% em agosto, o que foi acompanhado por um novo avanço mensal, que leva o país a consolidar um nível de crescimento que excede uma recuperação econômica, e que também seria difícil de sustentar no longo prazo. Tudo isso, como destacado acima, deve-se, em grande parte, aos diversos programas de estímulo fiscal e retiradas de fundos de pensão, que atualmente somam US\$ 65.000 milhões, sem considerar uma eventual quarta retirada das AFPs. A magnitude desses estímulos, além de apoiar a atividade, tem contribuído para a aceleração da inflação no país, que em setembro foi de 5,3% em doze meses, longe da meta de 3% do Banco Central, que teve de iniciar um programa agressivo de normalização monetária. Por sua vez, as eleições presidenciais de 21 de novembro entram em sua reta final, e as pesquisas mostram um cenário que permanece muito incerto (o "candidato" com maior apoio corresponde à opção "não votaria/não sabe") e que aumenta em termos de sua polarização, dado o aumento nas últimas semanas em apoio ao candidato José Antonio Kast (direita não tradicional), que enfrentaria Gabriel Boric (esquerda não tradicional) em um eventual segundo round. Por fim, as valorizações permanecem atraentes, com P/VL e P/U fwd. abaixo de 1 desvio padrão de sua média de 5 anos. Semelhante aos meses anteriores, a forte incerteza sociopolítica e a crise institucional não nos permitem ver fundamentos atraentes em termos de valorizações, o que somado ao aumento da inflação e ao produto incipiente do populismo de um calendário eleitoral carregado, nos leva a **uma subexposição nas ações chilenas.**

No caso da **Colômbia**, a economia está progredindo em sua recuperação. O Indicador Mensal de Monitoramento da Economia (ISE) cresceu 3,2% ao mês em julho, recuperando seu nível pré-pandemia, enquanto o mercado de trabalho se recupera registrando queda no desemprego para 14,2% em agosto, de 24,9% no pior momento da pandemia. Além disso, melhora a classificação de crédito do país. A Moody's mantém o rating Baa2, mas muda sua perspectiva de negativa para estável, melhorando sua estimativa de crescimento para este ano de 5% para



8%. Tal aumento pode ser explicado pelo desempenho econômico estar altamente correlacionado com o preço do petróleo, beneficiando-se do boom do petróleo devido ao choque energético global. No entanto, a situação fiscal é precária, com alto nível de endividamento e pressões sociais para não diminuir os gastos fiscais. Por sua vez, o Banco da República iniciou a normalização de sua política monetária, elevando sua taxa de referência para o nível de 2,00% para lidar com o aumento da inflação (em setembro atingiu 4,5% de I.O.). As valorizações parecem atraentes localmente, com a relação P/VL e P/U fwd abaixo de sua média de 5 anos em mais de 1 desvio padrão. Com base no exposto, tendo um cenário político e fiscal complexo, mas com valorizações atraentes, e uma recuperação econômica apoiada pelo *momentum do petróleo*, se decide **umentar a exposição a ações colombianas**.

No **Peru**, a recuperação da atividade econômica continua com crescimento em quase todos os setores, com exceção da pesca e da mineração. Por sua vez, a inflação acelera e atinge 5,2% em setembro, de modo que o Banco Central continua com aumentos na taxa de política monetária, atualmente em 1,50%. Em relação ao contexto político, há um cenário polarizado e uma tensa relação entre o Executivo e o Congresso. Embora o presidente Pedro Castillo tenha feito mudanças em seu gabinete para ser mais moderado, que foram bem recebidas pelo mercado, ainda há incertezas sobre se o Congresso aceitará essas mudanças e o que acontecerá com a renegociação do contrato de exploração do campo de gás com o consórcio Camisea, liderado pelo ex-ministro Bellido. Por outro lado, a queda no preço do cobre afeta suas exportações, sendo o Peru um dos maiores exportadores desse mineral. Finalmente, suas valorizações estão em um nível historicamente atraente, tanto a relação P/U fwd quanto a razão P/VL estão abaixo de sua média de 5 anos em termos absolutos, e em termos relativos à região a relação P/VL também está abaixo da média. Nesse contexto de recuperação econômica, mas contrastado com um cenário político polarizado que pode causar problemas de governança, se decide **manter a exposição neutra nas ações peruanas**.

