



ECONOMIA E POLÍTICA

Eleições americanas, Covid e Fiscal – tempos de definição

Fatos Econômicos: Com a postergação do debate sobre orçamento de 2021, Renda Brasil e a manutenção do teto de gastos para depois das eleições municipais, o fluxo de informações no Brasil ficou paralisado à espera de novembro/dezembro. Isso fez com que todas as atenções se voltassem para o cenário eleitoral americano em sua reta final e o estágio do Covid-19 ao redor do mundo. As pesquisas indicaram de maneira consistente a vitória do candidato Joe Biden, mas as surpresas do último pleito em 2016 adicionaram cautela na análise dos números eleitorais. Por enquanto, a apuração confirma que a Casa Branca deve mesmo ficar com o partido democrata. A eleição para o Senado também recebeu uma atenção especial pelo poder de decisão do Congresso americano sobre temas tributários. Maioria republicana (cenário base) aumenta a confiança de que uma das bandeiras de Joe Biden, que é elevar os impostos corporativos, não será implementada. Sobre o Covid-19, uma nova onda de preocupação se alastrou pela Europa, ensejando novas medidas de distanciamento social. No entanto, a proximidade da vacina e o menor número de óbitos reduziu o impacto esperado sobre as economias.

Implicações prospectivas para política econômica: A cada vez mais provável vitória de Joe Biden traz mudanças importantes para a política econômica nos Estados Unidos. A plataforma do democrata inclui reversão de parte dos impostos corporativos reduzidos pro Trump em 2017, aumento significativo de investimentos em infraestrutura e economia verde, além de uma mudança de approach na política externa. Acreditamos que a expansão do déficit fiscal americano deve ocasionar um aprofundamento dos déficits gêmeos que, associado à política monetária extremamente dovish do Fed, possa enfraquecer o dólar em um ciclo que costuma ser muito longo. A mudança nas relações externas, além do aumento de previsibilidade do novo presidente também deve ajudar a dar impulso ao crescimento global. Em outras palavras, temos uma combinação de dois vetores bastante favoráveis para que o fluxo de capitais busque retorno nos países emergentes e com superávit em conta corrente. O Covid-19 segue como um obstáculo para um cenário mais benigno e a recente onda 2 nos países europeus acendeu sinal de alerta para as autoridades fiscais e monetárias. O ECB e BOE apontaram intenção de incrementar os estímulos monetários nas suas reuniões mais recentes. Um eventual aumento de casos/hospitalizações/óbitos nos EUA podem, eventualmente, estimular que o Congresso americano acelere a aprovação do novo pacote fiscal, tendo em vista que o principal evento que estava empacando o acordo ficou pra trás. O que mantém os economistas cautelosos em relação às perspectivas mais negativas para os indicadores prospectivos é a possibilidade cada vez mais concreta de termos uma vacina no 1º trimestre de 2021. O fluxo de notícias sobre os avanços de alguns testes como da Oxford/Astrazeneca é bastante positivo.

No Brasil, a aproximação das eleições municipais atrasou o debate sobre o futuro fiscal do país em 2021. Mas, não evitou que o Banco Central, na sua última reunião, mandasse o recado de que, caso os parlamentares e o executivo tentarem driblar o teto, mesmo que sem acabar com o a âncora fiscal de maneira oficial, a instituição deixaria de contar com o Forward Guidance para manter os juros estáveis por um longo período, aumentando assim a probabilidade de alta de juros ao longo do ano que vem. Nosso cenário base ainda é que a classe política compreendeu, depois do caso dos precatórios, que o teto de gastos deve permanecer de pé e conseguirão encontrar uma solução fiscal por dentro do teto. Portanto, acreditamos em Selic parada em 2% por todo 2021. Mas, evidentemente, os riscos aumentaram. E, é a evolução do debate orçamentário que será nosso foco de atenção nos próximos 45 dias.

