

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	Abril	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	-1.8%	1.5%	0.6%	6.6%	-0.9%	3.3%	3.4%	5.0%	10.4%
Bench.	-1.9%	1.5%	0.5%	6.9%	-2.1%	2.5%	2.7%	3.7%	10.2%
Desempenho inferior/superior	12	-5	7	-35	116	77	75	130	
Ações	-1.7%	5.0%	3.4%	13.0%	-0.3%	5.2%	4.7%	3.8%	15.2%
Bench.	-1.7%	5.0%	3.5%	13.2%	-0.3%	5.2%	4.6%	3.3%	15.1%
Renta Fija	-2.1%	-1.9%	-2.5%	0.7%	-3.6%	-0.1%	0.9%	4.0%	6.5%
Bench.	-2.1%	-1.9%	-2.5%	0.8%	-4.0%	-0.5%	0.5%	3.4%	6.5%
Caixa	0.4%	1.3%	1.8%	5.4%	2.8%	2.1%	1.4%	1.5%	0.6%
Ouro	4.2%	12.4%	11.0%	16.4%	9.3%	12.5%	6.0%	9.9%	14.7%

Resultados em 30 de abril de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

April showers....do Spring
May flowers? 1

Alocação de ativos3

Resultados globais do
TAACo em maio de
2024.....17

Desempenho histórico 18

.... April showers....do Spring May flowers? ¹

Após cinco meses consecutivos de alta nos mercados acionários, abril marcou um ajuste, com queda tanto nas ações quanto na renda fixa. Conforme mencionado, e como tem sido a tendência há quase um ano, o principal *impulsionador* ou determinante das tendências do mercado é a expectativa das taxas de juros dos EUA. O nível de dependência dos dados nos mercados e o debate sobre quando e enquanto o Fed reduzirá as taxas de juros deixam o mercado nervoso. Em abril, os dados referentes à solidez econômica dos EUA, os dados de inflação mais fortes do que o esperado e os comentários mais *hawkish* (tendência a taxas de juros mais altas para controlar a inflação) dos formuladores de políticas dos EUA fizeram com que as taxas de juros do mercado subissem acentuadamente. Por exemplo, as taxas das treasuries de 10 anos subiram de 4,2% para uma alta de 4,7%.

Poucos dias depois de maio, dados mais fracos sobre emprego e comentários *dovish* (em vez de *hawkish*) do Fed geraram exatamente o efeito oposto. Os ativos de risco retomaram sua tendência de alta e as taxas de juros do mercado caíram. O que virá a seguir dependerá dos dados de inflação e atividade a serem divulgados.

Vale a pena mencionar que, em geral, os resultados corporativos publicados foram melhores do que o esperado e que, embora os preços das ações pareçam altos, a maioria das que mais subiram (por exemplo, Magnificent 7) é sustentada por fundamentos. Além disso, os preços (múltiplos) e os balanços patrimoniais dos gigantes da tecnologia de hoje, em primeiro lugar, não atingiram os níveis da bolha *dotcom* e, em segundo lugar, estão gerando receitas e lucros.

No que diz respeito ao crescimento, o cenário que está se consolidando, conforme argumentamos no mês passado, é o de um *soft landing*. Embora a inflação esteja se tornando mais "persistente", sua tendência é de queda gradual. Do lado chinês, há sinais de melhoria do *impulso* econômico, e as autoridades estão dando sinais positivos em termos de abordagem da crise imobiliária, reformas para permitir a recuperação econômica e políticas fiscais e monetárias de apoio. Além

Aumento das taxas de juros e inflação instável atenuam a recuperação das ações em abril

Até agora, em maio, os ativos de risco retomaram a tendência de alta

Apesar dos aumentos de preços, os valuations não parecem ser muito bons

O cenário de um *Soft landing* continua a ser consolidado.

¹ Adaptação de parte da citação do poeta britânico Thomas Tusser: "Sweet April showers do spring May flowers".

disso, esse mercado tem registrado fluxos positivos nas últimas semanas e os valuations ainda parecem baratos. Quanto à Europa, os sinais de que a atividade chegou ao fundo são claros, a inflação despencou e é provável que os cortes nas taxas de juros comecem em junho próximo.

Alocação de ativos. - Considerando os seguintes fatores:

- a) Crescimento estável. Um cenário de desaceleração moderada, robustez na economia dos EUA e pressões inflacionárias que diminuiriam gradualmente, uma perspectiva melhor para a economia chinesa e a Europa que teria atingido um piso,
- b) A inflação dos EUA é resiliente, mas não está se acelerando e está diminuindo lentamente,
- c) Isso faria com que as taxas de juros permanecessem em torno dos níveis atuais e adiaria os cortes nas taxas de juros, dependendo dos dados econômicos (estimados em cerca de dois cortes de 25 bps cada entre agora e o final do ano).
- d) Um cenário mais construtivo para a China e a Europa
- e) Valuations atraentes em determinados setores e países

No entanto,

- a) Alta volatilidade nas taxas de juros,
- b) Os aumentos nos índices de ações até agora neste ano (S&P 500 e Nasdaq entre 8% e 9%) tornam os mercados vulneráveis a correções e certos valuations parecem altos.
- c) Alto ruído geopolítico e sociopolítico em alguns países (por exemplo, Israel-Hamas, eleições nos EUA).

Isso nos leva a manter uma posição neutra em ações, underweight em renda fixa e overweight em caixa, dadas as atraentes taxas de juros de curto prazo (T bill de 3 meses a mais de 5% ao ano).

Justificativa após a alocação de ativos:

Crescimento estável, inflação resiliente, atraso no início dos cortes de taxas e melhores perspectivas para a China e a Europa

Mas a alta volatilidade, os aumentos acentuados das ações no acumulado do ano e o alto ruído geopolítico

Ações neutras, títulos UW e caixa OW

ALOCAÇÃO DE ATIVOS: MAIO 2024

TAACo Global	Bench.	Abril	Maio	OW / UW	
Ações	50%	50%	50%	N	Ações neutras, títulos UW e caixa OW
Renda Fixa	50%	45%	45%	UW -5%	
Caixa		5%	5%	OW 5%	
Ouro				N	
Total da Carteira					
Europe ex UK	14.0%	11.5%	12.5%	UW -1.0%	A UW na Europa é reduzida
Europe Small Cap ex UK	1.0%			UW -1.0%	
UK	3.0%	2.4%	2.4%	UW -0.6%	
US Large Cap Growth	17.0%	15.8%	17.0%	N	Neutro nos EUA em todos os estilos
US Large Cap Value	15.0%	14.0%	15.0%	N	
US Small Caps	4.0%	3.6%	4.0%	N	Mercados emergentes da OW: OW LatAm e China
Japão	5.0%	4.9%	5.0%	N	
Mercados desenvolvidos	59.0%	52.2%	55.9%	UW -2.6%	
América Latina	5.0%	7.1%	6.1%	OW 1.6%	
LatAm Small Cap	1.0%	0.7%	1.0%	N	Em renda fixa: mercados desenvolvidos da UW e emergentes da OW
China	10.0%	12.7%	11.0%	OW 1.0%	
EM Ásia ex China	20.0%	16.6%	21.0%	OW	
EM Ásia Small Cap	5.0%	4.0%	5.0%	N	
Mercados emergentes	41.0%	47.8%	44.1%	OW 2.6%	
Total de ações	100.0%	100.0%	100.0%		
Treasuries 2Y	5.9%	6.0%	6.5%	OW 0.6%	Títulos do Tesouro dos EUA de 2 e 10 anos
Treasuries 10Y	12.4%	11.5%	14.0%	OW 1.6%	
Treasuries 30Y	7.2%	6.6%	7.2%	N	
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N	UW Global Corporate IG e HY
Global Corporate IG	27.5%	25.0%	24.4%	UW -3.1%	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	3.2%	UW -1.1%	
Dívida dos desenvolvidos	60.1%	56.2%	58.1%	UW -2.0%	RF emergente: OW corporativo IG e HY
EMBI	10.8%	5.0%	10.8%	N	
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	4.1%	OW 0.8%	
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	6.0%	OW 1.2%	
EM Local Markets	21.0%	23.2%	21.0%	N	
Dívida emergentes	39.9%	38.3%	41.9%	OW 2.0%	
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%		

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX REINO UNIDO: *underweight* nas quedas de *Large Cap* e *Small Cap*

A *dinâmica* econômica é favorável. Na zona do euro, o PIB no primeiro trimestre cresceu 0,4% em relação ao ano anterior, superando as expectativas. Embora o crescimento seja limitado, o número confirma que o velho continente pode ter atingido um platô econômico. O crescimento acelerou na Alemanha (de -0,5% a/a no 4T23 para 0,2% no 1T24), impulsionado pelo investimento e pelas exportações líquidas, e na França (de 0,1% para 0,2%), impulsionado pelo consumo.

As expectativas também estão começando a melhorar. O principal PMI de manufatura da Alemanha subiu para 42,4 pts, enquanto o PMI de serviços subiu para 53,3 pts, seu nível mais alto desde junho de 2023. Na França, o mesmo indicador subiu para 50,5 pts, pela primeira vez acima de 50 pts (limite para expansão/contração do setor nos próximos doze meses) desde maio de 2023.