No caso da **Argentina** a atividade econômica está desacelerando, apesar de ter diminuído as restrições de mobilidade. No entanto, a confiança do consumidor melhorou pelo terceiro mês consecutivo, subindo 1,9% em setembro, atingindo 40,5 pts. Após as eleições primárias (PASO), as pessoas começam a mudar suas expectativas diante da derrota do partido no poder, que justifica esses resultados pela política fiscal apertada que tentaram implementar durante o ano. Dessa forma, estima-se que o governo aumentará as transferências sociais entre agora e as eleições de novembro, o que adicionaria mais pressões à atual complicada situação fiscal, onde ainda não foram observados avanços significativos em relação ao pagamento da dívida que o país mantém com o FMI. Por outro lado, a inflação no país continua em níveis muito superiores ao resto da região – registrou um YoY de 51,4% em agosto – e com expectativas de que continuará subindo, especialmente se os estímulos fiscais forem aumentados. Em relação ao mercado de ações, suas valorizações entregam resultados mistos. La taxa P/U fwd negocia abaixo da média de 5 anos, enquanto o P/VL está acima da média do mesmo termo. Diante do cenário de desaceleração econômica, a futura mudança da política fiscal para enfrentar a derrota nas eleições primárias pelo partido no poder, considerando o complexo cenário macroeconômico e fiscal do, decide-se **manter o underweight nas ações argentinas**.

China: mantém-se exposição neutral

(3,2% do setor imobiliário chinês) foi pressionada pelas restrições que o governo passou a promover desde o ano passado, resultando na inadimplência e queda de até 80% no preço das ações. Como mencionado no início do relatório, e depois de analisar a situação detalhadamente, nosso caso base é que nem o sistema financeiro global nem chinês levarão a riscos sistêmicos. No entanto, é um fator que aprofunda as perspectivas de crescimento mais fracas que têm sido observadas nos últimos meses para a economia local. Para isso, foi acrescentada a escassez de carvão que resultou em uma crise energética que limita a produção em várias regiões do país que foram forçadas a racionalizar o uso da energia. Nesse cenário, analistas privados começaram a reduzir as expectativas de crescimento do PIB este ano para menos de 8% dos 9% estimados há alguns meses, além de levar as previsões para 2022 mais próximas de 5 de 6%. Por sua vez, o PMI de manufatura do governo entrou em contração econômica em setembro, ficando abaixo dos 50 pts., com os subíndices mais expostos ao setor de energia mesmo caindo abaixo de 45 pts.



Pelo lado positivo, destaca-se o setor de serviços. O maior controle dos casos de COVID-19 somado aos avanços nos programas de vacinação começou a reduzir as restrições à mobilidade, permitindo maior dinamismo da economia. Com o exposto, o PMI não manufatureiro do mês passado passou a ser localizado no terreno de ampla expansão econômica. Embora se espere uma moderação na política de covid-19 que gere fortes restrições à mobilidade diante do aparecimento de um único caso, isso continua gerando incertezas sobre a recuperação do setor nos próximos meses.

Diante do exposto, espera-se que o governo comece a fornecer apoio fiscal e monetário. O coeficiente de reserva já foi reduzido em 50 bps. há alguns meses e os aumentos do crédito para a economia real começaram a ser observados. No entanto, é necessário que medidas desse tipo sejam intensificadas para atender às perspectivas mais baixas que são mantidas adiante. Como os riscos no setor imobiliário estão sob controle e a inflação permanece sob controle (atualmente em 0,8% ao ano), estimamos que o Banco Popular da China facilitará sua posição monetária nos próximos meses.

Com relação ao mercado, as ações A (que negociam na bolsa local) tiveram um desempenho significativo das ações off-shore e/ou listadas em Hong Kong. As regulamentações sobre grandes empresas de tecnologia afetaram especialmente as últimas que registraram um *underperformance* significativo tanto para desenvolvidos quanto emergentes desde o início do ano. Enquanto isso, as valorizações deste último, embora tenham diminuído, parecem ajustadas às suas médias históricas, tanto nas relações P/U quanto em P/VL. Por outro lado, os fluxos têm sido positivos tanto no último mês (3% da AUM) quanto até agora este ano (+10%). Enquanto as perspectivas de crescimento continuam a deteriorar-se e os ruídos regulatórios continuarão, ajustando as valorizações, os fluxos positivos e o maior apoio fiscal e monetário que esperamos nos próximos meses nos **levar a permanecer neutros nas ações chinesas**

Ásia Emergente ex China: mantém-se o OW nas ações da Ásia emergente ex China

As perspectivas da região continuaram a melhorar ao longo do último mês. Em Taiwan e na Coreia, os programas de vacinação estão acelerando e continuarão a se beneficiar da escassez global de semicondutores. Além disso, os principais indicadores continuam localizados no campo da expansão econômica. No Sudeste Asiático, a pandemia é controlada após meses complexos, ao mesmo tempo, países como Malásia e Indonésia se beneficiariam da crise energética global e olhariam com valorizações atraentes. Do lado da Índia, uma melhora no impulso econômico continua a ser observada ou, no entanto, já seria incorporada ao mercado e as valorizações começam a parecer caras. Nesse cenário, **decide-se manter o OW na Ásia emergente ex China.**