MERCADOS

Após a definição das eleições americanas, esperamos que o prêmio de risco mais elevado, oriundo do posicionamento “leve” de players em função da incerteza eleitoral, deva se reduzir. Adicionalmente, não acreditamos que a segunda onda do Covid-19, por ser algo bem antecipado (além da baixa mortalidade) ou mesmo pelos avanços nas vacinas, tenha potencial de levar o mercado a uma correção relevante.

Localmente, a situação fiscal demanda prêmio de risco em função do debate fiscal para 2021 e ruídos políticos com a proximidade das eleições legislativas. Mas repetindo o que citamos no relatório anterior, têm sido recorrente os processos de “reversão à média” no confuso cenário político-econômico brasileiro. Ou seja, não esperamos uma ruptura do teto e desordem fiscal, mas também somos céticos quanto ao avanço das reformas pretendidas pela área econômica do governo. Neste contexto, posicionamentos táticos e gerenciamento das posições com viés contrário ao fluxo local de notícias é algo que faz sentido.

A curva pré-fixada cedeu e deixamos de considerar a relação risco-retorno tão atrativa. Os riscos para trechos intermediários e longos, que possuem mais prêmio, permanecem relevantes e por isto não temos apetite. Em inflação implícita, mesmo sem considerar no cenário base um processo inflacionário fora de controle no curto prazo, consideramos que os riscos fiscais ainda favorecem posições compradas em trechos de longo prazo.

Em ações, consideramos que o cenário global citado acima e de juros baixos no mercado local deve continuar dando suporte neste final de ano. Por fim, também gostamos de posicionamentos que se beneficiem de um cenário de continuidade de perda do valor das moedas perante outros ativos e “reflation” global (ex: compra ouro, compra ativos reais, compra taxa 10 anos).

POSICIONAMENTO

Bolsa: Mantivemos **posição comprada** em tamanho moderado, ainda que gerenciando o tamanho do posicionamento com o racional de “reversão à média” recorrente no cenário político local. O foco é em alocações que impliquem na exposição a empresas sólidas, **geradoras de caixa** e com bons **ativos reais**. A principal posição segue sendo SLC Agrícola.

Juros: Com a queda dos prêmios, optamos por reduzir as posições **pré-fixadas bem curtas (até abril/21)**, que montamos aproveitando os prêmios que se originaram a partir dos ruídos no cenário fiscal. Não temos exposição aos trechos médios e longos. Entramos em uma **posição de valor relativo entre 3 vértices** no 2S’2021. Mantivemos a **posição comprada em juros americanos** no vértice de 10 anos.

Inflação: Montamos compra de inflação até Maio/21. Seguimos comprados em **inflação implícita longa**, sendo que este segue sendo o principal **hedge da carteira**.

Câmbio: Possuímos posições pequenas na compra de BRL e na venda MXN. Encerramos BRL x USD. Mantivemos a compra de ouro.

FUNDOS MULTIMERCADOS

Comentários do Gestor

QUANTITAS FIC FIM MALLORCA

O Quantitas FIC FIM Mallorca apresentou um resultado de **0,57% em outubro**, acumulando um retorno de **5,87% no ano**.

Resultados

Mesmo com a deterioração nos mercados, a posição estrutural comprada em inflação implícita, a compra de taxa de 10 anos nos EUA e posições pré-fixadas bem curtas (e em grande parte táticas que já foram zeradas) contribuíram para que o resultado do Fundo superasse o benchmark. Além disso, algumas posições de valor relativo na curva de juros reais também contribuíram. Os resultados foram negativos no book de bolsa local e long-short fundamentalista.

Posicionamento

Mantivemos a posição comprada em bolsa (foco em empresas geradoras de caixa e ativos reais), mantendo em tamanho moderado (17% PL). A principal posição (5%) é SLC Agrícola (tese de valorização de ativos reais). Elevamos, taticamente, durante o mês as posições pré-fixadas bem curtas, até Abr/21 (mas encerramos o mês com tamanho reduzido). Também ampliamos as posições de valor relativo na curva de juros. Em inflação, mantivemos a compra de implícita, sendo que este segue sendo o principal hedge da carteira. Adicionalmente: (i) mantivemos posição pequena na compra de BRL versus MXN (<1% PL); (ii) mantivemos a compra na taxa de 10 anos da curva americana; e (iii) mantivemos a compra de ouro (4% PL).