Enquanto isso, com a atividade econômica melhorando na margem, mas permanecendo fraca, a inflação continua a diminuir em direção à meta do Banco Central Europeu (BCE). A inflação pode voltar a níveis próximos a 2% no segundo semestre de 2024, dando ao BCE a capacidade de manobra para começar a cortar as taxas de juros. Diferentemente dos EUA, onde a expectativa de cortes nas taxas é adiada, na Europa o mercado internaliza que o BCE poderia começar a cortar as taxas em junho.

No nível agregado, a inflação continuou sua tendência de queda em abril - principalmente devido ao componente de energia - e ficou em 2,4% a.a. (2,7% o número básico). Em linha com a desaceleração e convergência da inflação, o consenso do mercado mantém a previsão de três reduções de 25 bps neste ano, a partir de junho. Apesar disso, a curva da taxa de juros não conseguiu escapar das pressões vindas dos EUA. Nos últimos 30 dias, a taxa do Bund alemão de 2 anos subiu 10 bps. para 2,85% e a taxa de 10 anos permaneceu em 2,40%.

A recuperação das ações não se sustentou pelo sexto mês consecutivo e as ações globais caíram em abril. As ações europeias não foram exceção. O Stoxx 50 caiu 4,2% (em dólares), semelhante às ações dos EUA. Os valuations continuam atraentes, sendo negociadas abaixo das médias, e o atraso de médio a longo prazo em relação aos pares desenvolvidos permanece. A relação Preço/Utilidade de doze meses (P/E *fwd.*) é negociada abaixo da média de cinco anos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares. Em relação a seus pares, as ações são negociadas com um desconto de 20% em relação à média de cinco anos, superior ao desconto histórico de 14%.

Quanto ao setor corporativo, cerca de 60% das empresas do MSCI Eurozone divulgaram seus relatórios anuais até o momento, com uma contração média de 13% nos lucros, mas surpreendentemente em alta. Entre os poucos setores que apresentam crescimento positivo estão o financeiro, o de serviços de comunicação e o de serviços *públicos*. De acordo com a Factset, até 2024 os lucros corporativos cresceriam 8%, o que foi corrigido para baixo no último mês. O crescimento dos lucros seria liderado pelos setores de serviços de comunicação, imóveis e materiais, todos eles com uma base de comparação baixa.

Apesar dos fluxos fracos, a economia parece ter atingido um piso - pelo menos parou de cair -, a perspectiva está melhorando e a região se beneficiaria de cortes nas taxas já no próximo mês. Assim, dadas os valuations atraentes, a defasagem das ações e o alto *rendimento de dividendos* (~3,4%), decidimos diminuir gradualmente o *underweight enquanto* aguardamos novos sinais de recuperação/estabilização econômica.

REINO UNIDO: O Underweight é mantido

A *dinâmica* econômica permanece marginalmente positiva e a perspectiva é que o país permaneça estagnado em 2024, antes de ganhar força em 2025. A projeção de crescimento para este ano é de apenas 0,3%, afetado pelo consumo fraco, quedas nos investimentos e nas exportações, que não conseguem ser compensadas pelo aumento dos gastos do governo. A deterioração econômica projetada se reflete nas estimativas de lucros para este ano. De acordo com a Factset, os lucros do MSCI UK devem crescer apenas 3% este ano, o que foi corrigido para cima no último mês, mas está abaixo de seus pares desenvolvidos.

O mercado de trabalho continua apertado. A taxa de desemprego subiu para 4,2% no trimestre móvel encerrado em fevereiro, com os salários aumentando 4,6% em relação ao ano anterior. Enquanto isso, o consumo está se recuperando, com as vendas no varejo aumentando 0,8% ao ano em fevereiro, enquanto a produção industrial superou as expectativas com um aumento de 1,4% ao ano.

A inflação desacelerou em março (3,2% no índice *geral* e 4,2% no núcleo). Apesar da convergência do índice de preços, o mercado está seguindo o sentimento mais *hawkish* exibido em abril e os cortes de taxas esperados para este ano foram reduzidos de 3 para 2, começando em agosto. Em 7 de maio, a taxa de 2 anos estava em 4,30% e a taxa de 10 anos em 4,10%, pouco alterada em relação ao mês anterior.

As projeções oficiais e as divulgações de dados apontam para uma economia estagnada, com estimativas de lucros que são decepcionantes e saídas constantes. Embora os valuations estejam sendo negociados abaixo da média de cinco anos em termos absolutos, **o underweight em ações do Reino Unido permanece.**

ESTADOS UNIDOS: As ações *Large Cap Growth e Value*, juntamente com as *small caps*, permanecem neutras

Depois de a economia ter se destacado por seu dinamismo em abril, maio começa com um cenário de pouso suave mais evidente. Não apenas o PIB do terceiro trimestre decepcionou (1,6% q/q anualizado vs. 2,5%), mas também os dados do mercado de trabalho. Assim, *o impulso* econômico torna-se negativo em um nível não visto nos últimos 12 meses.

O mercado de trabalho está começando a esfriar gradualmente. Em abril, a criação de empregos diminuiu para 175 mil novos empregos, em comparação com os 315 mil do mês anterior, com a taxa de desemprego subindo para 3,9%. Os salários estão desacelerando e subindo 3,9% ao ano, o que ainda é uma fonte de preocupação para o Fed, pois continuam a subir mais do que o nível de preços.

Os sinais são mistos. Embora o emprego esteja se normalizando, a atividade permanece resiliente. Em março, as vendas no varejo cresceram 0,7% em relação ao mês anterior, enquanto a produção industrial aumentou 0,4%, em linha com as expectativas. As perspectivas para o setor não conseguem manter a tendência de alta e o principal indicador ISM de manufatura retornou ao território contracionista depois de ultrapassar brevemente a marca de 50 em março.

Do ponto de vista monetário, a inflação surpreendeu positivamente pelo terceiro mês consecutivo em março, atingindo 3,5% a.a. (com a medida do núcleo permanecendo em 3,8%). Dada a persistência da inflação, a meta de 2% não seria atingida até meados de 2025 e o mercado adia o início dos cortes nas taxas até pelo menos setembro, estimando apenas dois cortes de 25 bps este ano. A curva de juros dos títulos do Tesouro continua volátil, embora nos últimos 30 dias tenha apresentado pouca variação. Em 7 de maio, a taxa de 10 anos está 5 pontos acima da taxa de um mês atrás, em 4,45%, enquanto a taxa de 2 anos está em 4,83%.

O forte aumento da taxa de juros em abril encerra cinco meses de retornos positivos. As ações dos EUA caíram de 4 a 5% em abril, sem que a surpresa positiva nos relatórios corporativos conseguisse reverter a situação. Até o momento, 85% das empresas do S&P500 registraram crescimento de lucros em média de 5% e superaram as expectativas. Os destaques incluem o crescimento dos lucros e surpresas positivas nos setores de consumo discricionário, serviços de informática e serviços *públicos*. Até 2024, espera-se que os lucros cresçam cerca de 11%, superando o desempenho de seus pares desenvolvidos.

Os valuations diminuíram com a correção de abril e não parecem estar em níveis comparáveis aos da bolha *dotcom* no início dos anos 2000. Os índices *P/E fwd.* das ações de *crescimento* e *valor* estão sendo negociados em linha com as médias históricas, mas nas ações de *pequena capitalização* há não apenas um desconto, mas também uma defasagem, embora com alta volatilidade na classe de ativos.

Na frente política, a corrida presidencial permanece em espera pelo menos até as convenções dos candidatos republicanos e democratas serem realizadas no meio do ano. Até o momento, Joe Biden tem uma vantagem marginal sobre Trump (50% vs. 47% de apoio, respectivamente, conforme estimado pela Predictit).

Devido à alta sensibilidade às divulgações de dados econômicos, ao baixo suporte de fluxo, à vulnerabilidade às condições financeiras restritivas, às taxas de juros altamente voláteis e ao adiamento do corte das taxas, optou-se por manter a **cautela em relação às ações dos EUA em todos os estilos, com uma classificação neutra**. Isso apesar do apoio dos relatórios corporativos e dada a possibilidade de uma recuperação dos índices acionários com a redução das taxas de juros.

JAPÃO: Mantida a exposição neutra às ações japonesas

As ações japonesas foram uma das que apresentaram pior desempenho nos mercados desenvolvidos em abril, atingidas pela ampliação do diferencial de taxas em relação aos Estados Unidos e em meio a um forte enfraquecimento do iene.

A queda de quase USD 9% do Nikkei em abril veio para aliviar os valuations que estavam começando a exceder as médias históricas. Assim, o índice *P/E fwd.* permanece em níveis justos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares desenvolvidos. Enquanto isso, os lucros cresceriam em torno de 10% em 2024, uma estimativa um pouco mais alta do que a de seus pares desenvolvidos.