Nos últimos meses, as perspectivas na **Índia** continuaram melhorando. Com a pandemia controlada e os avanços nos programas de vacinação, a economia está gradualmente se recuperando da covid-19. Isso se reflete nos PMIs de manufatura e serviços que permanecem em um campo de ampla expansão econômica. No que diz respeito à política monetária, o Banco da Reserva manteve as principais taxas de referência inalteradas e em mínimos históricos. No entanto, surpreendeu o mercado ao anunciar o fim da compra de títulos públicos, principalmente pelo melhor cenário econômico. Por sua vez, a perspectiva de inflação para o ano fiscal corrente (encerrado em março de 2022) foi reduzida de 5,7% para 5,3%. Além disso, as expectativas de crescimento do PIB foram mantidas em 9,5% para o mesmo período. Com relação ao mercado, as ações indianas continuaram a apresentar desempenho superior significativo em relação às ações globais e emergentes nos últimos meses. Devido à melhora do cenário econômico, analistas sugeriram que o país seria um possível vencedor das rígidas regulamentações que o governo chinês vem aplicando. O anterior tem continuado a elevar as valorizações que se situam em torno de dois desvios-padrão acima das suas médias históricas, tanto P / U fwd. como P / VL. Por sua vez, os fluxos registraram saídas marginais no último mês. Embora o cenário econômico continue a melhorar, as valorizações dispendiosas e alguns sinais de bolhas (*Alpine Macro*) que começam a ser observados nos ativos locais nos **fazem levar *underweight* a exposição nas ações indianas.**

Embora os casos de covid-19 na **Coreia do Sul** tenham permanecido estáveis nos últimos meses, o progresso nos programas de vacinação e as menores taxas de hospitalização permitiram que as restrições fossem aliviadas e que a economia voltasse a um ritmo mais dinâmico. Isto foi demonstrado pela confiança do consumidor de outubro, que após dois meses de declínio subiu para 103,5 pts, permanecendo em território otimista. Ao mesmo tempo, o PMI de manufatura também aumentou em relação ao mês anterior e permaneceu em território de



expansão. Isto foi ainda apoiado pela escassez global de chips que viu a gigante dos chips Samsung (e a principal empresa do índice) relatando seu maior lucro em 3 anos no terceiro trimestre. Quanto ao setor corporativo, espera-se um crescimento de lucros superior a 90% para o ano, mas até 2022 espera-se um crescimento zero. Enquanto isso, as valorizações se aproximam das médias históricas tanto na relação P/U fwd. como na relação P/VL, o que não levou a entradas nos últimos meses com saídas de mais de 1% do AUM. Embora o cenário econômico tenha melhorado nas últimas semanas, valorizações pouco atraentes, falta de influxos e expectativas de ganho zero para o próximo ano **nos levam a manter nossa exposição neutra às ações coreanas.**

A escassez global de semicondutores continua com prazos de entrega recordes (22 semanas a partir do momento em que o semicondutor é encomendado até a chegada à fábrica). Neste contexto, a economia de Taiwan está emergindo mais forte com um setor de exportação que permanece altamente dinâmico e em setembro cresceu 30% ao ano. Além disso, a principal empresa do setor, a Taiwan Semiconductor, relatou vendas recordes. Como resultado, o PMI de manufatura permanece acima de 50 pts. e espera-se que o PIB cresça 5,5% em 2021. A inflação permanece sob controle e as autoridades não ajustaram a taxa de política monetária. Com relação aos lucros das empresas, estima-se um crescimento de mais de 50% para o ano, mas como no caso da Coreia, nulo para o próximo ano. Enquanto isso, as valorizações dão sinais mistos. Com a relação P/U fwd. ligeiramente abaixo de sua média de 5 anos, mas a relação P/VL quase dois desvios padrão acima da mesma média. Por outro lado, os fluxos têm sido negativos no último mês com saídas de entanto, o aumento das valorizações, a moderação das expectativas de ganhos para o próximo ano e a falta de fluxos no último mês **nos levam a manter uma exposição neutra às ações taiwanesas.**