ATTRIBUTION | OUTUBRO

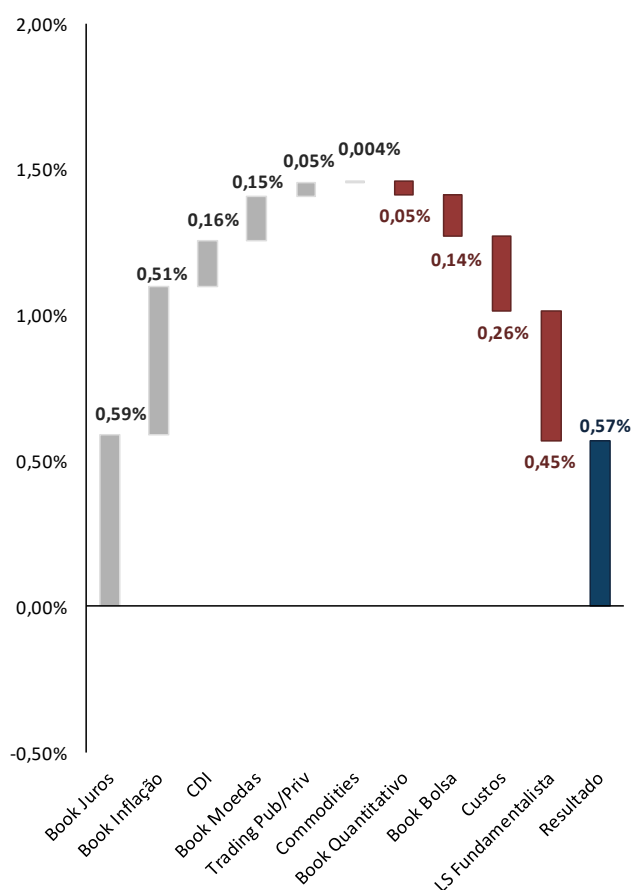


TABELA DE RENTABILIDADES

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2016	Fundo	-	0,43%	2,47%	3,71%	0,14%	2,18%	2,77%	1,80%	1,41%	1,72%	0,85%	1,88%	21,10%	21,10%
	% CDI	-	164,93%	212,58%	351,72%	12,90%	187,56%	250,55%	148,17%	127,43%	164,50%	82,10%	167,05%	176,03%	176,03%
	DI +	-	0,17%	1,31%	2,65%	-0,96%	1,02%	1,67%	0,58%	0,30%	0,68%	-0,19%	0,75%	9,11%	9,11%
2017	Fundo	1,48%	0,58%	1,41%	0,48%	2,01%	1,16%	1,07%	1,41%	1,39%	1,27%	-0,94%	-0,23%	11,63%	35,18%
	% CDI	135,92%	66,55%	134,29%	61,06%	217,08%	142,83%	133,60%	175,68%	216,26%	197,07%	-164,79%	-42,35%	116,86%	152,10%
	DI +	0,39%	-0,29%	0,36%	-0,31%	1,08%	0,35%	0,27%	0,61%	0,75%	0,63%	-1,50%	-0,77%	1,68%	12,05%
2018	Fundo	2,20%	0,92%	-0,59%	0,41%	-0,62%	1,03%	0,61%	0,73%	0,58%	1,48%	0,71%	0,07%	7,77%	45,69%
	% CDI	377,82%	198,20%	-110,73%	80,00%	-120,25%	198,93%	113,33%	128,46%	123,47%	273,10%	144,40%	13,73%	121,01%	147,20%
	DI +	1,62%	0,46%	-1,12%	-0,10%	-1,14%	0,51%	0,07%	0,16%	0,11%	0,94%	0,22%	-0,43%	1,35%	14,65%
2019	Fundo	1,19%	0,43%	0,31%	0,42%	0,99%	0,95%	0,90%	-0,60%	0,31%	0,79%	0,60%	2,41%	9,03%	58,85%
	% CDI	219,02%	87,22%	66,18%	80,59%	183,00%	203,51%	159,00%	-119,80%	66,97%	164,05%	157,00%	641,18%	151,39%	151,45%
	DI +	0,65%	-0,06%	-0,16%	-0,10%	0,45%	0,49%	0,34%	-1,11%	-0,15%	0,31%	0,22%	2,04%	3,07%	19,99%
2020	Fundo	0,12%	-0,96%	-1,87%	3,27%	2,19%	1,64%	0,72%	0,51%	-0,36%	0,57%	-	-	5,87%	68,17%
	% CDI	32,25%	-325,93%	-550,94%	1146,16%	918,31%	761,24%	373,04%	315,42%	-230,95%	360,97%	-	-	239,86%	161,33%
	DI +	-0,26%	-1,26%	-2,22%	2,98%	1,95%	1,42%	0,53%	0,35%	-0,52%	0,41%	-	-	3,42%	25,91%