O *impulso* econômico continua positivo e o ciclo virtuoso de redeflação/inflação está confirmado. A inflação ficou em 2,7% no comparativo anual em março (2,9% na medida subjacente), o que está ajudando a lubrificar a economia. O surgimento da inflação também permite que o Banco do Japão justifique o fim das taxas de juros negativas. O mercado internaliza mais dois aumentos de taxas no restante do ano, em setembro e dezembro, o que poderia apoiar o enfraquecimento do iene. Até agora, neste ano, o iene perdeu quase 9% de seu valor, atingindo ¥158 por dólar, desencadeando o que parece ser duas intervenções do BoJ para conter a depreciação da moeda.

Embora a maioria dos fundamentos que têm impulsionado as ações japonesas até agora neste ano permaneça (*impulso* econômico positivo, força corporativa, reformas estruturais, valuations atraentes), a postura neutra é mantida, já que a flexibilização da taxa de juros poderia dar um impulso maior a outras ações, como as dos mercados emergentes.

OW EMERGING SHARES: OW China e América Latina, neutro Ásia EM ex China

Em abril, os mercados emergentes estiveram em linha com os mercados globais e exibiram desempenhos negativos em todas as regiões, exceto na China e na Ásia Small Cap, esta última impulsionada pelo gigante asiático. A China ganhou

impulso e o sentimento dos investidores globais em relação ao mercado chinês melhorou e os fluxos de entrada foram retomados. Na América Latina, o *desempenho inferior* continuou, e o mercado acionário da região não conseguiu gerar tração, o que levou a uma decisão de reduzir o *OW*. Com relação à Ásia EM ex China, a força macro em alguns países e o ciclo favorável de semicondutores continuaram, mas o momento político e eleitoral e a alta volatilidade de alguns mercados nos levaram a neutralizar o *OW*.

AMÉRICA LATINA: O *overweight* está diminuindo

Apesar dos valuations atraentes, o mercado acionário não conseguiu ganhar *impulso* e a posição de *OW* diminuiu no portfólio. Além disso, os cortes menores nas taxas de juros que o mercado espera para o Fed pressionam as moedas e as condições financeiras nos países que continuam a reduzir as taxas. Assim, embora a perspectiva de crescimento para a região permaneça estável, a defasagem do mercado está nos levando a reduzir nosso *overweight* às ações latino-americanas, esperando que as principais economias tomem fôlego e retornem a uma postura mais agressiva. Assim, com uma classe política mais pragmática, taxas de juros mais baixas que darão suporte ao crescimento econômico, mas com cautela, decidimos **reduzir nosso *overweight* em ações latino-americanas**.

Em abril, **as ações brasileiras** tiveram retorno negativo pelo quarto mês, e o índice MSCI Brazil caiu US\$ 4,9%, tornando-se um dos mercados emergentes com pior desempenho em abril. Embora os fundamentos permaneçam robustos, durante o mês surgiram e se exacerbaram rumores políticos em relação à responsabilidade fiscal, o presidente do Banco Central emitiu comentários mais *hawkish* que levaram o mercado a ajustar para cima suas expectativas para a taxa Selic no final do ano, juntamente com um real que se desvalorizou 3,4%, o que prejudicou o desempenho do dólar. Entretanto, a resiliência econômica permanece e o índice de atividade econômica de fevereiro cresceu 2,6% em relação ao ano anterior. Em linha com dados de atividade sucessivamente surpreendentes, o FMI, em seu *World Economic Outlook* (WEO) de abril, revisou para cima as projeções de crescimento econômico para este ano e para 2025, projetando uma expansão de 2,2% até 2024. Por outro lado, e apesar de o Banco Central ter dado a entender em sua última reunião que na próxima manteria o ritmo de cortes de 50 bps, o mercado ajustou suas expectativas e espera que em maio o corte seja de 25 bps para 10,50%. A esse respeito, há diferentes projeções e, dado que o mandato do atual governador, Roberto Campos Neto, termina em dezembro, alguns analistas projetam que ele terminará com uma taxa abaixo de 10%. Quanto à inflação, ela continuou a cair, situando-se em 3,9% a/a em março e caindo ligeiramente nas duas primeiras semanas de abril para 3,8%. Os valuations continuam a ser negociadas com um desconto histórico. Por outro lado, as projeções de lucros foram revisadas ligeiramente para baixo para este ano, com saídas no último mês e nos últimos três meses de ETFs de 2,9% e 9,3% do AUM, respectivamente. Ao mesmo tempo, até o momento, na temporada de relatórios corporativos do primeiro trimestre deste ano, as surpresas em relação às vendas foram negativas, enquanto os lucros foram positivos, exibindo uma contração nos lucros e um crescimento nas vendas. Além disso, as enchentes no sul do país deixaram mais de 80 pessoas mortas e mais de 100 desaparecidas, reduzindo a atividade econômica na área e reorientando os esforços políticos e fiscais para essa catástrofe. Quanto a outras iniciativas executivas, o projeto de lei de implementação do IVA foi apresentado e poderá avançar até julho, mas espera-se que, com a aproximação das eleições municipais de outubro, a agenda legislativa seja suspensa. Outra iniciativa que estará em pauta são os vetos presidenciais, que serão discutidos no Congresso e poderão liberar cerca de R\$3,6 bilhões para emendas parlamentares, pressionando novamente as contas fiscais. Embora os fundamentos macroeconômicos continuem a favorecer as ações brasileiras, bem como os valuations atraentes, a falta de apetite por esse ativo por parte dos investidores estrangeiros e a falta de *impulso* no mercado de ações nos levam a **reduzir o *OW* para o Brasil**.

No **México**, o mercado acionário perdeu força em abril e caiu US\$ 4,4%, também afetado por um peso mexicano que perdeu força e se desvalorizou 3,4%. Embora não tenha havido reunião de política monetária no mês, o fato de o Banxico

ter se desvinculado do Fed, cortando a taxa de referência em sua reunião de março, atingiu o peso mexicano, o que, juntamente com o fato de ser a quarta moeda mais líquida do mundo e a força do dólar que se estendeu durante abril, levou o peso mexicano a perder parte de seu valor e fechar o mês perto de MXN 17 por dólar. Assim, as expectativas são de que o banco central interrompa os cortes nas taxas em sua reunião de maio e mantenha a taxa nos atuais 11,0%, e que, depois disso, corte as taxas a cada duas reuniões. Assim, o mercado também revisou para cima a taxa de referência de fechamento para este ano, para uma mediana de 10,0%, com a inflação *geral* permanecendo firme e registrando 4,6% na primeira quinzena de abril em doze meses, acelerando. No entanto, o registro do núcleo permanece no lado negativo e registrou as duas primeiras semanas de abril em 4,4% em relação ao ano anterior. No que diz respeito à *dinâmica* econômica, os indicadores de manufatura e não manufatura do IMEF para abril voltaram para um território ligeiramente contracionista, com 49,2 e 49,7 pontos, respectivamente. Por outro lado, a atividade econômica de fevereiro surpreendeu positivamente ao crescer 4,4% em relação ao ano anterior. Apesar disso, o FMI revisou para baixo suas projeções de crescimento para este e o próximo ano, para 2,4% e 1,4%, respectivamente. Os valuations continuam a ser descontadas. Ao mesmo tempo, as projeções de lucros apontam para um crescimento da ordem de 20% para este ano. Por outro lado, todas as empresas do principal ETF do país já divulgaram seus resultados corporativos para o primeiro trimestre deste ano, mostrando contrações ano a ano tanto nas vendas quanto nos lucros, e surpresas negativas em ambos. Em nível político, foi aprovado o Fundo de Pensão da Previdência, que consiste, em linhas gerais, na geração de um fundo público com o caixa das contas de pensão de pessoas com mais de 70 anos que estão inativas. Entretanto, como essa iniciativa está condicionada à reforma da previdência, que faz parte do pacote de reformas constitucionais proposto pelo executivo em fevereiro, e que dificilmente será aprovada com a atual composição do Congresso, ela não será implementada no final. No que diz respeito às eleições, e a menos de um mês do pleito, foi realizado o segundo debate entre os candidatos à presidência, no qual a participação da favorita à presidência, Claudia Sheinbaum, não foi bem recebida pelo público. Assim, a última pesquisa publicada antes do debate diminuiu a diferença entre Sheinbaum e Gálvez, mas ainda dava a candidata do Morena como vencedora certa. De qualquer forma, o resultado que importa e não está tão claro é a composição do Congresso, que, se o partido governista obtiver uma maioria qualificada, poderá aprovar medidas radicais. Mesmo que o mercado de ações mexicano tenha valuations atraentes, a revisão para baixo das perspectivas de crescimento continua e a *dinâmica do* mercado de ações está se deteriorando. Além disso, a moeda está se enfraquecendo após um bom primeiro trimestre e falta cerca de um mês para as eleições, o que **nos leva a manter uma posição neutra em relação às ações mexicanas.**

Em abril, o mercado **chileno** obteve um desempenho marginalmente positivo, apoiado por um peso chileno que se valorizou 2,1% no mês, desvinculando-se de seus pares regionais e de mercados emergentes, e apesar da valorização do dólar. Isso foi impulsionado pelo cobre, cujo preço subiu 13% no mês, devido à maior demanda da China e ao déficit de oferta no mercado. Embora os dados mensais de atividade tenham sido surpreendentes, março decepcionou ao crescer 0,8% em doze meses (-0,7% mensal com ajuste sazonal). Embora a mineração tenha sido o setor que mais contribuiu para o crescimento, esse registro mais baixo é parcialmente explicado pelo menor número de dias úteis em março. Assim, a normalização da economia chilena levou diferentes instituições a ajustar para cima a projeção de crescimento para este ano e, em alguns casos, até mesmo para o próximo ano. Isso é apoiado por um Banco Central que continua a reduzir as taxas, um ciclo positivo do cobre e menos incerteza política. Com relação à autoridade monetária, depois de reduzir o ritmo de cortes na reunião do início de abril, os formuladores de políticas não emitiram muitos comentários, mas o mercado vem ajustando suas expectativas, de acordo com as globais, para cortes de taxas menos agressivos do que o esperado anteriormente. Por sua vez, após duas surpresas consecutivas de alta na inflação, os números de março mostraram uma desaceleração mais acentuada do que o esperado, mas em abril os números foram novamente mais inflacionários do que o esperado pelo mercado. Assim, tanto a inflação total quanto a inflação subjacente avançaram 0,5% mensalmente, com a primeira acelerando para 4,0% ao ano. Assim, as projeções apontam para uma inflação que

pode terminar o ano ligeiramente abaixo de 4,0%. Do lado político, o assassinato de três carabinieri (policiais nacionais) no sul do país reorientou a agenda política para os projetos de lei de segurança, e as prioridades do governo foram deixadas de lado. Nesse contexto, o governo pediu para avançar com a reforma da previdência em maio. Em suma, a incerteza política continua baixa, ajudada pela falta de progresso em iniciativas que poderiam ter um impacto econômico e fiscal significativo. Por outro lado, os valuations continuam atraentes, com o P/E *fwd.* sendo negociado abaixo de sua média de cinco anos. No mês passado, houve entradas líquidas de ~2,7% dos AUMs dos ETFs, e as projeções de lucros apontam para uma expansão de ~22% este ano, excluindo a SQM, corrigindo para cima no último mês e à medida que as empresas divulgam seus resultados corporativos do primeiro trimestre deste ano e entregam suas diretrizes. Assim, com menos incerteza política e econômica, um Banco Central cortando as taxas, a força demonstrada pelo preço do cobre, projeções de crescimento corrigindo para cima e valuations atraentes, a **OW em ações chilenas** está decidida a **aumentar**.

Na **Colômbia**, a economia continuou a se normalizar, e a atividade em fevereiro cresceu 2,5% em relação ao ano anterior, acima das expectativas. Mesmo assim, a inflação continuou a cair (em março, 7,4% a/a, núcleo de 8,8%). Isso permitiu que o banco central mantivesse o ritmo de cortes nas taxas em abril, reduzindo-as em 50 bps para 11,75%. Entretanto, após a reunião de março, o mercado esperava que a autoridade monetária acelerasse o ritmo dos cortes em abril, mas, devido ao contexto global e aos riscos inflacionários de alta, o Banco Central decidiu manter o ritmo dos cortes. A economia colombiana pode enfrentar maiores pressões inflacionárias devido aos preços mais altos da energia, em decorrência das secas causadas pelo fenômeno La Niña, e da inflação mais alta dos alimentos, que não se refletiu após os episódios de incêndios no país. Além disso, o preço do diesel aumentará em maio em um total de COP 100 por litro, diminuindo o subsídio e, devido ao seu uso generalizado por caminhões e frete, o impacto sobre a inflação pode ser mais geral. No aspecto político, o governo continua a perder popularidade e a última pesquisa da Invamer mostrou que 60% da população desaprova a administração de Petro. Isso se refletiu nos protestos em massa em todo o país organizados pela oposição. Apesar disso, a reforma previdenciária foi aprovada pelo Senado, mas ainda tem uma série de debates pendentes que devem ser aprovados antes de 20 de junho para se tornar lei. As modificações pelas quais o projeto de lei passou e a insatisfação do executivo com relação a isso acrescentam novos obstáculos e impedem seu progresso. Ao mesmo tempo, o governo pediu ao Congresso que flexibilizasse a regra fiscal para financiar um novo plano de reativação econômica, o que aumenta a pressão sobre as finanças públicas já deterioradas. No lado das ações, a Colômbia continua sendo o mercado da região com o maior desconto histórico, com o P/E *fwd.* sendo negociado quase 1 desvio padrão abaixo de sua média de 5 anos. Os fluxos não são sustentados por saídas constantes e as projeções de lucros são negativas para este ano. Apesar dos valuations atraentes e da melhora na atividade econômica, o mercado de ações local perdeu um bom *impulso* e o ruído político continua alto, por isso decidimos **não alterar a posição neutra em ações colombianas**.

No **Peru**, o mercado de ações obteve um retorno positivo de US\$ 4,6%, impulsionado principalmente pelas empresas de mineração que desempenham um papel importante no índice e pelo aumento de *commodities*, como metais industriais e preciosos, em abril. No que se refere à atividade econômica, fevereiro surpreendeu positivamente e teve expansão de 2,9%, e o mercado espera que a injeção de liquidez proveniente de saques de fundos de pensão possa dar um impulso adicional ao consumo e levou a revisões para cima das projeções de crescimento. A inflação em abril continuou a cair e entrou no intervalo da meta do Banco Central (2% ± 1%), registrando 2,4% ao ano. Assim, o mercado espera que, na reunião de maio, o Banco Central reduza a taxa em 25 pontos-base, para 5,75%, e deve fechar o ano em torno de 4,5%. Isso desde que a maior disponibilidade de liquidez adicional não acrescente novas pressões inflacionárias significativas. Além da retirada dos fundos de pensão, o Congresso aprovou recentemente a retirada de 100% do seguro de demissão (Compensación por tiempo de Servicios), o que significa uma injeção adicional de liquidez para os bolsos dos peruanos. Embora isso possa ser positivo para o crescimento econômico, implica novas políticas populistas por parte do Congresso para melhorar sua aprovação e, além disso, liquidar ativos financeiros que, em um mercado raso como o peruano, podem

prejudicar seu funcionamento. Quanto aos valuations, estão sendo negociadas em torno da média de cinco anos, enquanto as projeções de lucros apontam para um crescimento de dois dígitos neste ano e no próximo. Com relação aos fluxos de investimento, eles estão estáveis no último mês, tanto para os ETFs como um todo quanto para o ETF mais representativo do país. Assim, em um contexto de alto ruído político e valuations justos, mas com a força dos metais industriais representando uma parcela significativa do índice MSCI, optamos por **manter uma posição neutra nas ações peruanas**.

Na **Argentina**, a atividade econômica continua deprimida e, em fevereiro, contraiu 3,2% em relação ao ano anterior (-0,2% no mês). Alguns setores econômicos foram mais afetados do que outros, como a construção e as vendas no varejo. Nesse sentido, permanece a incerteza quanto a uma eventual recuperação da economia no segundo semestre do ano e é improvável que ocorra a recuperação em "V" de que o executivo está falando. Por outro lado, as medidas para reduzir os gastos públicos e manter o regime cambial têm sido eficazes na redução da inflação. Em março, o índice de preços ao consumidor subiu 11% mensalmente e 9,4% para o núcleo da inflação). Dessa forma, as estimativas apontam para que essa última seja da ordem de 5,0% mensais nos próximos meses, o que é um recorde particularmente baixo para a Argentina. Assim, as medidas do governo têm sido eficazes no controle dos aumentos de preços, mas a recuperação econômica não está no horizonte e as estimativas apontam para uma contração do PIB de 3,5% este ano. Por outro lado, o Banco Central (BCRA) continua a reduzir a taxa de repasse, usada para orientar a política monetária, e a reduziu para 50% em maio. Isso permite que o BCRA emita menos moeda para pagar seus juros, o que foi uma das causas da inflação no governo anterior. Entretanto, isso leva o país a ter uma taxa de juros real mais negativa do que a observada anteriormente, já que em termos anuais a inflação continua a se acelerar. Todas essas medidas sugerem que a liberalização da taxa de câmbio está sendo adiada e pode não se concretizar nem neste ano nem no próximo, um cenário que não necessariamente exclui outra desvalorização pontual como a observada em dezembro do ano passado. No aspecto político, o foco tem sido o progresso da Lei Omnibus, que foi aprovada em geral e em particular na Câmara dos Deputados. A aprovação no Senado ainda está pendente, mas, ainda assim, é um sinal positivo para o governo. A iniciativa tem, em linhas gerais, quatro artigos: reforma trabalhista, reforma previdenciária, privatização de empresas públicas e o pacote fiscal, sendo que os dois últimos têm um impacto positivo sobre as finanças fiscais. Os a das ações argentinas continuam atraentes em relação às suas médias de cinco anos, apesar do desempenho positivo desde a vitória de Javier Milei, mas parecem caras em relação a seus pares de mercados emergentes. Além disso, os influxos para ETFs, da ordem de 11% dos AUM no último mês, continuam a fluir para os ETFs, proporcionando um impulso adicional ao mercado. Embora a *dinâmica* do mercado acionário seja positiva, os fundamentos macroeconômicos continuam fracos e vulneráveis ao aperto fiscal e, a menos que a melhoria dos dados se materialize e o declínio dos salários reais diminua, é improvável que o otimismo e a confiança atuais no governo sejam sustentados. Portanto, a decisão é **manter o Underweight nas ações argentinas**.

CHINA: Alteração para *Overweight*

A China liderou os retornos em abril, com um retorno de US\$ 6,6%. A melhora no sentimento do mercado em relação ao gigante asiático, devido à força de sua recuperação econômica e ao apoio do governo, permitiu esse *desempenho superior*.

Em 30 de abril, foi realizada a reunião semestral do Politburo, na qual os líderes da China se reúnem para orientar as políticas domésticas. Embora nenhuma política específica tenha sido anunciada, a direção e o tom do comunicado foram positivos, destacando os três aspectos a seguir: (i) Política fiscal: foi anunciado que uma política proativa continuaria, embora dessa vez tenha sido enfatizado que a intensidade necessária dos gastos fiscais seria mantida. (ii) Política monetária: foi declarado que a flexibilidade da taxa de juros seria abordada (iii) Setor imobiliário: foi relatado que novas políticas e medidas para abordar o mercado imobiliário seriam consideradas. O foco do mercado agora está voltado para

o "terceiro plenum" - a reunião anual do comitê central do Partido Comunista - a ser realizada em julho para definir reformas de longo prazo, esperando futuros anúncios de estímulo.

O relacionamento com os EUA continua volátil. O Secretário de Estado Antony Blinken visitou Pequim de 24 a 26 de abril e se reuniu com o presidente chinês. A conversa abordou o que os EUA e a Europa chamaram de excesso de capacidade de produção da China, que afeta empresas em todo o mundo. Xi respondeu que a China e os EUA deveriam ser parceiros, não rivais. A visita ocorreu dias depois que o Senado dos EUA aprovou a legislação que proíbe a plataforma Tik Tok em solo americano e as declarações de Biden buscando aumentar as tarifas sobre produtos de aço e alumínio. A China será um foco de campanha na eleição presidencial deste ano, já que Trump também fez declarações sobre o aumento das tarifas sobre produtos chineses. Enquanto isso, o presidente chinês iniciou sua turnê pela zona do euro; a visita de Xi é a primeira em quase cinco anos. Ele se reuniu com o presidente francês Emmanuel Macron e com a presidente da Comissão Europeia, Ursula Von der Leyen, abordando principalmente a capacidade de produção da China.

Em uma frente mais otimista, o *impulso* econômico está se fortalecendo e os PMIs oficial e Caixin continuaram a se expandir em abril (manufatura e serviços). Por sua vez, a economia cresceu 5,3% em relação ao ano anterior no primeiro trimestre, superando as expectativas e o número anterior, e parcialmente impulsionada pelo crescimento das exportações. Além disso, o crescimento do investimento foi impulsionado pelo setor industrial e de infraestrutura, enquanto o setor imobiliário continuou a se contrair. Por outro lado, a inflação desacelerou para 0,1% a.a. em março. Embora o banco central tenha mantido as taxas de empréstimo de 1 e 5 anos na reunião de abril, o comunicado do Politburo menciona uma possível flexibilização das taxas nas próximas instâncias. Apesar disso, o mercado não internaliza o afunilamento até dezembro deste ano, juntamente com a pressão do yuan, que levou as autoridades a afrouxar ligeiramente os controles da taxa de câmbio em abril, e a moeda chinesa se desvalorizou 0,3% em relação ao dólar.

Em relação aos valuations, as ações chinesas, tanto H (*offshore*) quanto A (*onshore*), estão sendo negociadas com desconto em relação à relação P/E *fwd*. Com relação aos relatórios corporativos do primeiro trimestre, destaca-se a surpresa nas vendas, embora os lucros tenham decepcionado. Nessa linha, espera-se que os lucros cresçam tanto neste ano quanto no próximo em cerca de 13%, dando espaço para melhorias nos próximos trimestres. Em termos de fluxos, após sete semanas consecutivas de saídas, os fluxos voltaram a entrar em fundos e ETFs durante a última semana de abril. Considerando o *momento* econômico mais favorável, a continuidade do estímulo fiscal e monetário, a busca por relações internacionais mais estáveis, os valuations atraentes e o retorno dos fluxos, **foi decidido levar as ações chinesas para o OW.**

EMERGENTE ASIÁTICO EX CHINA: Neutralizado a partir de OW

Na Ásia emergente, ex. China, há uma divergência entre os países. Por um lado, o mercado indiano tende a apresentar menor volatilidade, que pode ser interrompida pelo período eleitoral. Por outro lado, Taiwan e Coreia do Sul tendem a estar associados ao ciclo global e às empresas de tecnologia dos EUA. Assim, e em linha com a visão cautelosa sobre os mercados globais, decidiu-se neutralizar o overweight em ações da Ásia Emergente ex China.

Na **Índia**, o processo eleitoral do Lok Sabha (parlamento) está progredindo. O estado de Uttar Pradesh é um dos mais importantes, pois define 80 das 543 cadeiras, embora os resultados não sejam conhecidos até 4 de junho. A campanha eleitoral de Modi foi baseada principalmente no crescimento econômico e em tornar o país desenvolvido até 2047. Por sua vez, a economia mantém o *ímpeto* e os PMIs de manufatura e de serviços estão em território amplamente expansionista, atingindo 58,8p e 61,7p, respectivamente, em abril, enquanto o FMI revisou para cima as projeções de crescimento para 2024, para 6,8% (de 6,5%). A inflação de março desacelerou para 4,9% a/a, de 5,1% em fevereiro, dentro

do intervalo da meta do banco central (entre 2% e 6%) e atingindo o nível mais baixo desde maio de 2023. No entanto, a decisão do banco central foi manter a taxa de juros em 6,50% pela sétima reunião consecutiva, afirmando que a batalha contra a inflação não acabou, enquanto as pressões inflacionárias de alimentos são esperadas principalmente devido às ondas de calor. Do lado dos valuations, estão sendo negociados em torno de sua média de 5 anos (*P/E fwd.*), ao mesmo tempo em que cerca de 45% das empresas divulgaram seus resultados do primeiro trimestre de 2024, destacando o crescimento das vendas e dos lucros impulsionado principalmente pelos setores financeiro e de consumo discricionário, os dois setores mais importantes no MSCI do país. A projeção de crescimento dos lucros é de 18% e 14% para este e o próximo ano, respectivamente, tendo sido corrigida para baixo para este ano no último mês. Com relação aos fluxos de entrada, os fluxos líquidos para os ETFs do país como um todo e para o ETF mais representativo continuaram no último mês. Apesar do sólido *impulso* econômico e corporativo, **as ações indianas foram mantidas neutras**, principalmente devido à volatilidade que as eleições podem gerar.

Em abril, foram realizadas eleições parlamentares na **Coreia do Sul**, onde o partido da oposição conquistou 172 assentos, enquanto o partido do governo conquistou 105 assentos, uma redução em relação às eleições anteriores. Isso prejudicaria a agenda do presidente Yoon Suk Yeol para os três anos restantes de seu mandato, incluindo principalmente reformas destinadas a impulsionar a revalorização das empresas ("*programa Vale up*"), cortes de impostos e políticas *favoráveis ao mercado*, sem afetar a política externa. Por outro lado, o PMI industrial caiu pelo segundo mês em abril (49,4 pontos), embora o crescimento econômico no primeiro trimestre tenha surpreendido (3,4% a/a). Ainda assim, há incerteza e preocupação com uma recuperação desigual e instável, com a inflação permanecendo alta (3,0% a/a em abril) e ainda acima da meta do Banco Central (2%) e, conseqüentemente, com a política monetária inalterada. O Banco Central decidiu manter a taxa de referência em 3,50% em abril. Assim, o mercado não espera que as taxas sejam reduzidas até que a inflação se estabilize em torno de 2%, além da pressão sobre a moeda que se desvalorizou ~7% até o momento neste ano. O início do ciclo de cortes aumentaria a pressão sobre o won se o banco central sul-coreano começar antes do Fed. Do lado do mercado, as ações caíram US\$ 5,3% em abril, embora até agora essa temporada de relatórios corporativos tenha destacado um crescimento dos lucros de cerca de 80%. Entre as empresas que já divulgaram seus relatórios está a Samsung, uma das mais importantes do país, que informou que as receitas cresceram 13% em relação ao ano anterior, impulsionadas em parte pelo aumento da demanda de armazenamento devido à inteligência artificial; no entanto, para o segundo trimestre, espera-se que a demanda por telefones celulares diminua devido a fatores sazonais. Por outro lado, os valuations estão sendo negociados abaixo de suas médias de 5 anos (*P/E fwd.*), enquanto as projeções de crescimento dos lucros são as mais altas na Ásia emergente e corrigidas para cima neste ano. Devido ao enfraquecimento dos dados econômicos e a um ambiente político interno incerto, **optou-se por neutralizar as ações sul-coreanas**.

As ações de **Taiwan** caíram USD 3,0% em abril, enquanto o dólar taiwanês se desvalorizou 1,8%. A *dinâmica* econômica mostra alguma melhora, com o PMI de manufatura atingindo pela primeira vez 50 pontos, após permanecer em território contracionista desde maio de 2022. Quanto à inflação, ela está em 2% a/a em abril, atingindo a meta. A autoridade monetária mantém a taxa em 2,0% desde o aumento de 12,5 bps. na reunião de março. No lado do mercado acionário, os valuations parecem caros. Apesar disso, foram observadas entradas de 4% do AUM no ETF mais representativo do país no último mês. Até o momento, cerca de 46% das empresas divulgaram seus resultados do 1T24 com surpresa e crescimento dos lucros, impulsionados pelos setores financeiro e de tecnologia. O crescimento dos lucros para este ano está estimado em 21%, com correção para cima no último mês. No que diz respeito às tensões geopolíticas com a China, elas continuam. Após o término da visita do Secretário de Estado dos EUA, Antony Blinken, a Pequim, Taiwan relatou atividades militares chinesas. Embora existam fatores favoráveis, como a melhoria dos dados macroeconômicos, fatores negativos, como o aumento das taxas de juros, valuations apertados e tensões geopolíticas, nos levam a **manter uma postura neutra em relação às ações de Taiwan**.

As ações da **Indonésia** tiveram o pior desempenho na Ásia emergente, recuando US\$ 8,1% em abril, já que a rupia continua a se desvalorizar (2,3% no mês), sendo negociada acima de IDR 16.000 por dólar, níveis não vistos desde meados de 2020. Enquanto isso, os valuations das ações parecem atraentes, sendo negociadas com um desconto em relação ao P/E *futuro*, enquanto as projeções de lucros foram corrigidas para cima no último mês. No lado macroeconômico, o *impulso* positivo continua e o PMI industrial permanece em território expansionista, embora tenha caído de 54,2 pontos para 52,9 pontos em abril. Do lado da inflação, a inflação está na meta do Banco Central de 3% ao ano em abril, mas, apesar disso, o Banco Central decidiu aumentar surpreendentemente a taxa básica de juros em 25 pontos-base, para 6,25%, principalmente para apoiar a moeda, que continuou a se desvalorizar. No aspecto político, permanece a incerteza com relação à política interna do presidente eleito Prabowo Subianto. Nesse contexto de incerteza política, apesar dos dados macroeconômicos mais sólidos, **a postura neutra é mantida na Indonésia. Por outro lado, a economia da Tailândia** continua deprimida. O principal indicador PMI do setor industrial está em território contracionista há 9 meses consecutivos. Ao mesmo tempo, o crescimento econômico para este ano foi corrigido para baixo, esperando-se uma expansão de 2,8%, de acordo com o consenso do mercado. O gabinete aprovou um plano para ampliar o déficit orçamentário em US\$ 4,2 *bilhões*, de 3,6% para 4,4% do PIB, a fim de impulsionar o crescimento. Com relação aos preços, a inflação está longe da meta (0,2% em abril). Em abril, o banco central decidiu manter a taxa de referência inalterada em 2,50%, apesar da solicitação de algumas autoridades governamentais para iniciar o ciclo de cortes para ajudar a economia. No lado das ações, as ações caíram USD 1,7% em abril, enquanto o THB se desvalorizou 2,2% em relação ao dólar. Os valuations das ações são atraentes (P/E *adiantado*), enquanto as projeções de crescimento dos lucros continuam a ser corrigidas para baixo neste ano, para 12,5%, mas corrigidas para cima no próximo ano. Somando-se aos problemas políticos internos, o plano de eleição para as 200 cadeiras do Senado, que não são por voto popular, será conhecido em maio. Assim, com uma economia deprimida e incertezas políticas, **a decisão é de permanecer *underweight* em ações tailandesas.**

EMEA

Decidimos remover a EMEA de nosso TAACo Global Benchmark devido à falta de disponibilidade de instrumentos de investimento que reproduzam o índice da região. No entanto, **optamos por um posicionamento neutro** no caso de um portfólio global emergente, em relação à Ásia Emergente e à América Latina.

A economia da **África do Sul** continua a se deteriorar e o FMI revisou para baixo sua projeção de crescimento para este ano para 0,9% (de 1,0%), devido a quedas de energia e desafios logísticos de transporte. Com relação à inflação, ela permaneceu em 5,3% a.a. em março, enquanto o banco central manteve sua postura de política monetária restritiva, com sua taxa de referência em 8,50%. Quanto ao mercado de ações, o índice MSCI do país tem correlação positiva com o ouro, uma *commodity* cujo preço subiu 4,2% em abril, enquanto as ações tiveram retorno de US\$ 2,0% no mesmo mês. Os valuations parecem atraentes (P/E *fwd.*), embora tenham sido observados fluxos de saída do principal ETF do país no curto prazo (1 mês) e até 3 anos. No contexto de uma economia em deterioração e de fluxos de saída, **decidimos manter nossa posição neutra em ações sul-africanas**, apesar do *impulso* do ouro.

A economia **turca** continua deprimida e o PMI do setor industrial não conseguiu se consolidar e entrou em território contracionista em abril (49,4 pontos). A inflação continua a se acelerar (69,8% a/a em abril), embora abaixo das expectativas do mercado, enquanto o banco central decidiu manter a taxa de referência em 50,0%. Quanto ao mercado acionário, apesar da correção para baixo das projeções de lucros e dos fluxos fracos, ele tem sido usado como um ativo de refúgio seguro e, em abril, as ações retornaram USD 11,2%, mas sem fundamentos macroeconômicos sólidos. Devido à volatilidade que a inflação injetou na economia e no mercado, **as ações turcas permanecem neutras.**

Por fim, na **Arábia Saudita**, o indicador PMI do setor industrial permanece em território amplamente expansionista (57 pontos em abril). No entanto, o FMI revisou para baixo sua perspectiva de crescimento para 2,6% para este ano (de 2,7%), principalmente devido à continuação da política de cortes voluntários na produção de petróleo bruto. Por outro lado, a inflação de março ficou em 1,7% em doze meses, em uma economia que opera com controle de preços e, portanto, não costuma enfrentar pressões inflacionárias. Apesar disso, uma possível flexibilização monetária por parte do Banco Central está atrasada, juntamente com o atraso no início dos cortes do Fed, que, segundo o mercado, se concretizaria em setembro, devido à taxa de câmbio fixa. Por fim, o mercado acionário saudita caiu US\$ 2,3% em abril e foram observadas saídas do principal ETF do país no último mês, juntamente com a correção para baixo das projeções de crescimento dos lucros para este ano. No contexto de uma economia dependente do petróleo, que atualmente desfruta de um bom *impulso* nas *commodities*, mas com perspectivas de crescimento em deterioração, fluxos de saída e projeções de crescimento dos lucros corrigidas para baixo, **decidimos manter uma posição neutra na Arábia Saudita.**

RENDA FIXA

TREASURIES DOS EUA: aumentou a exposição em títulos do tesouro de 2 e 10 anos, mantendo-se neutro em títulos do tesouro de 30 anos e TIPS.

Após um mês de abril marcado por uma nova *venda* de títulos do Tesouro dos EUA, em que o *Tesouro* de 10 anos subiu novamente para 4,70%, impulsionado pelas surpresas da inflação e pela incerteza sobre a política monetária dos EUA, o Fed surpreendeu novamente e, em sua reunião deste mês, apesar de reconhecer a falta de progresso nos últimos dados de inflação, manteve um viés menos hawkish do que o esperado. Com o início de maio, o Fed surpreendeu novamente e, na reunião deste mês, apesar de reconhecer a falta de progresso nos dados mais recentes sobre inflação, manteve um viés menos hawkish do que o esperado, mencionando que acredita que, com o tempo, o nível atual das taxas se mostrará suficientemente restritivo. Por outro lado, os últimos dados econômicos mais fracos atenuaram as pressões de alta sobre as taxas, com o PIB do primeiro trimestre e o mercado de trabalho decepcionantes. Do lado da inflação, permanece a incerteza sobre a evolução da inflação e, embora o IPC tenha tido três meses de surpresas positivas, o deflator mensal de PCE foi divulgado em linha com as expectativas e o núcleo da medida permanece estável em 2,8% em relação ao ano anterior. Assim, após a reunião do Fed e com os novos dados econômicos, o mercado ajustou novamente para cima suas expectativas de corte de taxas para este ano, de 1 para 2, começando em setembro. Na mesma linha, após a *venda de títulos do tesouro* em abril, quando as taxas atingiram os níveis mais altos deste ano, em maio as taxas se ajustaram para baixo e o *título do tesouro* de 10 anos voltou a 4,44%, enquanto a taxa de 2 anos atingiu 4,80%. Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro - aumentou em abril, juntamente com os movimentos de alta das taxas básicas, atingindo 112 pontos, mas no início de maio ele se modera novamente e atinge 94 pontos. Os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, também se ajustaram para baixo, para 2,26% e 2,31%, respectivamente, em linha com a melhora nos dados de inflação após um primeiro trimestre de surpresas de alta. Assim, após a inclinação da curva de taxas no mês passado, com o início de maio, as pressões de alta sobre as taxas diminuem, à medida que observamos o arrefecimento da atividade e dos dados do mercado de trabalho, a escalada das tensões geopolíticas e um Fed que mantém um tom menos hawkish, com as expectativas do mercado para cortes nas taxas ainda abaixo dos 3 cortes esperados pelo Fed este ano. Por outro lado, no curto prazo, ainda há incerteza com relação à inflação, embora esperemos uma moderação das surpresas inflacionárias positivas. Em um horizonte de tempo mais longo, embora se espere que os cortes comecem este ano, a incerteza permanece em relação à política fiscal dos EUA e aos riscos de longo prazo envolvidos. Com base no exposto, **é mantida uma visão neutra sobre a duration, embora ainda se observem níveis elevados de incerteza e volatilidade no mercado de renda fixa. É adotado um OW tático nos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, dada a reação exagerada aos**

aumentos de abril, enquanto é mantida uma posição neutra nos *títulos do Tesouro* de 30 anos, devido à alta volatilidade da ponta longa da curva. Por fim, é mantida uma posição neutra em TIPS, esperando alguma moderação nas pressões inflacionárias, mas com riscos ainda presentes no curto prazo.

INVESTMENT GRADE GLOBAL: UW aumentou

Na frente da dívida desenvolvida, a expectativa de que a Europa iniciaria o ciclo de corte da taxa de juros mais cedo do que os EUA se fortaleceu no último mês, já que a divergência de cenários entre os países desenvolvidos continua, com os bancos centrais cada vez mais próximos do início de uma mudança em sua postura. Nos EUA, as últimas semanas foram marcadas por um Fed menos *hawkish* do que o esperado, acalmando as preocupações do mercado e mantendo as expectativas de cortes neste ano, juntamente com dados econômicos que indicam um arrefecimento da economia. Assim, dada a economia mais fraca dos EUA, o mercado está novamente esperando dois cortes nas taxas este ano, a partir de setembro. Enquanto isso, na Europa, a economia continua a recuperar o *ímpeto* econômico e o PIB do primeiro trimestre na zona do euro superou as expectativas, crescendo 0,4% em relação ao ano anterior. Além dessa melhora na margem de atividade, a inflação também apresentou notícias positivas e, em abril, atingiu 2,4%, aproximando-se da meta de 2% e dando ao BCE maior capacidade de manobra para começar a cortar as taxas mais cedo. Assim, o mercado já espera um primeiro corte em junho, de modo que a zona do euro cortaria antes dos EUA pela primeira vez em sua história. Quanto ao *grau de investimento*, em abril as taxas aumentaram significativamente e a classe de ativos estava tendo um *desempenho inferior em relação* a outros ativos de renda fixa, também devido à alta duration da classe de ativos. Em maio, com a correção das taxas, o *grau de investimento* recuperou parte das perdas do mês anterior e começou o mês com desempenho positivo. Embora a classe de ativos continue sendo uma alternativa atraente do ponto de vista do risco-retorno e sua duration mais longa seja positiva diante da queda das taxas, os níveis atuais de *spreads* não nos parecem atraentes e mantemos nossa preferência por *títulos do Tesouro* para ajustar a duration do portfólio. Como resultado, a **exposição ao *Global Investment Grade* foi reduzida.**

GLOBAL HIGH YIELD: a exposição é reduzida de neutra para UW

Com relação ao *High Yield*, durante grande parte do ano, a classe de ativos se beneficiou da força da atividade econômica e do mercado de trabalho dos EUA, que forneceu suporte por meio de compressões *de spread* (que estão se aproximando das mínimas da década). Entretanto, grande parte dessa compressão é explicada por surpresas positivas no crescimento econômico, que provavelmente serão moderadas à medida que o aperto monetário e as taxas mais altas comecem a ter um impacto maior na economia. Por outro lado, a classe de ativos mantém um nível de *rendimento* relativamente alto de 7,7%, juntamente com uma duration mais baixa, o que explica o bom desempenho da classe de ativos nesse ambiente de aumento das taxas. Entretanto, embora não esperemos uma correção acentuada nos *spreads de High Yield*, acreditamos que há pouco espaço para uma compressão maior, tornando a classe de ativos menos atraente em um ambiente em que as tensões geopolíticas ainda estão presentes e em um mês em que as taxas se corrigem para baixo após a *liquidação* de abril. Com base no exposto acima, **a exposição a UW é feita em Global HY.**

DÍVIDA EMERGENTE: A neutralidade em relação à dívida soberana e aos *mercados locais* foi mantida, juntamente com OW em títulos corporativos HY e IG.

Diante do aumento das taxas em abril, os títulos dos mercados emergentes permaneceram defensivos em relação aos movimentos globais e caíram menos do que os ativos dos países desenvolvidos durante o mês. Esse comportamento mais defensivo é explicado principalmente por um certo grau de desacoplamento das taxas locais em relação às taxas das treasuries, em que vários bancos centrais emergentes continuam com um ciclo de cortes nas taxas de política monetária, enquanto os países desenvolvidos estão adiando o início do ciclo. Nesse cenário, mantemos uma perspectiva positiva para a renda fixa emergente; a dívida emergente continua atraente não apenas por causa dos altos *rendimentos* em relação

ao mundo desenvolvido, mas também por causa do potencial de valorização dos preços dos títulos à medida que as taxas caem, as pressões externas diminuem e a inflação continua a desacelerar.

Quanto à dívida soberana emergente, em um mês em que as taxas se ajustaram para cima, a classe de ativos permanece resiliente aos aumentos *do tesouro* e, apesar de sua duration mais longa, gera um *desempenho superior* em relação à dívida soberana desenvolvida. Por outro lado, a classe de ativos oferece altos níveis de *rendimento*, juntamente com uma duration mais longa que a beneficiaria em um ambiente corretivo após a *liquidação* de abril. Entretanto, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos a torna mais vulnerável a conflitos geopolíticos globais, de modo que mantemos nossa preferência pela dívida corporativa no mundo emergente. Quanto à dívida corporativa emergente, mantemos uma convicção elevada, especialmente na América Latina, dada a menor exposição da região a conflitos geopolíticos, a boa saúde corporativa das empresas com baixos níveis de alavancagem e os bancos centrais em um ciclo expansivo de aperto monetário. No lado do *High Yield*, ele manteve seu *desempenho superior* em relação a outros ativos de renda fixa até agora neste ano, com um retorno acumulado de 4,4%. Dessa forma, em abril, o *High Yield* permaneceu resiliente ao ajuste das taxas básicas, devido à sua duration mais curta e ao *rendimento* mais alto, de 8,8%, o que proporciona um colchão de retorno adicional em relação ao mundo desenvolvido. Do lado do risco, as expectativas de inadimplência para 2024 permanecem estáveis em torno de 4%, enquanto *os spreads*, embora pareçam baixos em relação à sua média histórica, estão em linha com os movimentos dos ativos de risco de crédito global e, portanto, não esperamos grandes correções e permaneceriam estáveis nos níveis atuais. *O grau de investimento* continua a oferecer um retorno atraente do ponto de vista do risco-retorno, com um *rendimento* de 5,9% e uma qualidade de crédito mais alta que proporciona maior proteção à classe de ativos contra eventos de risco e tensões geopolíticas. Por outro lado, a duration mais longa beneficiaria a classe de ativos, já que os bancos centrais emergentes continuam o ciclo de corte de taxas e os desenvolvidos se aproximam de seu início.

Com relação aos *mercados locais*, o dólar voltou a se fortalecer em abril, com o aumento acentuado dos rendimentos dos títulos do Tesouro dos EUA. Assim, a moeda dos EUA se valorizou 1,7% (DXY) em abril, enquanto a grande maioria das moedas das economias emergentes e desenvolvidas acumulou desvalorizações durante o mês. Em maio, a tendência se inverteu e o dólar se desvalorizou na primeira semana do mês, impulsionado pela queda nas taxas após a reunião do Fed e pelos dados do mercado de trabalho de abril. No curto prazo, apesar da forte correção nos primeiros dias de maio, a incerteza continua alta em relação à evolução do dólar e fatores como tensões geopolíticas ou aumentos nas pressões inflacionárias podem reverter a tendência de depreciação da moeda norte-americana. De acordo com o exposto acima, permanecemos **neutros em relação aos títulos soberanos e superexpostos aos títulos corporativos HY e IG. Neutro em mercados locais.**

EXPOSIÇÃO DA MOEDA: MAIO DE 2024

Moedas	Bench.	Abril	Maio	OW/UW	
USD	57.5%	53.8%	58.6%	OW	1.1%
EUR	7.5%	5.8%	6.3%	UW	-1.0%
GBP	1.5%	1.2%	1.2%	UW	-0.3%
JPY	2.5%	2.5%	2.5%	N	
GEMs	31.0%	36.8%	31.5%	OW	0.3%
	100.0%	100.0%	100.0%		

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma determinada exposição cambial, que, se não refletir nossa visão, é ajustada com posições compradas e/ou vendidas. Nenhuma posição ativa foi assumida neste mês.

RESULTADOS TAACO GLOBAL | ABRIL 2024

Categoria de atividade / Região	Bench.	Compass	Over/Under	Índices de rentabilidade mensal	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Bench.	Compass	Curso de Ativo	Seleção
Ações	50%	50%	0%	-1.7%	-0.8%	-0.8%	0.0	-1.3
Renda Fixa	50%	45%	-5%	-2.1%	-1.0%	-0.9%	1.1	1.0
Caixa	0%	5%	5%	0.4%	0.0%	0.0%	11.6	
Ouro	0%	0%	0%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0	
Hedge						0.0%	0.0	
Portfólio					-1.88%	-1.76%	12.7	-0.3
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								12.4
Europe ex UK	13.5%	11.5%	-2.0%	-3.6%	-0.49%	-0.41%	3.9	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	-2.5%	-0.03%	0.00%	1.1	
UK	2.9%	2.4%	-0.5%	1.9%	0.05%	0.05%	-1.8	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	-3.8%	-0.60%	-0.60%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	-4.2%	-0.58%	-0.58%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	-6.6%	-0.24%	-0.24%	0.0	
Japão	4.9%	4.9%	0.0%	-4.9%	-0.24%	-0.24%	0.0	
Desenvolvidos	56.0%	52.2%	-3.8%	-3.8%	-2.12%	-2.03%	3.2	
América Latina	4.1%	7.1%	3.0%	-3.5%	-0.14%	-0.25%	-5.5	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	-7.4%	-0.05%	-0.05%	0.0	
China	12.7%	12.7%	0.0%	6.6%	0.84%	0.84%	0.0	
EM Ásia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	-1.7%	-0.27%	-0.29%	-0.1	
EM Ásia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	2.9%	0.12%	0.12%	0.0	
EM Europa e Oriente Médio	6.9%	6.7%	-0.2%	-0.4%	-0.03%	-0.03%	-0.2	
Emergentes	44.0%	47.8%	3.8%	1.0%	0.46%	0.34%	-5.8	
Ações					-1.66%	-1.69%	-2.6	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	-1.8%	-0.11%	-0.11%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-3.4%	-0.39%	-0.39%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-6.5%	-0.43%	-0.43%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	-1.7%	-0.05%	-0.05%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	25.0%	-1.5%	-2.3%	-0.60%	-0.57%	0.3	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	-0.9%	-0.04%	-0.04%	0.0	
Dívida dos desenvolvidos	57.7%	56.2%	-1.5%	-2.8%	-1.62%	-1.58%	0.3	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	-2.8%	-0.14%	-0.14%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	5.5%	0.0%	-1.0%	-0.05%	-0.05%	0.0	
EM Corporate IG	3.6%	4.1%	0.5%	-1.2%	-0.04%	-0.05%	0.4	
EM Corporate HY	5.0%	6.0%	1.0%	-0.5%	-0.02%	-0.03%	1.6	
EM Local Markets	23.2%	23.2%	0.0%	-1.0%	-0.22%	-0.22%	0.0	
Dívida emergentes	42.3%	43.8%	1.5%	-1.1%	-0.48%	-0.49%	2.0	
Renda fixa					-2.10%	-2.08%	2.3	

*Atualizado ** Desde 2001

Dados em 30 de abril de 2024

Em abril, a alocação em ações foi mantida como neutra, os títulos como *underweight* e 5% foram alocados em caixa. No final do mês, o portfólio do TAACo Global teve uma perda de -1,8%, 12 pontos-base melhor do que o índice de referência, principalmente devido à posição de caixa.

Durante o mês de abril, no nível da análise de atribuição, (i) a alocação de ativos gerou ganhos com a posição comprada em caixa em um mês em que tanto a renda fixa quanto as ações tiveram desempenho negativo; (ii) a seleção de

instrumentos foi marginalmente negativa: a posição vendida na Europa gerou ganhos, mas subtraiu a posição comprada na América Latina. Em títulos, nos beneficiamos da posição comprada em CEMBI.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos*
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início**	
TAACo	-1.8%	1.5%	0.6%	6.6%	-0.9%	3.3%	3.4%	5.0%	10.4%
Bench.	-1.9%	1.5%	0.5%	6.9%	-2.1%	2.5%	2.7%	3.7%	10.2%
Perf. inferior/superior (bps)	12	-5	7	-35	116	77	75	130	
Ações	-1.7%	5.0%	3.4%	13.0%	-0.3%	5.2%	4.7%	3.8%	15.2%
Bench.	-1.7%	5.0%	3.5%	13.2%	-0.3%	5.2%	4.6%	3.3%	15.1%
Europe ex UK	-3.6%	1.4%	1.6%	5.1%	0.9%	5.2%	2.2%	2.9%	19.8%
Europe Small Cap ex UK	-2.5%	1.0%	-1.7%	1.2%	-5.6%	3.8%	3.3%	6.9%	23.7%
UK	1.9%	6.5%	5.1%	7.3%	6.6%	5.2%	2.7%	4.5%	19.5%
US Large Cap Growth	-3.8%	4.5%	7.6%	33.4%	8.0%	17.3%	16.0%	--	21.3%
US Large Cap Value	-4.2%	3.5%	4.5%	12.6%	5.5%	7.9%	7.8%	--	16.8%
US Small Caps	-6.6%	2.1%	-1.4%	13.6%	-1.2%	7.3%	8.2%	8.9%	23.7%
Japão	-4.9%	0.2%	4.8%	17.0%	0.4%	4.3%	4.4%	1.9%	15.9%
Desenvolvidos	-3.7%	3.6%	4.8%	18.4%	5.6%	10.5%	8.9%	6.7%	19.0%
América Latina	-3.5%	-2.7%	-7.3%	15.2%	7.0%	2.8%	1.0%	7.9%	30.7%
LatAm Small Cap	-7.4%	-3.6%	-9.3%	10.1%	-1.6%	-1.2%	-2.7%	6.1%	33.8%
China	6.6%	16.6%	4.3%	-6.8%	-17.6%	-5.5%	2.1%	6.9%	26.2%
EM Asia ex China	-1.7%	7.0%	4.4%	21.0%	1.1%	8.9%	6.7%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	2.9%	6.1%	3.9%	23.5%	2.4%	9.8%	6.2%	9.3%	19.7%
EM Europe and Middle East	-0.4%	0.6%	-0.4%	2.9%	-8.9%	-5.4%	-4.5%	2.2%	20.1%
Emergentes	0.4%	7.8%	2.8%	9.9%	-5.4%	1.8%	2.9%	7.7%	19.0%
Renda Fixa	-2.1%	-1.9%	-2.5%	0.7%	-3.6%	-0.1%	0.9%	4.0%	6.5%
Bench.	-2.1%	-1.9%	-2.5%	0.8%	-4.0%	-0.5%	0.5%	3.4%	6.5%
Treasuries 5Y	-1.8%	-2.8%	-2.6%	-1.9%	-3.3%	-0.2%	0.7%	3.0%	4.7%
Treasuries 10Y	-3.4%	-4.8%	-4.9%	-6.4%	-5.7%	-1.5%	0.4%	3.2%	8.3%
Treasuries 30Y	-6.5%	-8.1%	-10.2%	-14.3%	-12.5%	-5.0%	-0.3%	3.8%	17.1%
US Tips	-1.7%	-1.9%	-1.8%	-1.3%	-1.6%	2.1%	1.9%	4.2%	6.2%
Global Corporate IG	-2.3%	-2.5%	-3.0%	1.5%	-4.0%	0.2%	1.1%	4.2%	9.0%
Global Corporate HY	-0.9%	0.4%	0.4%	8.7%	0.0%	2.9%	3.3%	6.7%	10.0%
Dívida dos desenvolvidos [1]	-2.8%	-3.4%	-3.9%	-1.7%	-5.0%	-0.9%			
EM Sovereign IG	-2.8%	-2.1%	-3.5%	-0.9%	-4.6%	-0.3%	2.0%	5.5%	9.8%
EM Sovereign HY	-1.0%	4.4%	3.5%	18.7%	0.9%	1.4%	2.6%	7.4%	14.6%
EM Corporate IG	-1.2%	-0.4%	-0.2%	3.6%	-2.2%	1.1%	2.5%	--	6.5%
EM Corporate HY	-0.5%	2.4%	3.9%	9.3%	-2.1%	1.6%	4.0%	--	10.8%
EM Local Markets	-1.0%	-1.0%	-1.9%	1.5%	-1.5%	0.8%	-0.1%	--	10.0%
Dívida emergentes [1]	-1.1%	-0.1%	-0.6%	3.8%	-2.1%	0.7%			
Caixa	0.4%	1.3%	1.8%	5.4%	2.8%	2.1%	1.4%	1.5%	0.6%
Ouro	4.2%	12.4%	11.0%	16.4%	9.3%	12.5%	6.0%	9.9%	14.7%

* Anualizado ** Desde abril de 2001

[1] Considera Índices de elaboração própria

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe usando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que elas serão realizadas. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Compass, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações aqui contidas. A Compass, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários ou transações de mercado, orais ou escritos, que reflitam uma visão diferente da expressa neste relatório.