A recuperação no **sudeste asiático** continuou a se consolidar durante o mês de setembro. Um declínio consistente nos casos e o progresso nos programas de vacinação melhoram as perspectivas da região para o último trimestre do ano. Países como a Malásia e a Tailândia aceleraram significativamente seus programas de vacinação e agora têm mais de 50% e 30% da população vacinada, respectivamente. Isto se refletiu nos PMIs de manufatura de setembro, que aumentaram para todos os membros da região (Malásia, Filipinas, Indonésia e Tailândia) e estavam em território de expansão em países como a Indonésia e as Filipinas. Por outro lado, é importante notar que países como a Malásia e a Indonésia aparecem como vencedores diretos da crise energética que está sendo observada globalmente (mencionada no início do relatório), seja através de seu nível de exportação de carvão e/ou petróleo. Enquanto isso, as valorizações parecem atraentes com taxas de P/U fwd. e P/VL abaixo de suas médias de 5 anos. Isto também levou a entradas no último mês em países como a Indonésia para quase 3% do AUM. Dado que o cenário econômico está melhorando, as valorizações parecem atraentes e os fluxos positivos são registrados, **foi decidido levar o OW do sudeste asiático a neutro, concentrando-o na Indonésia e Malásia.**

EMEA: reduz-se o *underweight*

Os principais vencedores da crise energética foram encontrados na região, com dois dos maiores produtores mundiais de petróleo (Rússia e Arábia Saudita) em alta, enquanto a maioria das economias emergentes foram corrigidas para baixo durante o mês de setembro. Por outro lado, em países como a Turquia, os riscos políticos e econômicos continuam a aumentar depois que o Banco Central decidiu cortar a taxa de referência, apesar de ter uma inflação acima de 19%. Isto está de acordo com a teoria do Presidente Recep Erdogan de que altas taxas causariam inflação. Como o cenário para a região está melhorando, mas ainda sujeito a alta incerteza, **decidiu-se reduzir a subexposição na EMEA.**

Como no resto dos mercados emergentes, os casos da **África do Sul** têm estado sob controle nas últimas semanas e a economia está lentamente começando a se recuperar. Isto também se reflete no PMI de manufatura de setembro, que permaneceu em território de expansão em 56,7 pts. Entretanto, o lento progresso no programa de vacinação (cerca de 30 doses por 100 habitantes) gera incerteza sobre um possível aumento dos casos (e restrições) nos próximos meses. Além disso, a inflação caiu acima da meta do Banco Central (4,5%) e em agosto foi anualizada em 4,9%. Isto, de acordo com os analistas, provocaria um aumento na taxa de política monetária na reunião de novembro, o que poderia atrasar a recuperação econômica. Em relação ao setor corporativo, os lucros foram corrigidos para baixo nas últimas semanas e espera-se que cresçam 80% até 2021 (contra 100% há um mês). Enquanto isso, as valorizações ficam abaixo das médias históricas tanto na relação P/U fwd. como na



relação P/VL, que não impulsionaram os fluxos (estes foram negativos tanto no último mês como até agora neste ano). Dado que o cenário econômico, corporativo e político ainda está sujeito a alta incerteza, **decidiu-se aumentar a subexposição às ações sul-africanas.**

Durante o último mês, o preço do petróleo continuou com os aumentos do ano impulsionados pela crise energética da Europa e da China já mencionadas ao longo do relatório. Diante do exposto, a Rússia emergiu como vencedora e liderou os retornos dentro dos mercados emergentes no último mês. Melhorias nos termos de comércio do país (que impulsionaram o rublo) e a alta exposição energética do setor corporativo explicaram isso. Além disso, os casos de covid-19 permaneceram controlados, o que permitiu que a reativação econômica fosse consolidada. Nesse cenário, o PMI de manufatura ficou em 49,8 pts durante setembro, ante 46,5 pts no mês anterior. Com relação à política monetária, o Banco Central tem se caracterizado pela aplicação de um dos ajustes mais agressivos nos mercados emergentes na medida em que a inflação está próxima de 7% (a meta é de 3,5%). Quanto aos lucros das empresas, elas foram corrigidas para cima no último mês e uma expansão de quase 150% é esperada para 2021 (v/s 130% há 4 semanas). Por outro lado, as valorizações dão sinais mistos com o P/U fwd. alinhado com sua média histórica, mas o P/VL mais de dois desvios padrão da mesma média. Em relação aos fluxos, as saídas marginais foram registradas no último mês. Uma vez que as perspectivas econômicas e corporativas melhoram lado a lado com o aumento dos preços do petróleo, **decide-se levar a overweight desde neutral a exposição nas ações russas.**

Apesar dos aumentos inflacionários (atualmente acima de 19%), as autoridades da Turquia decidiram reduzir a taxa de referência em 100 bps no último mês para levá-la a 18%. Isso levou a uma depreciação significativa de cerca de 6% da lira turca e aumenta a incerteza sobre a interferência do presidente Recep Erdogan na política monetária. Por outro lado, a atividade econômica continua se recuperando, mas sinais de maior fraqueza começaram a ser observados. Isso se refletiu no PMI de manufatura de setembro, que caiu para 52,5 pts, de 54,1 pts no mês anterior. Quanto ao setor corporativo, ainda é esperada uma expansão de lucros em torno de 50% para este ano e de 15% para 2022. Por outro lado, as valorizações continuam abaixo de suas médias históricas, tanto na relação P/U fwd. como P/VL que não motivou a entrada de fluxos. À medida que a incerteza econômica e política continua a subir após a decisão de política monetária do mês passado, decidiu-se aumentar a subexposição das ações turcas., **decide-se aumentar a subexposição nas ações turcas.**