FUNDOS MULTIMERCADOS

Comentários do Gestor

QUANTITAS FIM GALÁPAGOS

O **Quantitas FIM Galápagos** obteve uma rentabilidade de **1,54% em outubro**, acumulando um retorno de **16,97% no ano**.

Resultados

A posição estrutural comprada em inflação implícita e posições pré-fixadas bem curtas (e em grande parte táticas que já foram zeradas) explicam o bom desempenho do Fundo no mês. Além disso, algumas posições de valor relativo na curva de juros reais também contribuíram.

Posicionamento

Elevamos, taticamente, durante o mês as posições pré-fixadas bem curtas, até Abr/21 (mas encerramos o mês com tamanho reduzido). Também ampliamos as posições de valor relativo na curva de juros. Em inflação, mantivemos a compra de implícita

TABELA DE RENTABILIDADES

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2017	Fundo	-	-	-	-	-	-	-	0,46%	1,24%	0,69%	0,06%	0,81%	3,30%	3,30%
	% CDI	-	-	-	-	-	-	-	119,77%	193,19%	107,57%	10,28%	149,46%	117,38%	117,38%
	DI +	-	-	-	-	-	-	-	0,08%	0,60%	0,05%	-0,51%	0,27%	0,49%	0,49%
2018	Fundo	1,08%	0,61%	-0,33%	-0,23%	0,58%	0,77%	0,52%	0,60%	0,89%	1,08%	0,72%	0,29%	6,78%	10,29%
	% CDI	185,62%	131,87%	-61,59%	-44,55%	111,61%	149,38%	95,28%	105,89%	190,35%	198,54%	145,85%	58,74%	105,49%	109,39%
	DI +	0,50%	0,15%	-0,86%	-0,75%	0,06%	0,26%	-0,03%	0,03%	0,42%	0,54%	0,23%	-0,20%	0,35%	0,88%
2019	Fundo	0,58%	0,48%	0,55%	0,50%	0,96%	0,35%	1,17%	0,49%	1,09%	-0,06%	-0,02%	-0,19%	6,07%	16,99%
	% CDI	107,59%	98,26%	118,13%	97,39%	176,78%	75,40%	205,63%	97,63%	234,31%	-12,17%	-5,44%	-51,02%	101,75%	106,60%
	DI +	0,04%	-0,01%	0,09%	-0,01%	0,42%	-0,12%	0,60%	-0,01%	0,63%	-0,54%	-0,40%	-0,57%	0,10%	1,05%
2020	Fundo	1,18%	1,05%	6,99%	1,40%	2,09%	0,85%	0,37%	0,52%	-0,01%	1,54%	-	-	16,97%	36,85%
	% CDI	313,01%	354,79%	2055,39%	490,03%	877,00%	397,01%	187,97%	321,22%	-8,66%	980,03%	-	-	693,84%	196,24%
	DI +	0,80%	0,75%	6,65%	1,11%	1,85%	0,64%	0,17%	0,36%	-0,17%	1,38%	-	-	14,52%	18,07%

FUNDOS MULTIMERCADOS

Comentários do Gestor

QUANTITAS FIM MALDIVAS LS

O **Quantitas FIM Maldivas LS** desvalorizou -2,31% no mês de outubro, **acumulando um retorno de -1,66% no ano.**

Resultados

Outubro foi o pior mês do fundo e um dos piores da estratégia nos últimos 5 anos. Não foi um mês típico do ponto de vista estatístico. Para que isso se torne possível, todas as grandes posições compradas e vendidas do fundo performaram negativamente ao longo do mês. Na posição comprada, nossa maior exposição setorial (cerca de 15%) no setor de distribuição de combustíveis (Ultrapar e BR Distribuidora) não funcionou. Apesar de escrever o relatório já com o resultado da empresa divulgado nos primeiros dias de novembro, consideramos que o mercado está excessivamente preocupado com uma possível segunda onda de Covid-19 no Brasil. Na primeira onda foi um dos setores mais afetados. Outra posição extremamente afetada no mês, foram as ações da farmacêutica Hypera. Reticências quando a governança da empresa vem descontado as ações de uma maneira agressiva. Conhecemos o caso a ponto de manter a posição comprada. O mesmo fizemos com o setor de distribuição de combustíveis. Na posição vendida, a busca por ativos seguros e dolarizados, fez com que as Weg registrassem a pior perda do fundo com cerca de 5% de exposição. Apesar de entender que é movimento sem fundamento, decidimos encerrar a posição antes do resultado por gestão de riscos. Como um grande resumo, o fundo estava posicionado para a temporada de resultados extremamente forte, muito acima do consenso geral, em empresas focadas no mercado interno que estavam se recuperando dos efeitos econômicos do 1º Semestre de 2020. A reação de mercado, com o benefício de algum tempo, nos pareceu e parece exagerada ainda.

Posicionamento

Mantivemos o fundo neutro para novembro. Em commodities, posições neutras em Petróleo e Mineração, vendidas em Papel e Celulose. Mercado interno, estamos otimistas em varejo pelo desconto em relação ao histórico, através de Guararapes e Centauro. Para proteger a posição do mercado interno, estamos vendidos em ações da Alpargatas, Copel, Localiza e Camil. Posição tática vendida em Eneva e comprada em Braskem para o resultado dia 11/11. Para proteger nossa posição comprada em Hypera, estamos com hedge na rede de farmácia Raia Drogasil. Nos Bancos estávamos comprados para a temporada de resultados, mas reduzimos ao notar quão rápido estão se deteriorando os resultados na atividade central dos bancos, ganhar dinheiro emprestando juros. Foram acima de nossas expectativas já pessimistas.