Se mantém a exposição neutra nas economias C3 (Polônia, República Checa e Hungria). Em consonância com os pares regionais, a recuperação econômica nas últimas semanas tem sido moderada. Isso se reflete na desaceleração dos dados do PMI durante setembro. No entanto, as valorizações ainda parecem atraentes, o que nos faz manter a exposição neutra.

Finalmente, e assim como a Rússia, a Arábia Saudita foi favorecida pelo aumento do preço do petróleo no mês passado e alugou positivo, apesar da queda das ações globais. Tanto a economia quanto o setor corporativo têm alta dependência da *commodity* e se beneficiaram de sua alta de mais de 50% até agora este ano. Por sua vez, o PMI de fabricação subiu para 58,6 pts., atingindo o maior nível em 7 anos. Com relação às valorizações, estes negociam acima de sua média de 5 anos. Dado que o cenário econômico e corporativo continua a melhorar após a alta do petróleo, **decide-se levar o overweight desde neutral as ações sauditas.**

Renda Fixa

US Treasuries: underweight títulos nominais e overweight TIPS

O cenário atual descrito acima (retirada de estímulos não convencionais, início dos processos de normalização da política monetária), produto de pressões inflacionárias que se mostram um pouco menos transitórias do que se pensava há alguns meses, nos leva a optar por papéis de curto a médio prazo, idealmente com proteção contra aumentos da inflação. Nesse sentido, o baixo *yield* oferecido pelos títulos nominais e a longa duração, nos levam a reduzir a exposição a subclasse de ativo (*underweight*), que é usado para aumentar a exposição em TIPS

US Mortgages: neutro

Semelhante aos meses anteriores, a recuperação do mercado de trabalho dos EUA está avançando, mas em um ritmo mais moderado em relação às expectativas dos analistas, o que implica um cenário desafiador para o

futuro. Diante disso, não é antecipada um upside relevante na subclasse de ativos, por isso decidiu-se manter a exposição neutra em *US Mortgages*.

US Investment Grade: underweight

Nesse caso, a subclasse de ativos possui uma das maiores durações da amostra, com quase 9 anos, o que reduz sua atratividade em um ambiente de taxas crescentes. Isso, somado a um *yield* real negativo, nos leva a manter a subexposição em *US Investment Grade*.

US High Yield: overweight

Ao contrário do caso anterior, a duração próxima a 4 anos, e o rendimento de mais de 4% (rendimento real positivo) justificam o maior risco de crédito implícito na subclasse de ativos, por isso decide-se manter a sobre-exposição em *US High Yield*.

Europe Broad: underweight

Mais uma vez, os papéis da Investment Grade na Europa mostram uma duração maior do que seus pares de menor qualidade de crédito, juntamente com um rendimento pouco atraente em relação a outras subclasses de ativos. Diante disso, mantém-se a subexposição na *Europe Broad*.

Europe High Yield: overweight

Semelhante ao caso dos EUA, no caso do Alto Rendimento encontramos rendimentos mais atraentes com menor duração (3,4 anos), o que justifica o maior risco de crédito. Por essa razão, decide-se manter a sobre-exposição à *Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

A dívida japonesa tem a maior duração da amostra (9,6 anos), juntamente com um *yield* pouco atraente (0,11%), o que se soma a um contexto macroeconômico desafiador nos leva a manter a subexposição no *Japan Broad*.

Dívida Emergente: overweight nos bônus corporativos HY e neutro nas demais subclasses de ativo

O contexto de baixas taxas e spreads comprimidos em termos históricos gera uma oportunidade na dívida de mercados emergentes, como resultado de seu maior rendimento associado a um risco de crédito que pode ser justificado em alguns casos. De todas as alternativas disponíveis, a dívida soberana em geral apresenta o problema de ter uma alta duração mesmo quando se considera o Alto Rendimento, enquanto a dívida corporativa de Grau de Investimento não oferece um retorno de risco suficientemente atraente. Diante disso, do universo emergente, a alternativa da dívida corporativa de alto rendimento mostra rendimentos atraentes a um risco razoável, por isso decide-se favorecer a **dívida corporativa emergente High Yield, mantendo o overweight**, e mantém-se uma exposição neutra nas demais subclasses de ativo

Exposição a Moedas – Outubro 2021

Moedas com coberturas

Moedas	Bench.	Setembro	Outubro	OW/UW		Câmbio
USD	42,3%	43,2%	45,3%	OW	3,1%	+
EUR	16,9%	15,8%	14,6%	UW	-2,3%	-
GBP	1,4%	1,4%	1,4%	N		
JPY	6,9%	5,1%	5,5%	UW	-1,4%	+
GEMs	32,6%	34,6%	33,1%	OW	0,5%	-
	100%	100%	100%			

O resultado da alocação do TAACO resulta em uma certa exposição das moedas, que, se não reflete nossa visão, é ajustada com posições longas e/ou curtas. Este mês, decidiu-se neutralizar a sobre-exposição à libra esterlina vs. menor exposição a moedas emergentes e menor baixo peso no iene como *Hedge*.