ATTRIBUTION | OUTUBRO

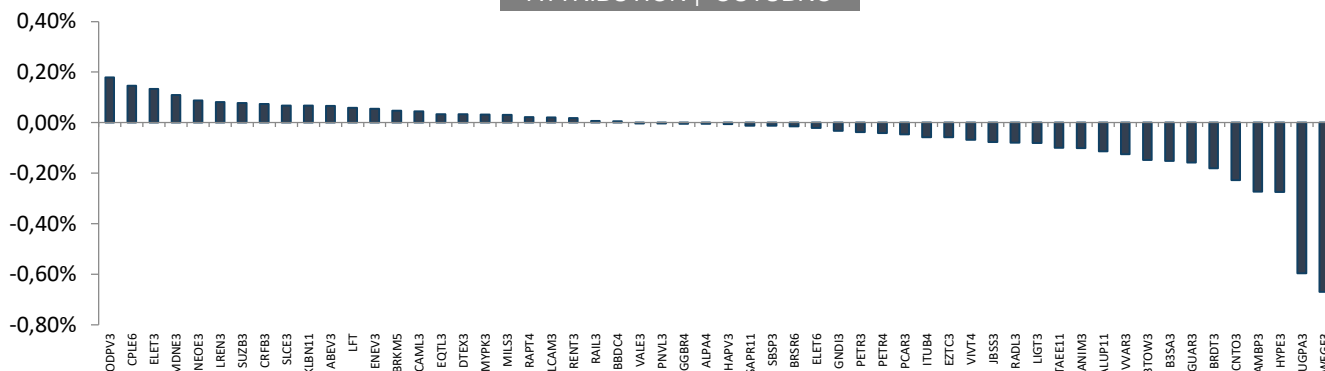


TABELA DE RENTABILIDADES

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2019	Fundo	-	-	-0,14%	-0,96%	0,68%	2,10%	2,02%	-0,80%	-0,52%	1,35%	1,17%	2,20%	7,25%	7,25%
	% CDI	-	-	-53,45%	-185,58%	124,63%	447,06%	355,48%	-158,32%	-112,39%	281,18%	308,56%	584,45%	155,17%	155,17%
	DI +	-	-	-0,42%	-1,48%	0,13%	1,63%	1,45%	-1,30%	-0,99%	0,87%	0,79%	1,82%	2,58%	2,58%
2020	Fundo	-0,10%	-0,44%	2,07%	0,67%	-0,38%	0,60%	-0,05%	-1,57%	-0,09%	-2,31%	-	-	-1,66%	5,47%
	% CDI	-25,93%	-149,30%	607,35%	233,58%	-160,18%	278,31%	-25,41%	-976,16%	-55,72%	-1469,87%	-	-	-67,69%	75,69%
	DI +	-0,47%	-0,73%	1,73%	0,38%	-0,62%	0,38%	-0,24%	-1,73%	-0,24%	-2,46%	-	-	-4,10%	-1,76%

FUNDOS MULTIMERCADOS

Comentários do Gestor

QUANTITAS FIM ARBITRAGEM

O **Quantitas FIM Arbitragem** apresentou um resultado de **2,41% em outubro**, acumulando um retorno de **6,72% no ano**.

Resultados

As posições do fundo enceraram o mês com resultado positivo, de forma bastante diversificada entre os diversos trechos e vertices na curva de juros.

Posicionamento

Continuamos elevando o posicionamento no final de 2021 e início de 2022. Também iniciamos nova posição entre os anos de 2023 e 2024, onde estamos percebendo oportunidades atrativas de risco retorno. Reduzimos os posicionamentos no primeiro semestre de 2021 e mantivemos as posições no trecho longo da curva.

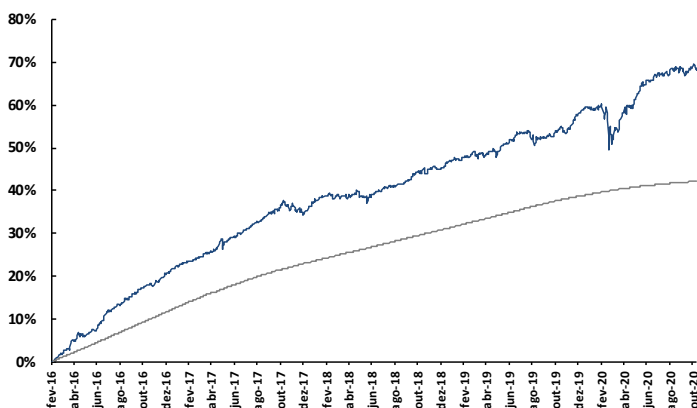
TABELA DE RENTABILIDADES

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2014	Fundo								0,52%	2,52%	1,77%	0,55%	1,79%	7,36%	7,36%
	% CDI								181,88%	280,33%	187,59%	66,16%	188,10%	184,71%	184,71%
	DI +								0,23%	1,62%	0,83%	-0,28%	0,84%	3,37%	3,37%
2015	Fundo	2,39%	1,03%	1,85%	1,44%	1,13%	1,51%	0,53%	2,59%	-0,20%	2,61%	1,22%	-0,44%	16,78%	25,37%
	% CDI	258,10%	125,94%	178,54%	152,00%	115,33%	142,03%	45,04%	233,96%	-17,81%	235,53%	115,68%	-37,80%	126,87%	143,05%
	DI +	1,47%	0,21%	0,81%	0,49%	0,15%	0,45%	-0,65%	1,48%	-1,30%	1,50%	0,17%	-1,60%	3,55%	7,64%
2016	Fundo	3,02%	1,31%	2,12%	1,46%	1,55%	2,25%	1,68%	1,97%	1,27%	0,67%	3,09%	0,30%	22,71%	53,84%
	% CDI	285,95%	131,17%	182,70%	138,21%	139,63%	194,06%	151,68%	162,06%	114,46%	64,13%	297,63%	26,41%	162,18%	157,33%
	DI +	1,96%	0,31%	0,96%	0,40%	0,44%	1,09%	0,57%	0,75%	0,16%	-0,38%	2,05%	-0,83%	8,71%	19,62%
2017	Fundo	2,93%	1,12%	2,04%	-0,47%	4,00%	0,03%	0,63%	1,17%	0,99%	-0,06%	2,43%	-0,83%	14,78%	76,59%
	% CDI	269,16%	129,47%	194,48%	-59,81%	432,52%	3,11%	78,78%	145,83%	154,46%	-9,37%	429,02%	-153,73%	148,55%	160,96%
	DI +	1,84%	0,26%	0,99%	-1,26%	3,08%	-0,79%	-0,17%	0,37%	0,35%	-0,71%	1,87%	-1,37%	4,83%	29,01%
2018	Fundo	3,70%	-0,99%	-0,26%	-1,04%	-0,06%	3,07%	0,02%	0,28%	0,55%	1,31%	0,95%	0,35%	8,03%	90,77%
	% CDI	633,75%	-211,56%	-49,72%	-200,86%	-10,92%	592,72%	3,67%	48,95%	116,47%	240,73%	192,24%	70,23%	125,03%	159,07%
	DI +	3,11%	-1,45%	-0,80%	-1,56%	-0,57%	2,55%	-0,52%	-0,29%	0,08%	0,76%	0,46%	-0,15%	1,61%	33,71%
2019	Fundo	0,57%	0,77%	0,66%	0,34%	1,15%	0,16%	0,65%	1,02%	0,60%	-1,26%	2,41%	-0,22%	7,02%	104,17%
	% CDI	104,65%	155,16%	141,60%	65,98%	211,02%	33,76%	115,34%	202,17%	128,22%	-261,02%	633,91%	-59,00%	117,68%	156,80%
	DI +	0,03%	0,27%	0,20%	-0,18%	0,60%	-0,31%	0,09%	0,51%	0,13%	-1,74%	2,03%	-0,60%	1,06%	37,73%
2020	Fundo	0,76%	0,61%	1,73%	1,38%	0,58%	0,42%	-0,47%	-0,07%	-0,76%	2,41%	-	-	6,72%	117,89%
	% CDI	200,47%	207,19%	507,53%	483,81%	241,39%	195,96%	-243,84%	-45,40%	-486,40%	1536,67%	-	-	274,88%	167,21%
	DI +	0,38%	0,32%	1,39%	1,09%	0,34%	0,21%	-0,67%	-0,23%	-0,92%	2,26%	-	-	4,28%	47,39%