Resultados TAACo Global – setembro 2021

Classe de ativos / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidade mensal índices	Contribuição ao Portfólio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Classe de Ativos	Seletividade
Ações	50%	60%	10%	-3,8%	-1,9%	-2,7%	-12,2	-35,6
Renda Fixa	50%	35%	-15%	-1,4%	-0,7%	-0,5%	-18,3	1,7
Caixa	0%	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0	
Ouro	0%	5%	5%	-4,0%	0,0%	-0,2%	-6,8	
Cobertura						0,0%	1,7	
Portfólio							-35,6	-33,9
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-69,5
Europe ex UK	12,5%	13,3%	0,8%	-5,6%	-0,69%	-0,74%	-1,4	
Europe Small Cap ex UK	1,5%	2,0%	0,5%	-6,0%	-0,09%	-0,12%	-1,1	
UK	2,7%	4,2%	1,5%	-2,3%	-0,06%	-0,10%	2,2	
US Large Cap Growth	14,2%	14,2%	0,0%	-5,9%	-0,84%	-0,84%	0,0	
US Large Cap Value	14,3%	15,3%	1,0%	-3,8%	-0,54%	-0,58%	0,1	
US Small Caps	4,3%	4,3%	0,0%	-3,0%	-0,13%	-0,13%	0,0	
Japan	5,2%	1,5%	-3,7%	2,1%	0,11%	0,03%	-21,8	
Desenvolvidos	54,7%	54,8%	0,1%	-4,1%	-2,25%	-2,47%	-22,0	
LatAm	4,3%	5,7%	1,4%	-11,4%	-0,49%	-0,65%	-10,6	
LatAm Small Cap	0,8%	1,5%	0,7%	-8,0%	-0,06%	-0,12%	-2,9	
China	13,4%	13,4%	0,0%	-5,0%	-0,67%	-0,67%	0,0	
EM Asia ex China	14,9%	16,4%	1,5%	-3,5%	-0,52%	-0,57%	0,6	
EM Asia Small Cap	3,4%	4,0%	0,6%	-1,2%	-0,04%	-0,05%	1,6	
EM Europe and Middle East	8,5%	4,2%	-4,3%	2,2%	0,19%	0,09%	-26,1	
Emergentes	45,3%	45,2%	-0,1%	-3,5%	-1,59%	-1,96%	-37,4	
Equities					-3,84%	-4,43%	-59,4	
US Govt Agencies	10,2%	10,2%	0,0%	-1,1%	-0,11%	-0,11%	0,0	
US TIPS	1,3%	1,3%	0,0%	-0,7%	-0,01%	-0,01%	0,0	
US Mortgages	7,6%	7,6%	0,0%	-0,4%	-0,03%	-0,03%	0,0	
US Corps	7,3%	6,3%	-1,0%	-1,1%	-0,08%	-0,07%	-0,3	
US High Yield	1,8%	4,6%	2,8%	0,0%	0,00%	0,00%	3,9	
Europe Broad	19,1%	13,0%	-6,1%	-1,1%	-0,21%	-0,14%	-2,0	
Europe High Yield	0,7%	3,7%	3,0%	-0,1%	0,00%	0,00%	3,9	
Japan Broad	8,6%	4,1%	-4,5%	-1,5%	-0,13%	-0,06%	0,4	
Dívida Desenvolvidos	56,6%	50,8%	-5,8%	-1,0%	-0,56%	-0,42%	5,8	
EM Sovereign IG	5,6%	5,6%	0,0%	-1,6%	-0,09%	-0,09%	0,0	
EM Sovereign HY	6,2%	6,2%	0,0%	-2,4%	-0,15%	-0,15%	0,0	
EM Corporate IG	5,0%	5,0%	0,0%	-0,8%	-0,04%	-0,04%	0,0	
EM Corporate HY	6,7%	12,5%	5,8%	-1,6%	-0,11%	-0,20%	-1,0	
EM Local Markets	19,9%	19,9%	0,0%	-2,3%	-0,45%	-0,45%	0,0	
Dívida Emergente	43,4%	49,2%	5,8%	-1,9%	-0,84%	-0,93%	-1,0	
Fixed Income					-1,40%	-1,35%	4,8	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 30 de septiembre de 2020

Em setembro, a carteira global TAACo caiu 3,3%, 70 bps. pior do que o benchmark. Tanto a alocação de ativos quanto a seletividade contribuíram para a perda de valor. Por outro lado, a alocação em ouro diminuiu após queda de 4% no mês, enquanto a posição ativa em moedas adicionou valor marginalmente.

Já a carteira de ações alugou -4,4%, 60 bps. baixo desempenho de referência. A subexposição ao Japão e EMEA, além da posição longa na América Latina, prejudicou.

Em relação à renda fixa, a carteira global da TAACo alugou -1,3%, 5 bps. sobre o desempenho do benchmark. O valor agregado foi a sobre-exposição a produtos de alto rendimento, tanto dos Estados Unidos quanto da Europa.



Desempenho histórico

TAACO Global	Desempenho							Desde início**	Volatilidade 5 anos*
	1 mês	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACO	-3,3%	-2,5%	2,7%	14,4%	7,2%	6,9%	6,2%	7,3%	9,4%
Benchmark	-2,6%	-1,8%	2,2%	12,5%	7,1%	6,3%	5,5%	5,7%	8,8%
Out/Under perf. (bps)	-70	-68	45	196	12	65	77	167	
Ações	-4,4%	-3,9%	6,0%	24,5%	9,2%	9,8%	8,4%	5,4%	14,1%
Benchmark	-3,8%	-3,3%	6,7%	24,5%	9,2%	9,7%	8,2%	4,8%	13,9%
Europe ex UK	-5,6%	-2,0%	7,8%	24,1%	7,5%	8,0%	6,7%	4,1%	16,5%
Europe Small Cap ex UK	-6,0%	0,0%	10,7%	32,1%	10,4%	11,1%	11,3%	11,3%	19,7%
UK	-2,3%	-1,8%	8,4%	25,9%	-1,8%	0,6%	1,3%	0,3%	16,8%
US Large Cap Growth	-5,9%	1,4%	14,9%	27,8%	23,2%	23,2%	19,3%	--	16,8%
US Large Cap Value	-3,8%	-1,2%	12,7%	26,4%	6,1%	7,5%	9,7%	5,1%	15,1%
US Small Caps	-3,0%	-3,1%	14,4%	47,0%	10,7%	12,9%	13,9%	11,7%	20,5%
Japan	2,1%	3,8%	4,2%	19,9%	5,4%	7,3%	6,3%	3,0%	12,7%
Desenvolvidos [1]	-4,2%	0,0%	13,0%	28,8%	13,1%	13,7%	12,7%	8,9%	14,8%
LatAm	-11,4%	-15,0%	-9,1%	21,9%	-4,7%	-1,3%	-4,0%	5,6%	28,8%
LatAm Small Cap	-8,0%	-15,0%	-4,6%	24,9%	1,1%	2,0%	-3,3%	8,8%	31,1%
China	-5,0%	-18,2%	-16,7%	-7,3%	5,9%	9,1%	8,7%	12,7%	19,4%
EM Asia ex China	-3,5%	-1,8%	8,0%	37,3%	13,8%	12,5%	9,0%	--	17,3%
EM Asia Small Cap	-1,2%	-1,7%	17,9%	42,3%	12,5%	8,9%	6,6%	10,7%	18,5%
EM Europe and Middle East	2,2%	6,6%	24,1%	40,8%	6,1%	5,8%	-0,8%	4,5%	18,5%
Emergentes [1]	-4,0%	-8,1%	-1,2%	18,2%	8,6%	9,2%	6,1%	12,1%	16,7%
Renda Fixa	-1,3%	-0,4%	-1,7%	2,4%	5,0%	3,1%	3,0%	6,6%	5,2%
Benchmark	-1,4%	-0,4%	-2,2%	1,2%	4,4%	2,5%	2,5%	5,7%	5,1%
US Govt Agencies	-1,1%	0,1%	-2,5%	-3,3%	4,9%	2,2%	2,2%	5,3%	4,1%
US TIPS	-0,7%	1,8%	3,5%	5,2%	7,4%	4,3%	3,1%	6,7%	3,7%
US Mortgages	-0,4%	0,1%	-0,7%	-0,4%	3,9%	2,2%	2,4%	5,3%	2,1%
US Corps	-1,1%	0,0%	-1,3%	1,7%	7,4%	4,6%	4,9%	7,3%	6,0%
US High Yield	0,0%	0,9%	4,5%	11,3%	6,9%	6,5%	7,4%	9,9%	7,3%
Europe Broad	-1,1%	0,0%	-2,3%	-1,1%	2,8%	1,2%	3,7%	5,5%	3,4%
Europe High Yield	-0,1%	0,6%	4,2%	9,8%	4,7%	4,5%	7,8%	9,3%	7,8%
Japan Broad	-1,5%	-0,1%	-7,3%	-5,3%	1,4%	-1,8%	-2,2%	3,1%	7,5%
Dívida Desenvolvidos [1]	-0,8%	0,2%	-1,4%	0,5%	6,9%	4,4%	5,2%	9,2%	7,1%
EM Sovereign IG	-1,6%	-0,4%	-2,3%	0,5%	6,9%	4,4%	5,2%	9,2%	7,1%
EM Sovereign HY	-2,4%	-0,8%	-0,2%	9,6%	3,4%	2,0%	5,5%	10,7%	12,7%
EM Corporate IG	-0,8%	0,5%	-0,1%	2,3%	6,7%	4,5%	5,2%	--	4,6%
EM Corporate HY	-1,6%	-1,2%	0,9%	7,3%	7,5%	6,1%	7,7%	--	8,5%
EM Local Markets	-2,3%	-1,5%	-3,1%	5,8%	4,6%	2,8%	1,3%	--	11,2%
Dívida Emergentes [1]	-1,9%	-1,0%	-1,8%	4,3%					
Caixa	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	1,1%	1,1%	0,6%	1,7%	0,3%
Ouro	-4,0%	-1,2%	-7,7%	-7,6%	13,6%	5,7%	0,7%	12,5%	13,5%

* Anualizada ** Desde abril 2001

[1] considerar índices de elaboração própria



Valorizações

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2021e	2022e		2021e
DM	18.8x	14.7x	2,0%	3.2x	2.2x	88%	7%	15%	0,2
US	21.3x	15.7x	1,0%	4.7x	2.8x	62%	8%	28%	0,3
Europe	15.1x	13.0x	3,0%	2.1x	1.8x	200%	5%	10%	0,1
Japan	15.6x	14.9x	2,0%	1.5x	1.3x	77%	8%	9%	0,2
EM	12.5x	11.5x	3,0%	1.9x	1.8x	62%	7%	13%	0,2
EM Asia	13.6x	12.2x	2,0%	2.0x	1.8x	43%	9%	12%	0,3
CEEMEA	10.2x	9.3x	5,0%	1.6x	1.6x	104%	5%	14%	0,1
LatAm	8.7x	12.1x	6,0%	1.8x	2.0x	224%	-7%	20%	0,0
China	12.8x	11.9x	2,0%	1.8x	2.0x	13%	16%	11%	1,0
S.Korea	9.8x	9.9x	2,0%	1.3x	1.2x	95%	0%	14%	0,1
Taiwan	14.8x	14.4x	4,0%	2.7x	1.9x	56%	0%	19%	0,3
India	23.5x	16.7x	1,0%	3.9x	3.2x	37%	17%	14%	0,6
Indonesia	15.3x	13.9x	3,0%	2.3x	3.4x	22%	21%	16%	0,7
Malaysia	14.3x	14.9x	4,0%	2.0x	1.9x	39%	6%	11%	0,4
Thailand	17.6x	12.8x	3,0%	2.0x	2.0x	18%	13%	9%	1,0
Philippines	17.2x	16.2x	2,0%	1.8x	2.5x	52%	26%	9%	0,3
S.Africa	8.6x	12.4x	5,0%	1.8x	2.4x	82%	8%	19%	0,1
Russia	7.2x	6.5x	8,0%	1.2x	1.1x	148%	2%	14%	0,0
Turkey	4.7x	8.5x	9,0%	1.0x	1.5x	51%	12%	16%	0,1
Poland	12.0x	11.8x	3,0%	1.3x	1.5x	123%	-3%	8%	0,1
Hungary	9.4x	9.6x	3,0%	1.4x	1.4x	127%	1%	13%	0,1
Czech R.	15.6x	12.5x	6,0%	1.6x	1.8x	76%	18%	11%	0,2
UAE	13.7x	11.1x	4,0%	1.6x	1.4x	14%	14%	12%	1,0
Brazil	7.0x	10.9x	7,0%	1.8x	1.8x	239%	-12%	21%	0,0
Mexico	14.3x	15.1x	3,0%	2.1x	2.7x	145%	5%	25%	0,1
Chile	12.5x	15.8x	4,0%	1.4x	2.0x	113%	-1%	13%	0,1
Colombia	9.1x	13.6x	13,0%	1.2x	1.6x	264%	17%	21%	0,0
Peru	10.0x	12.6x	3,0%	1.7x	3.1x	676%	16%	20%	0,0

Fonte: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Dados de 29 de Setembro 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.