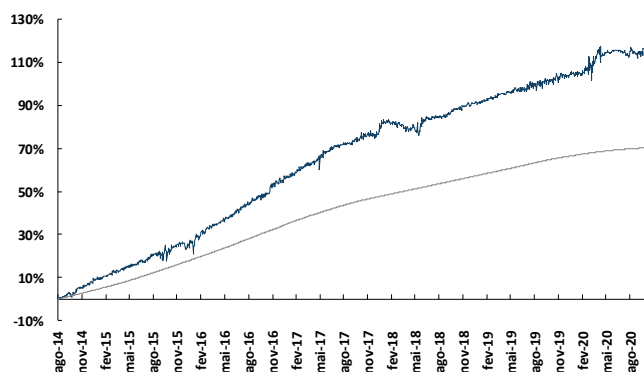
VISÃO GERAL DOS FUNDOS MULTIMERCADOS

FUNDO DE INVESTIMENTO		Outubro'2020	2020	12 Meses	24 Meses
Quantitas FIM Arbitragem	Fundo	2,41%	6,72%	7,76%	15,40%
	% do CDI	1536,67%	274,88%	239,14%	160,66%
Quantitas FIC FIM Mallorca	Fundo	0,57%	5,87%	8,88%	16,08%
	% do CDI	360,97%	239,86%	273,76%	167,74%
Quantitas FIM Galápagos	Fundo	1,54%	16,97%	16,50%	25,21%
	% do CDI	980,03%	693,84%	508,60%	262,97%
Quantitas FIM Maldivas LS	Fundo	-2,31%	-1,66%	1,77%	-
	% do CDI	-1469,87%	-67,69%	54,63%	-

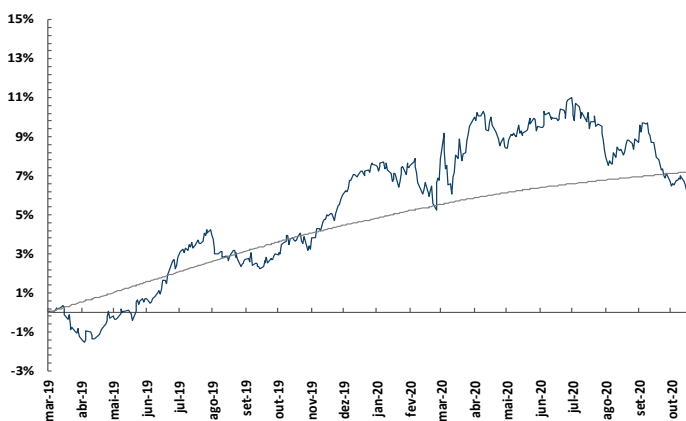
Quantitas FIC Fim Mallorca



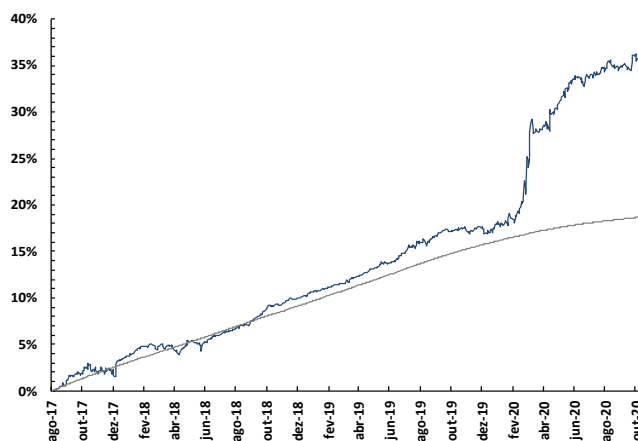
Quantitas FIM Arbitragem



QUANTITAS FIM MALDIVAS LS



Quantitas FIM Galápagos



**CONFIRA TAMBÉM O NOSSO
RELATÓRIO DE RENDA VARIÁVEL**

Quantitas

www.quantitas.com.br



As informações contidas neste documento foram produzidas pela Quantitas Gestão de Recursos S.A. dentro das condições atuais de mercado e conjuntura. Todas as recomendações e estimativas aqui apresentadas derivam de nosso julgamento e podem ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio. **A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Ressaltamos que rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. As informações do presente material são exclusivamente informativas. Recomendamos ao investidor a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento dos fundos de investimento ao aplicar seus recursos. Ressaltamos que os fundos de investimentos não contam com a garantia do administrador, gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito - FGC. A Quantitas Gestão de Recursos S.A. não se responsabiliza por decisões de investimento tomadas com base nos dados aqui divulgados. Para avaliação de performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses.