

| TAACo Global               | Desempenho |         |      |       |         |         |          |                    | Volatilidade<br>5 anos* |
|----------------------------|------------|---------|------|-------|---------|---------|----------|--------------------|-------------------------|
|                            | Abril      | 3 meses | YTD  | 1 ano | 3 anos* | 5 anos* | 10 anos* | Desde início<br>** |                         |
| TAACo                      | 0,6%       | -0,2%   | 5,5% | 0,0%  | 5,4%    | 2,1%    | 3,2%     | 4,9%               | 10,1%                   |
| Benchmark                  | 0,7%       | -0,1%   | 5,4% | -0,3% | 3,2%    | 1,2%    | 2,4%     | 3,5%               | 9,8%                    |
| Out/Underperformance (bps) | -0         | -5      | 11   | 30    | 211     | 95      | 87       | 138                |                         |
| Ações                      | 0,6%       | -0,7%   | 6,8% | -1,3% | 8,7%    | 2,4%    | 4,2%     | 3,4%               | 14,8%                   |
| Benchmark                  | 0,6%       | -0,7%   | 6,7% | -0,9% | 8,3%    | 2,2%    | 4,0%     | 2,9%               | 14,7%                   |
| Renda Fixa                 | 0,7%       | 0,5%    | 4,1% | 0,6%  | -1,1%   | 0,1%    | 0,8%     | 4,2%               | 6,2%                    |
| Benchmark                  | 0,7%       | 0,4%    | 4,0% | 0,0%  | -1,9%   | -0,4%   | 0,4%     | 3,5%               | 6,2%                    |
| Caixa                      | 0,0%       | 0,0%    | 0,0% | 0,0%  | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%     | 0,0%               | 0,0%                    |
| Ouro                       | 0,1%       | 3,0%    | 9,3% | 3,7%  | 5,2%    | 8,6%    | 3,0%     | 9,6%               | 14,3%                   |

Resultados em 30 de abril de 2023

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Something's in the air...<sup>1</sup>

Desde o início de março, o foco dos investidores tem sido nos dois temas que mais afetam a economia e os mercados atualmente: (i) inflação e taxas de juros e (ii) estresse financeiro/crise de crédito (credit crunch). Em segundo plano, prevalecem outros fatores de risco, como o teto da dívida dos Estados Unidos (debt ceiling), as tensões entre China e Estados Unidos, a guerra na Ucrânia e as mudanças estruturais (revolução digital e megatendências).

No início de 2023, o mundo parecia caminhar -não isento de ruídos econômicos e geopolíticos- em direção a uma certa normalização. A partir de janeiro deste ano, as ações subiam depois das fortes quedas do ano passado, as taxas de juros ajustavam a economia para contrabalançar a inflação e se fechavam divergências e anomalias que surgiram com a pandemia e se aprofundaram entre 2021 e 2022. O consenso apontava para o aumento das taxas de juros até o meio do ano e o ciclo de baixas começaria no início do próximo ano. Como cenário base, uma desaceleração ou recessão pouco profunda nos Estados Unidos e uma reabertura da China dando suporte à economia global. No entanto, a queda de bancos regionais nos Estados Unidos (até agora, quatro entidades, focadas principalmente em venture capital e criptomoedas) expôs vulnerabilidades do sistema financeiro e pode desviar o curso do ciclo econômico. Em que medida isso afetará a economia global? Até o momento, o efeito tem sido limitado, mas ainda é cedo para chegar a conclusões, pois está em desenvolvimento.

A crise de crédito exacerba os efeitos contrativos na economia, equivale a dois ou mais aumentos nas taxas de juros, por isso o ciclo de aumentos de taxas de juros terminaria antes. De fato, o mercado modificou suas expectativas: espera-se que o aumento da taxa de referência ou Fed Funds Rate pelo Fed (Banco da Reserva Federal dos EUA) no início de maio seja o último e o ciclo de cortes se anteciparia para o terceiro ou quarto trimestre deste ano. Além disso, o comunicado da entidade foi menos hawkish (agressivo em relação ao aumento). O estresse financeiro deslocou para baixo a

### ÍNDICE

Something's in the air .....1

Alocação de ativos ..... 3

Resultados ..... 15

Desempenho..... 16

Vários focos de incerteza nos mercados.

A queda dos bancos regionais pode desviar o curso do ciclo econômico, embora seus efeitos por enquanto sejam limitados.

A crise de crédito adiantou as datas esperadas para o fim do ajuste monetário e início dos cortes nas taxas.

<sup>1</sup> There is something in the air (Há algo no ar). Um ditado usado em um ambiente incerto e a sensação de que "algo" pode acontecer.

curva das taxas de juros (yield curve ou níveis de taxas para diferentes prazos). É importante ter em mente que os empréstimos dos bancos regionais nos Estados Unidos têm um importante efeito nas pequenas e médias empresas e os spreads (indicadores de risco) da dívida high yield, até o momento, não registraram grandes aumentos.

Em relação à inflação, está ocorrendo uma desaceleração importante, embora os dados da medição subjacente (core, sem voláteis, alimentos e energia) estejam demorando mais para ceder. Isso está principalmente associado ao setor de serviços, cujo nível de atividade continua dinâmico, ao contrário da manufatura, que já está em terreno contratado. Dentro dos dados de inflação core, destaca-se o relacionado à habitação, pois neste item há um atraso na leitura dos dados. Por outro lado, os custos de frete para o comércio internacional voltaram aos níveis "normais", o que também aconteceria nos custos de transporte aéreo após este verão no hemisfério norte.

Cabe ressaltar também que este ano a negociação pelo teto da dívida ou debt ceiling nos Estados Unidos pode ser mais dura. As condições atuais, democratas na presidência com vantagem apertada no senado e oposição com maioria na câmara baixa, poderiam levar ao cenário de 2011, quando a dívida desse país esteve à beira do default e a classificação de crédito do país foi rebaixada.

Em relação à saúde corporativa, embora os lucros estejam surpreendendo positivamente, em geral eles estão caindo. Finalmente, este ano de 2023 terminaria com uma queda de cerca de 1% nos lucros das empresas do S&P 500, embora com grandes divergências entre setores. Embora as vendas tenham continuado a aumentar, são principalmente os aumentos nos custos e consequente deterioração das margens que estão levando às quedas nos resultados.

Embora a China esteja vendo dados de atividade dinâmicos, as tensões geopolíticas pesaram mais no desempenho do mercado acionário desse país no mês passado. O setor de serviços lidera a recuperação e o governo mantém o crescimento econômico como prioridade.

Diante de um ambiente em que os riscos de incerteza em relação à inflação e ao setor bancário dos Estados Unidos estão latentes, na alocação de ativos, a posição em ações é reduzida a subponderar a favor de caixa e uma posição neutra em renda fixa é mantida. Existe valor em títulos, pois os rendimentos são altos e eventuais quedas nas taxas de juros gerariam ganhos de capital. Além disso, o verão do hemisfério norte traz volumes menores, o que pode gerar movimentos mais fortes nos preços em um ambiente em que o sentimento de mercado está dando mais peso às notícias negativas.

O núcleo da inflação está demorando mais para diminuir, associado ao setor de serviços.

As negociações sobre o teto da dívida dos EUA podem ficar mais difíceis este ano

Embora os lucros surpreendam pela positiva, as empresas do S&P 500 devem registrar uma queda de 1% nos lucros até 2023

## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | MAIO 2023

| TAACo Global                  | Bench.        | Abril         | Maio          | OW / UW   | Câmbio       |              |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------|--------------|--------------|
| Ações                         | 50%           | 50%           | 45%           | UW        | -5%          | -5,0%        |
| Renda Fixa                    | 50%           | 50%           | 50%           | N         |              |              |
| Caixa                         |               |               | 5%            | OW        | 5,0%         | 5,0%         |
| Ouro                          |               |               |               | N         |              |              |
| <b>Total Carteira</b>         |               |               |               |           |              |              |
| Europe ex UK                  | 13,5%         | 14,0%         | 14,0%         | OW        | 0,5%         |              |
| Europe Small Cap ex UK        | 1,3%          | 1,4%          | 1,4%          | OW        | 0,1%         |              |
| UK                            | 2,9%          | 2,9%          | 2,9%          | N         |              |              |
| US Large Cap Growth           | 15,8%         | 13,3%         | 14,8%         | UW        | -1,0%        | 1,5%         |
| US Large Cap Value            | 14,0%         | 14,7%         | 14,0%         | N         |              | -0,7%        |
| US Small Caps                 | 3,6%          | 3,7%          | 3,0%          | UW        | -0,6%        | -0,7%        |
| Japan                         | 4,9%          | 3,3%          | 3,9%          | UW        | -1,0%        | 0,6%         |
| <b>Mercados desenvolvidos</b> | <b>56,0%</b>  | <b>53,3%</b>  | <b>54,0%</b>  | <b>UW</b> | <b>-2,0%</b> | <b>0,7%</b>  |
| LatAm                         | 4,1%          | 5,1%          | 5,1%          | OW        | 1,0%         |              |
| LatAm Small Cap               | 0,7%          | 0,7%          | 0,7%          | N         |              |              |
| China                         | 12,7%         | 12,8%         | 13,7%         | OW        | 1,0%         | 0,9%         |
| EM Asia ex China              | 15,6%         | 17,5%         | 16,6%         | OW        | 1,0%         | -0,9%        |
| EM Asia Small Cap             | 4,0%          | 4,0%          | 3,0%          | UW        | -1,0%        | -1,0%        |
| EM Europe and Middle East     | 6,9%          | 6,6%          | 6,9%          | N         |              | 0,3%         |
| <b>Mercados emergentes</b>    | <b>44,0%</b>  | <b>46,7%</b>  | <b>46,0%</b>  | <b>OW</b> | <b>2,0%</b>  | <b>-0,7%</b> |
| <b>Total Ações</b>            | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |           |              |              |
| Treasuries 5Y                 | 6,0%          | 6,5%          | 6,5%          | OW        | 0,5%         |              |
| Treasuries 10Y                | 11,5%         | 12,7%         | 12,7%         | OW        | 1,2%         |              |
| Treasuries 30Y                | 6,6%          | 6,9%          | 6,6%          | N         |              | -0,3%        |
| US Tips                       | 2,8%          | 1,9%          | 1,5%          | UW        | -1,3%        | -0,4%        |
| Global Corporate IG           | 26,5%         | 28,5%         | 28,5%         | OW        | 2,0%         |              |
| Global Corporate HY           | 4,3%          | 3,6%          | 3,6%          | UW        | -0,7%        |              |
| <b>Dívida desenvolvidos</b>   | <b>57,7%</b>  | <b>60,1%</b>  | <b>59,4%</b>  | <b>OW</b> | <b>1,7%</b>  | <b>-0,7%</b> |
| EM Sovereign IG               | 5,0%          | 3,1%          | 3,5%          | UW        | -1,5%        | 0,4%         |
| EM Sovereign HY               | 5,5%          | 3,0%          | 3,0%          | UW        | -2,5%        |              |
| EM Corporate IG               | 3,6%          | 5,5%          | 5,5%          | OW        | 1,9%         |              |
| EM Corporate HY               | 5,0%          | 5,0%          | 5,0%          | N         |              |              |
| EM Local Markets              | 23,2%         | 23,3%         | 23,6%         | OW        | 0,4%         | 0,3%         |
| <b>Dívida emergente</b>       | <b>42,3%</b>  | <b>39,9%</b>  | <b>40,6%</b>  | <b>UW</b> | <b>-1,7%</b> | <b>0,7%</b>  |
| <b>Total Renda Fixa</b>       | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |           |              |              |

Posição em ações reduzida para underweight em favor de caixa e manutenção da posição neutra em renda fixa

Subponderação em ações, neutralidade em renda fixa e caixa OW

OW Ações europeias

UW US Growth e ações de pequena capitalização, neutro em Valor

UW Japão

OW Ações emergentes: China, América Latina e Ásia ex. China

Neutro EMEA

Em renda fixa: OW Developed e UW Emerging markets

OW Treasuries 5 e 10Y, UW Tips

OW Global IG e UW Global HY

OW Emerging Corporate IG e Mercados Locais

UW Emerging Sovereign IG e HY

Para maio, o risco da carteira TAACo continua a diminuir: as ações caem para 45%, enquanto os bônus permanecem neutros, atribuindo 5% ao caixa. A falta de visibilidade devido a uma série de eventos ocorrendo simultaneamente leva a uma posição ainda mais cautelosa nos meses em que os volumes negociados tendem a diminuir com a chegada do período de férias no hemisfério norte. Os bônus mantêm seu apelo, com rendimentos ainda altos e bancos centrais que eventualmente começarão a reduzir as taxas de referência, embora sejam vulneráveis a um ambiente de alta volatilidade. A incerteza sobre um eventual default dos EUA caso um acordo sobre o limite da dívida não seja alcançado aumentou

significativamente as taxas de curto prazo, tornando o caixa atraente. Enquanto isso, continuamos favorecendo ações fora dos Estados Unidos, particularmente europeias, chinesas, asiáticas emergentes e latino-americanas.

## RENDA VARIÁVEL

### **EUROPA EX UK: O overweight em Large Cap é mantido e o Small Cap permanece neutro.**

Durante abril, a região registrou novamente um melhor desempenho do que os EUA, fechando a diferença de retornos de curto e médio prazo. Em termos geográficos, as ações europeias - excluindo o Reino Unido - lideram o desempenho no acumulado do ano, com retornos de dois dígitos em dólares. No entanto, as avaliações ainda são atraentes: a razão preço/lucro a doze meses (P/U fwd.) negocia abaixo da média de cinco anos tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares desenvolvidos.

No entanto, apesar do bom momentum das ações, a economia está se deteriorando. O índice de surpresa econômica perde impulso e, depois de atingir o pico em fevereiro passado, passa a ser negativo no início de maio. A inflação continua pegajosa e os dados decepcionantes da Alemanha estão entre os responsáveis. Como resultado do menor dinamismo do comércio internacional, os pedidos de fábrica alemães caíram 11% em março em relação ao mês anterior, a maior queda desde abril de 2020, no início da pandemia. O indicador líder PMI de manufatura ficou em 45,8 pontos em abril, afundando ainda mais no terreno de contração econômica para o setor nos próximos 6 a 12 meses. Pelo contrário, os serviços permanecem resilientes apesar do aumento no custo de vida, com o PMI do setor atingindo 56,2 pontos, o maior nível em um ano, devido às boas perspectivas para a temporada de primavera-verão com a reativação do turismo.

A confiança do investidor Sentix e do consumidor continuam em tendência ascendente, embora ainda estejam pessimistas. O consumo continua deprimido, mas as expectativas melhoram significativamente com a queda dos preços da energia, o que libera orçamento nas casas, e a reabertura da China que trará turistas beneficiando países periféricos como Espanha e Itália.

Por sua vez, a inflação reverte a tendência de queda e em abril sobe para 7% interanual (6,9% ao ano em março), enquanto a medida subjacente - que exclui componentes voláteis como combustíveis e alimentos - chega a 5,6% ao ano. O Banco Central Europeu deverá continuar com o ajuste monetário, que começou tardiamente no ano passado, para conseguir controlar as pressões inflacionárias, mas reconhecendo os efeitos defasados das altas de taxas. Assim, na reunião do início de maio, a taxa de juros foi aumentada em 25 pontos-base para 3,25%, diminuindo a magnitude das altas. Para o restante do ano, seriam entre uma e duas altas de 25 pontos-base, para depois estabilizar a taxa no restante de 2023.

Depois do momento de maior aversão ao risco registrado em março, quando as taxas de juros caíram devido ao estresse financeiro, as taxas de juros subiram em abril. Como referência, na Alemanha, a taxa do Bund a 2 e 10 anos subiu entre 10 e 15 pontos-base no último mês, com uma curva que se inclina nesse trecho.

No que diz respeito ao setor corporativo, os lucros das empresas do MSCI EMU (União Econômica e Monetária da Europa) contraíram em média 8% (tendo reportado 61% do índice em 5 de maio), enquanto as vendas cresceram 4%. Embora se consiga repassar em parte as altas nos custos, a compressão de margens é significativa em setores como materiais e consumo discrecional. No entanto, ainda assim, os resultados surpreendem positivamente diante das expectativas que estavam ainda mais deprimidas. Para 2023, estima-se que os lucros cresçam 1,7%, dado que se mantém no último mês. Apesar das turbulências, o crescimento dos lucros estaria liderado pelo setor tecnológico e financeiro, seguido pelo industrial.

A chegada do melhor clima auspica mais turistas e reativa mais firmemente os serviços, somando-se a isso uma alta exposição à China na geração de receitas das empresas europeias. Além disso, as avaliações absolutas e relativas das empresas norte-americanas baratas nos levam a **sobrepoderar as ações europeias.**

## REINO UNIDO: A alocação se mantém neutra

O país teve o evento de coroação mais caro de sua história e, apesar da alta inflação, as ruas foram preenchidas por seguidores da coroa. O otimismo não é apenas devido à chegada do Rei Carlos III, mas também pelas melhorias econômicas que trazem esperança aos britânicos.

O índice de surpresa econômica está em seu nível mais alto desde meados de 2021 e o PMI de serviços chegou a 56 pontos. Em contrapartida, o de manufatura continua abaixo de 50 pontos (limiar de expansão/contração econômica do setor).

Por sua vez, a inflação não consegue cair para um dígito e ficou em 10,1% interanual em março (6,2% a subjacente), complicando ainda mais o trabalho do BoE, que debate entre controlar a inflação e impulsionar a economia. A taxa de referência está em 4,25%, estimando-se que chegue entre 4,75% e 5% este ano. Assim como em outros países desenvolvidos, a curva de taxas subiu no último mês, com as taxas de 2 e 10 anos situando-se em torno de 3,8%.

O setor corporativo, que se mostrou resiliente em 2022, sofrerá o menor crescimento econômico este ano, estimando-se que os lucros contraiam em torno de 8% - dado semelhante ao mês anterior -, sendo que os setores de materiais e energia terão os piores resultados.

Apesar de terem subido 5% em abril, as ações britânicas ficam para trás em relação às europeias no acumulado do ano. Suas valorizações parecem baratas em relação às suas contrapartes no continente europeu, negociando com um desconto de 17% no P/U fwd., a que se soma um atrativo dividend yield de ~4%. No entanto, a alta inflação, um ajuste monetário que está afetando a atividade e persistentes saídas de fluxos para fundos e ETFs, nos levam a **manter uma posição neutra neste mercado acionário** até observar dados que confirmem uma recuperação das ações.

## ESTADOS UNIDOS: A subponderação permanece nas ações Large Cap Growth e Small Cap, enquanto o Value é neutralizado.

Abril estendeu as altas de março para as ações americanas e o S&P500 subiu 1,5%, embora com disparidade entre setores e tamanhos. As ações de estilo value impulsionadas pelos bancos recuperaram valor à medida que parte do medo de uma crise financeira desencadeada pela quebra do Silicon Valley Bank (SVB) se dissipou. Apesar do rebote, persiste certa desconfiança sobre os alcances do aumento do estresse financeiro na economia real. Os bancos regionais concedem quase 40% dos créditos circulantes no país e um ajuste dos padrões de crédito pode frear o crédito principalmente para empresas médias e pequenas, tornando vulneráveis as ações tipo small cap. Por sua vez, o rally das tecnológicas mostra sinais de esgotamento depois que o Nasdaq 100 subiu cerca de 20% nos primeiros 4 meses do ano, encarecendo as valorizações.

A desaceleração econômica e a inflação pegajosa também estão afetando as margens corporativas. Tendo reportado cerca de 85% das empresas do S&P500 seus resultados do primeiro trimestre do ano, observa-se uma contração de lucros médios de 3,5%, embora surpreendendo para cima ante expectativas deprimidas. Para 2023, estima-se que os lucros tenham uma variação nula em relação ao ano anterior, com um viés que tem sido marcadamente para baixo.

Por sua vez, o momentum econômico, embora positivo, continua em baixa. Há disparidade entre indicadores líderes de manufaturas, que são mais pessimistas, e de serviços, que projetam um forte crescimento do setor. O mercado de trabalho continua robusto, em abril foram criados 253 mil novos postos de trabalho, superando as estimativas, enquanto a taxa de desemprego caiu para 3,4%. Os salários não dão sinais de ceder e subiram 4,4% interanual no mesmo mês.

Assim, diante de uma inflação que cede lentamente, uma medida subjacente que está sendo persistente (5,6% em doze meses em março) e um mercado de trabalho estreito, o Fed decidiu aumentar a taxa de juros no início de maio, no que seria a última alta deste ciclo de ajuste monetário. O mercado agora debate quando começarão os cortes, mas está internalizado que será durante a segunda metade do ano. Nos últimos 30 dias, a curva de taxas de juros dos títulos do Tesouro elevou-se praticamente em forma paralela, mantendo a magnitude do investimento no trecho de 2 a 10 anos. No entanto, diante da incerteza sobre um eventual default no caso de não se alcançar um acordo sobre o limite da dívida fiscal, a taxa a 30 dias aumentou 90 pbs. no último mês, para 5,35%, e a de 3 meses, 40 pbs. até 5,25%.

Perda de momentum econômico, aumento da probabilidade de uma aterrissagem forçada, valorizações que estão perdendo atratividade e saída persistente de fluxos para fundos e ETFs no último mês e 3 meses nos levam a ter cautela **com um underweight em ações norte-americanas growth (cujo rally está perdendo força) e small caps (que são mais vulneráveis a restrições de crédito). Por outro lado, neutralizamos o value devido a valorizações menos apertadas e à penalização excessiva que tiveram nos últimos meses.**

### **JAPÓN: A exposição às ações japonesas aumentou, mantendo-se subponderada.**

O momento econômico se estabilizou em terreno positivo com dados que surpreendem na margem. Desta forma, a recuperação econômica começa a gerar tração. Os PMIs de manufatura e serviços também melhoraram em abril, embora o primeiro permaneça abaixo de 50 pontos (49,5 pontos).

Por sua vez, estreou o novo governador do banco central, Kazuo Ueda, que comunicou que, por enquanto, o país manteria a atual política monetária expansiva e o controle da curva de taxas de juros (YCC, por sua sigla em inglês). Diante da decepção do mercado em relação a alguma novidade sobre a normalização monetária, o iene se depreciou até 137,5 ¥ / USD, nível não visto desde o final do ano passado, enquanto as taxas de juros caíram na margem. A medida encontraria fundamentos em uma inflação que teria chegado a um pico e começa a convergir para a meta (3,2% ao ano em março).

No nível de ações, o MSCI Japão subiu 1% em abril (em USD), ficando para trás de pares globais e mantendo um atraso no ano corrido e no longo prazo. As valorizações (P / U fwd.) são negociadas com desconto em termos históricos e relativos a pares desenvolvidos por quase um desvio padrão. Por sua vez, os lucros cresceriam 5,3% este ano, dado que é corrigido para baixo no último mês, mas é um dos mais altos de países desenvolvidos.

Começam a surgir luzes em relação ao descolamento da economia japonesa e menos incerteza em relação ao rumo da política monetária, mas os investidores ainda se mantêm cautelosos e os fluxos saem de fundos e ETFs nas últimas 4 semanas. Assim, decide-se **diminuir a subexposição a ações japonesas** enquanto a economia gera maior tração e reconhecendo o atraente das valorizações.

### **ACCIONES EMERGENTES: Manutenção de OW na China, Ásia EM ex China e América Latina e posição neutra na EMEA**

Abril foi difícil para os mercados emergentes. O aumento das tensões geopolíticas entre a China e os EUA pressionou os mercados e levou a que a China caísse mais do que seus pares, arrastando também o desempenho da Ásia. No entanto, o cenário base não incorpora um desfecho catastrófico das tensões no curto prazo e a recuperação econômica da China continua em bom caminho, apoiada por estímulos fiscais e monetários. Por isso, decide-se **manter o OW na China, assim como a sobreposição a ações da Ásia EM ex-China**, que se beneficiará desta maior atividade no gigante asiático. Pelo lado da **América Latina, mantém-se o OW** em linha com as valorizações descontadas e uma menor incerteza política nos principais países. Para **EMEA, mantém-se a posição neutra**, depois que, com a volta do feriado do dia do trabalhador na China, aumentou a volatilidade do preço do petróleo.

## AMÉRICA LATINA: Mantém-se o *overweight*.

A região conta com suporte em fatores estruturais, tais como o preço de commodities, favorecido pela transição energética e energias limpas, juntamente com a tendência de desglobalização que impulsiona o nearshoring, principalmente beneficiando o México. As valorizações se mantêm com um significativo desconto, transacionando abaixo de sua média de 10 anos (vários países próximos de suas mínimas históricas), tendo um atrativo em comparação com o restante dos emergentes. Por outro lado, depois de um antecipado e agressivo ajuste monetário realizado pelos bancos centrais, espera-se que se inicie um ciclo de cortes nas taxas de juros durante este ano, o qual já partiu com o Uruguai e espera-se que continue com o restante dos países da região. Por sua vez, diminuiu consideravelmente o risco fiscal que havia estado presente no Brasil. Com isso, decide-se **manter a sobre-exposição na América Latina**.

No caso do **Brasil**, o PMI de serviços avança até 54.5 pts. em abril, enquanto o consenso de mercado corrige para cima sua perspectiva de crescimento deste ano para 1.0%, esperando um melhor desempenho do setor agrícola. Por sua vez, a inflação de março desacelerou para 4,6% em doze meses (de 5,6% em fevereiro), resultado que tem sido interpretado positivamente pelo mercado, esperando que o Banco Central reduza a taxa de referência (Selic) na segunda metade do ano e encerre em dezembro em 12,25% (uma redução de 150 pbs. desde o 13,75% atual). No comércio internacional, o país obteve um superávit comercial de USD 24.068 milhões nos primeiros quatro meses de 2023, um aumento de 18% em relação ao mesmo período do ano passado. No plano político, o governo enviou o projeto do marco fiscal ao congresso, mantendo praticamente a totalidade do que foi anunciado anteriormente. Embora ainda haja certa incerteza em relação a como serão obtidas as receitas fiscais extras necessárias para cumprir as metas do projeto, diminuiu consideravelmente o risco fiscal, uma vez que o mercado tem uma maior clareza sobre o que enfrentar fiscalmente no período deste governo. Por outro lado, o real brasileiro se apreciou 6,8% no que vai do ano. Em relação às valorizações, elas permanecem em níveis atrativos com a razão P/U fwd. e preço/valor livro (P/VL) abaixo de suas médias de 5 anos em termos absolutos - e atrativas em relação à região no caso da primeira. Com base no exposto, com a melhora das perspectivas econômicas e valorizações atrativas, juntamente com um menor risco fiscal, decide-se **umentar a exposição em ações brasileiras para OW**.

Do lado do **México**, as expectativas econômicas melhoram com o IMEF manufatureiro retornando a um terreno de expansão econômica de até 50,6 pontos, enquanto o IMEF não-manufatureiro mantém-se em terreno de expansão por 15 meses consecutivos (52,2 pontos). Em relação ao mercado de trabalho, a taxa de desemprego diminuiu em março para 2,4%, mostrando a força do mercado. Além disso, a inflação de abril mostra sinais de desaceleração, caindo para 6,3% em doze meses, o que se espera que o Banxico mantenha a taxa de política monetária em 11,25% na reunião de maio. Isso dá suporte ao peso mexicano, que apreciou cerca de 9,3% no ano, enquanto nos últimos anos, entraram fluxos em fundos e ETFs de cerca de 7,2% do total de ativos gerenciados. Por outro lado, o país conta com o suporte estrutural do nearshoring (transferência de parte da produção para outro país com custos menores e proximidade geográfica), dado o avanço da tendência de desglobalização. Isso se materializou, uma vez que, de janeiro a março deste ano, o maior importador dos EUA foi o México, alcançando um recorde histórico de USD 115,5 bilhões no período (15,4% das importações totais dos EUA), superando Canadá (13,9%) e China (13,3%). Em relação às valorizações, tanto o forward P/E quanto o P/BV estão abaixo da média dos últimos 5 anos. Com base nisso, com bons níveis de atividade junto com um suporte estrutural que está se materializando e valorizações atraentes, decide-se **manter a sobreexposição em ações mexicanas**.

No caso do **Chile**, em 7 de maio foram realizadas eleições para o conselho constitucional, onde o Partido Republicano (partido mais à direita) saiu vitorioso por ampla margem, alcançando o poder de veto (mais de 20 conselheiros) e, juntamente com a lista de Chile Seguro (direita mais moderada), superando o quórum de 3/5 (30 conselheiros) para aprovar ou incorporar novas normas ao projeto. Dessa forma, a composição do órgão que escreverá a proposta de nova

constituição sobre o anteprojeto que está sendo escrito pela Comissão Especialista diminui o risco político do país, uma vez que propostas radicais e refundações ficariam de fora, mantendo uma estabilidade institucional que forneceria confiança ao mercado. Por sua vez, a eleição implicou uma derrota para a lista governista, de forma que, para futuros projetos, o governo deverá moderar-se e negociar com a oposição. Dessa forma, o consenso de mercado corrige as perspectivas de crescimento para a economia, esperando-se uma expansão nula este ano, enquanto a inflação mantém a trajetória de desaceleração e diminui em abril para 9,9% em base anual. Dessa forma, o mercado estaria internalizando que o Banco Central iniciaria um ciclo de cortes na taxa de política monetária em julho, encerrando o ano em torno de 8,5% (a partir dos atuais 11,25%). Por sua vez, o investimento estrangeiro direto foi de USD 7,286 milhões no primeiro trimestre, implicando em um crescimento de 34% em relação ao mesmo período de 2022. Em relação às valorizações, os múltiplos P/E fwd. e P/BV permanecem em níveis atraentes, em termos absolutos e relativos à região, abaixo de suas médias de 5 anos. Com base no exposto, com menor incerteza política devido ao avanço na nova constituinte, juntamente com uma atividade econômica que continua surpreendendo, **decide-se manter uma sobre-exposição em ações chilenas.**

No caso da **Colômbia**, a atividade econômica de fevereiro cresceu 2,8% em relação ao ano anterior, desacelerando de 6,0% no mês anterior, mantendo as expectativas de que a economia se expandiria apenas 1,3% em 2023. A inflação finalmente chegou ao pico e, em abril, caiu para 12,8% em doze meses, esperando-se que, na reunião de política monetária de junho, o Banco da República mantenha a taxa de referência em 13,25% até o final deste ano. No comércio internacional, as exportações do país caíram 10% em março em relação ao mesmo período de 2022, sendo a quarta queda consecutiva, afetadas por menores vendas externas de combustíveis e produtos das indústrias extrativas. No âmbito político, a incerteza continua bastante elevada, mantendo três reformas estruturais (de saúde, trabalhista, previdenciária) em discussão no congresso, juntamente com o rompimento da coalizão de governo e que o presidente pediu a renúncia de todo seu gabinete e acabou trocando 8 ministérios, destacando que aceitou a renúncia de Jose Antonio Ocampo, ex-ministro da Fazenda e fator mais moderado que havia utilizado o governo para acalmar os mercados, sendo substituído por Ricardo Bonilla, um economista mais ligado à esquerda e menos pró-mercado. Além disso, o presidente Gustavo Petro em seu discurso do Dia do Trabalhador declarou que, caso o congresso rejeite a reforma da saúde, faz um chamado para que a cidadania se manifeste nas ruas para revertê-lo. Em relação às valorizações, as razões P/U fwd. e P/VL permanecem em níveis atraentes, transacionando abaixo de sua média histórica de 5 anos em termos absolutos e relativos à região. Sob este cenário de valorizações atraentes, mas contrastado com uma desaceleração econômica e uma elevada incerteza política, juntamente com uma situação fiscal complicada, **decide-se manter uma subexposição em ações colombianas.**

No caso do **Peru**, as consequências dos protestos sociais juntamente com as condições climáticas pelo fenômeno El Niño se manifestam na contração da atividade econômica em fevereiro (-0,6% anual), enquanto o mercado de trabalho perde força e a taxa de desemprego de março aumentou para 7,5%. Dessa forma, as perspectivas para a economia continuam fracas, estimando-se uma expansão em torno de 1,5% em 2023. Por sua vez, a inflação de abril caiu para 8,0% em doze meses, mantendo a desaceleração, mas sendo maior do que o esperado pelo mercado (7,7%), com o que se espera que a entidade monetária mantenha a taxa de referência em 7,75% na reunião de maio e se projeta que permaneça nesse nível pelo menos até a segunda parte do ano. No comércio internacional, as exportações de fevereiro caíram 11,5% em termos interanuais, afetadas por menores envios de produtos minerários, dentro dos quais as exportações de cobre e seus concentrados caíram 17,56% em relação ao mesmo mês de 2022. No plano político, embora já não haja protestos sociais, o governo conta com pouco capital político mantendo um status quo de uma tensa relação com o congresso. Em relação às valorizações, tanto a razão P/U fwd quanto P/VL transacionam abaixo de sua média de 5 anos. Dessa forma, com valorizações atrativas, mas contrastadas com perspectivas econômicas fracas juntamente com um tenso contexto político que gera problemas de governabilidade e aumenta o risco do país afetando o investimento, **decide-se manter o underweight em ações peruanas.**

A economia **argentina** apresenta vários desequilíbrios macroeconômicos, com uma atividade econômica muito afetada pela maior seca dos últimos 30 anos, levando a uma estimativa de contração da economia em torno de 3,5% para este ano, enquanto os níveis de reservas internacionais do Banco Central estão em níveis negativos (USD -7 bilhões aprox.). Por sua vez, as pressões inflacionárias continuam presentes e acelerando, chegando em março a 104,3% em doze meses, sendo o maior registro de inflação desde 1991, por isso o Banco Central elevou a taxa de referência (Leliq) em 1.000 pbs. até 91%. Além disso, durante abril, o país sofreu uma corrida cambial na taxa de câmbio, o que gerou uma diferença cambial entre a taxa de câmbio oficial e o dólar blue (de mercado negro) em torno de 120% no pior momento, depois que o dólar blue atingiu níveis históricos próximos a 500 ARS/USD. No plano político, em relação às eleições presidenciais de outubro, até o momento a oposição é mais favorecida, mantendo o risco de que o oficialismo adote medidas populistas durante o ano para reverter essa situação. Por sua vez, à medida que a crise macroeconômica se aprofunda, aumenta a probabilidade de candidatos mais radicais como Javier Milei, que adicionam incerteza dadas suas propostas controversas (como dolarizar a economia) e pouco capital político para negociar e levar a cabo seus projetos. Sob este cenário de condições macroeconômicas complexas e com risco político, decide-se **manter o overweight em ações argentinas**.

## **CHINA: Mantém-se o overweight.**

Em abril, o aumento das tensões geopolíticas entre os EUA e a China pressionaram o desempenho do mercado do gigante asiático, levando-o a retroceder 5,2% (em USD). Autoridades governamentais dos EUA declararam que não têm intenções de se desacoplar economicamente da China, e até a secretária do Tesouro, Janet Yellen, mencionou seus planos de visitar o gigante asiático. No entanto, a mensagem dos EUA foi clara e as relações diplomáticas serão canceladas em caso de eventual invasão a Taiwan. Embora isso não faça parte do cenário base, a China intensificou seus exercícios militares no território taiwanês e lançou drones de vigilância durante a primeira semana de maio. No entanto, nem tudo são más notícias; o presidente chinês, Xi Jinping, realizou uma ligação com seu homólogo ucraniano, Volodymyr Zelensky, confirmando sua intenção de tomar um papel neutro no conflito entre Rússia e Ucrânia. Além disso, após a reunião de abril, o Politburo confirmou que continuará com a atual postura expansionista de política monetária e fiscal, dado que a aceleração da demanda doméstica é insuficiente e que enfrentam novas pressões. Por sua vez, o comunicado confirmou seu maior apoio ao setor privado, diminuindo o risco regulatório.

O momentum econômico se deteriorou na margem, com registros de PMI de manufaturas tanto Caixin quanto oficial que decepcionaram em abril, situando-se levemente em terreno contratual. No entanto, o setor de serviços continua resiliente, com um PMI de abril em 56,4 pontos. O anterior condiz com o aumento do turismo que se materializou depois da reabertura, e que se confirmou em maio com os feriados do Dia do Trabalhador, com um número de viagens domésticas 19% mais alto do que os níveis pré-pandemia. Por sua vez, o FMI confirmou que a Ásia será o motor do crescimento global, e a China contribuirá com quase 35% do crescimento econômico mundial este ano. Por sua vez, o Banco Central, em sua reunião de abril, manteve suas taxas de empréstimo de 1 e 5 anos em 3,65% e 4,3%, respectivamente, sem pressões inflacionárias com um registro de março de 0,7% anual, assim como o subjacente.

Com relação à temporada de resultados corporativos, os lucros cresceram cerca de 10% em base anual, com mais de 90% das empresas já tendo reportado seus resultados. Além disso, com a queda dos mercados em abril, as valorizações começaram a ser negociadas com mais de um desvio padrão abaixo da média dos últimos 5 anos. Em relação aos fluxos de investimento, as entradas líquidas para fundos e ETFs continuaram representando mais de 2% dos ativos administrados no último mês. Além disso, na última semana de abril, a entrada líquida de fluxos de investimento foi a maior observada desde janeiro de 2022, equivalente a USD 6,1 bilhões, indicando que os investidores viram a queda nos mercados como um ponto de entrada. Considerando tudo isso, decidiu-se **manter a posição overweight (OW) na China**.

## **ÁSIA EMERGENTE EX CHINA: OW permanece**

O mercado da Ásia Emergente, excluindo a China, recuou ligeiramente em abril (-0,4% em USD), arrastado por um sentimento mais negativo em relação à China. O momentum econômico acelerou em alguns países e, nos que ainda apresentam deterioração, parece ter chegado ao seu ponto mais baixo. Esta região se beneficia da maior atividade na China, junto com o aumento do turismo que começa a se materializar. A inflação continua cedendo, e vários bancos centrais pausaram o ajuste monetário. Neste contexto, decidiu-se **manter a posição OW na Ásia EM ex China**.

O momentum econômico continuou a acelerar na **Índia**, com um PMI de manufaturas e serviços em 57,2 e 62 pontos, respectivamente. O mercado indiano se recuperou após as quedas associadas ao escândalo do grupo Adani e rendeu 4,2% (em USD). O poder judiciário na Índia já está tomando medidas em relação a este caso e, no final de abril, deu seis meses para a Hindenburg Research provar suas acusações contra o conglomerado. Embora esses acontecimentos não representem um evento de risco sistêmico, eles continuam a inserir volatilidade no mercado indiano, considerando o tamanho das empresas do Grupo Adani e sua participação nos índices acionários. Segundo o FMI, a Índia contribuirá com mais de 15% para o crescimento econômico global este ano, impulsionado por sua atividade econômica e consumo doméstico resilientes. Embora a Índia se beneficie do friendshoring, ou tendência de realocação de investimentos fora da China, e desfrute de salários mais baixos no setor de manufatura, a educação de sua população ainda é relativamente baixa em comparação com o gigante asiático. Em relação aos resultados corporativos do primeiro trimestre, as empresas indianas surpreenderam com um crescimento de lucros até acima do esperado. As valorizações (P/U fwd. e P/VL) negociam abaixo de suas médias de 5 anos, mas com um desconto inferior a 1 desvio padrão. Por sua vez, o Banco Central pausou o ajuste das taxas em abril, e a inflação de março desacelerou para 5,7% ao ano, enquanto o consenso de mercado projeta que em abril essa cifra teria chegado a 4,8% em doze meses. Em relação aos fluxos, a entrada líquida de investimentos em fundos e ETFs indianos continuou na primeira semana de maio. Apesar disso, a volatilidade é uma característica que pode retornar ao mercado indiano, que não se beneficia tão diretamente da reabertura da China, o que significa que o potencial de valorização - além de seu caráter defensivo - é menor do que o de seus pares da Ásia Emergente. Portanto, decidiu-se **manter a posição neutra nas ações indianas**.

O mercado **sul-coreano** também caiu em abril, mas menos do que outros mercados asiáticos, registrando um desempenho de -1,0% (em USD). O momentum econômico continua negativo, com um PMI de manufatura de abril de 48,1 pts., mas com quedas que desaceleraram em relação ao observado em março. Os relatórios corporativos para o primeiro trimestre de 2023 mostram queda nos lucros, como era esperado em um país altamente especializado em semicondutores e indústria automobilística, mas entregam surpresas positivas. Os dados explicam que, embora a atividade esteja negativa, parece estar atingindo um piso. Ao mesmo tempo, as contas nacionais do primeiro trimestre foram divulgadas, mostrando um crescimento trimestral dessazonalizado de 0,3% e salvando a economia sul-coreana de uma recessão técnica. Embora a razão P/U fwd. transacione acima de sua média de 5 anos, a razão P/VL está quase uma dev. padrão abaixo de sua média, e até abaixo do limite de uma vez. Os fluxos de investimento líquidos no principal ETF do país estão estáveis no último mês. Por sua vez, em sua reunião de abril, o Banco Central continuou com a pausa no ajuste monetário, com a inflação desacelerando significativamente naquele mês, para 3,7% ao ano. Isso permitiu ao mercado antecipar suas expectativas em relação ao início dos cortes na taxa de referência, o que daria suporte ao mercado de ações. Dado que o mercado costuma antecipar melhorias na atividade econômica e sua ciclicidade característica, **a posição leve em ações sul-coreanas é mantida**.

As tensões geopolíticas entre **Taiwan** e China têm aumentado recentemente, com o gigante asiático lançando drones pelo céu taiwanês, enquanto as autoridades da ilha declararam estar trocando informações com o grupo de países dos "Cinco Olhos" (Austrália, Canadá, Nova Zelândia, Reino Unido e EUA) para entender as intenções do governo chinês. O aumento das tensões pressiona o desempenho do mercado taiwanês, que em abril caiu 3,2% (em USD), mesmo que uma iminente invasão por parte da China não seja o cenário base. Além disso, o momentum econômico se deteriorou ainda mais em abril, com um PMI de manufatura em 47,1 pontos, abaixo do nível de março (48,6 pontos). Os relatórios corporativos do primeiro trimestre de 2023 mostram quedas anuais nos lucros, embora com surpresas levemente

positivas. As valorizações negociam acima de suas médias de 5 anos e as projeções de lucro para este ano estão entre as mais negativas nos países emergentes, com quedas de mais de 20% e sendo corrigidas para baixo. Mesmo assim, os fluxos líquidos de investimento em fundos e ETFs são positivos no último mês. Em um contexto de aprofundamento do deterioro econômico, valorizações pouco atraentes e aumento das tensões geopolíticas, decide-se **manter a posição neutra que se mantinha em ações taiwanesas.**

Na **Indonésia**, foram publicadas as contas nacionais do primeiro trimestre, com um crescimento anual do PIB de 5,0%. Essa economia altamente dependente do setor externo e do turismo tem mostrado resiliência e o PMI de manufatura acelerou em abril, alcançando 52,7 pontos. Em sua reunião de abril, o Banco Central manteve a taxa de referência em 5,75% pela terceira sessão consecutiva, e a inflação do mesmo mês desacelerou para 4,3% em doze meses (de 5,0% em março). As valorizações transacionam com desconto histórico e ao analisar a diferença entre o earnings yield e a taxa dos títulos do tesouro a 10 anos, o modelo sugere um maior atrativo relativo da renda variável, em detrimento dos títulos. Por sua vez, a entrada líquida de fluxos de investimento em fundos e ETFs continua no último mês. Do lado da **Tailândia**, o mercado caiu 4,0% (em USD) em abril, em linha com sua correlação com a China. No entanto, o momentum econômico decolou nesse mês e o PMI de manufatura ficou em 60,4 pontos. Apesar de seus registros limitados de inflação, registrando em abril uma variação de 2,7% ao ano e pelo terceiro mês consecutivo dentro da meta do Banco Central (1% - 3%), o mercado tem incorporado uma nova alta na taxa de referência para sua reunião no final de maio, em linha com o viés expresso na última comunicação. Por sua vez, em 14 de maio, ocorrerão eleições, depois que o rei dissolveu o Parlamento em março, o que acrescenta incerteza ao cenário político. Com tudo isso, **decide-se manter a posição neutra tanto na Indonésia quanto na Tailândia.**

## **EMEA: Mantém-se a posição neutra**

A volatilidade do preço do petróleo aumentou recentemente, depois que, após o corte na produção anunciado pela OPEP no início de abril, recuou devido aos maiores temores de recessão, mas depois voltou a subir com o feriado do Dia do Trabalho chinês e o aumento do turismo. Por sua vez, o desempenho do mercado turco será marcado pelas eleições deste domingo, 14 de maio, o que adiciona volatilidade ao cenário. Por esses motivos, decide-se manter a posição **neutra na EMEA.**

O PMI de manufatura na **África do Sul** permaneceu ligeiramente contrativo em abril, em 49,6 pontos. Por sua vez, a inflação não deu sinais claros de desaceleração, e acelerou em março para 7,1% ao ano, depois de um avanço mais pronunciado em fevereiro do que no mês anterior. O Banco Central não se reuniu em abril, mas em sua reunião de março entregou um claro viés contrativo, com o qual em sua versão de maio continuaria com o ajuste monetário, impactando os mercados. Embora em sua versão de abril, o FMI tenha corrigido para cima a projeção de crescimento deste ano para 1,1%, isso indica que a economia desaceleraria em relação ao ano anterior. Por sua vez, as contas fiscais permanecem prejudicadas, e após a publicação preliminar do balanço primário, atingiu-se um déficit em fevereiro de 2023 (ano tributário 2023), o que leva a um descumprimento da meta de superávit. Por sua vez, as valorizações continuam negociando com desconto histórico, com a razão P / U fwd. e P / VL abaixo de suas médias de 5 anos. No último mês, as saídas líquidas de fluxos de investimento em fundos e ETFs continuam. Por isso, **mantém-se a subexposição em ações sul-africanas.**

O mercado **turco** é o país emergente que acumula a queda mais profunda da bolsa em USD neste ano e nos últimos meses, a desvalorização da moeda tem pressionado esse desempenho. O PMI de manufatura de abril ficou em 51,5 pontos, acelerando na margem e deixando parcialmente para trás o impacto do terremoto na atividade industrial. A inflação de abril desacelerou para 43,7%, mas ainda avança de forma constante e muito acima da meta inflacionária (5,0%). O Banco Central em sua reunião de abril decidiu manter a taxa de referência em 8,5%, em linha com o esperado pelo mercado. No entanto, essa pausa nos cortes de taxa desde a reunião de março se deve principalmente ao período eleitoral, dado que o Banco Central está intrinsecamente ligado às decisões do governo. As eleições gerais serão realizadas

no próximo domingo, dia 14 de maio, e há três possíveis desfechos; o primeiro é que o atual presidente (Recep Tayyip Erdoğan) e sua maioria no Congresso se mantenham -essa opção é a mais provável-, o segundo é uma vitória presidencial da oposição (Kemal Kılıçdaroğlu) e a manutenção da maioria no Congresso do partido do governo atual - que seria o mais desfavorável para o mercado dada a polarização- e o terceiro é uma vitória tanto no poder executivo como legislativo da oposição. Embora este último tenha uma menor probabilidade de acontecer do que o primeiro, seria o mais benéfico para o mercado, já que as políticas se concentrariam em frear a inflação e fortaleceriam as relações com a União Europeia e EUA. As eleições adicionam volatilidade ao mercado turco e a lira deve continuar a tendência de desvalorização. Em relação aos dados do mercado, os relatórios corporativos do primeiro trimestre mostram surpresas positivas tanto em lucros como em vendas, e as vendas estão crescendo. No entanto, devido aos altos níveis de inflação, os lucros mostram quedas pronunciadas em termos anuais, evidenciando uma compressão de margens. A projeção de lucros para este ano permanece plana e foi corrigida fortemente para baixo no último mês. Embora as valorizações sejam negociadas abaixo das médias de 5 anos (P/U fwd. e P/VL), a saída líquida de fluxos de investimento para fundos e ETFs continua. No geral, e dada a pequena probabilidade de que os resultados das eleições surpreendam positivamente o mercado, a **posição UW em ações turcas é levemente reduzida.**

**Mantém-se a posição UW que foi trazida nas economias C3 (Polônia, República Tcheca e Hungria).** O momentum econômico continuou a se deteriorar em abril na Polônia e na República Tcheca, com registros de PMIs de manufatura indicando contração (46,6 pts e 42,8 pts, respectivamente). Embora os mercados dos países do C3 tenham sido dos melhores performers dentro das economias emergentes, a principal razão é um melhor sentimento dos investidores em relação a eles, devido a um castigo excessivo anterior no contexto do conflito entre a Rússia e a Ucrânia. No entanto, apesar de desacelerar na margem, o nível de preços continua aumentando em dois dígitos em doze meses e os bancos centrais continuaram em suas reuniões de abril e maio com uma pausa no ajuste monetário, tentando não afetar a economia com um nível de taxas demasiado elevado. Com a alta nos mercados, as valorizações começam a parecer menos atrativas em perspectiva histórica e a saída líquida de fluxos de investimento dos principais ETFs se exacerba.

O PMI de manufatura da **Arábia Saudita** acelerou novamente em abril, para 59,6 pts, e o preço do petróleo aumentou durante o mês em 1,5% (WTI). A inflação desacelerou novamente em março, para 2,7% ao ano, aproximando-se de sua meta de 2,0%. Apesar das baixas pressões inflacionárias, o Banco Central elevou novamente a taxa de referência em maio em 25 pbs, para 5,75%. No que diz respeito aos relatórios corporativos, nos resultados do primeiro trimestre deste ano, são observadas quedas interanuais tanto nas vendas quanto nos lucros, mas surpresas positivas nos lucros, sendo estes últimos menos negativos do que o esperado, dada a importante correção no preço do petróleo. Este último tem exibido maior volatilidade no mais recente, associado a maiores temores de recessão, registros de atividade abaixo do esperado e o retorno dos investidores chineses após o feriado do dia do trabalhador. As valorizações das ações sauditas estão sendo negociadas em torno de suas médias de 5 anos, sem mostrar um desconto significativo. Por sua vez, as projeções de lucro para este ano são corrigidas para baixo no último mês, projetando quedas de 6,4% ao ano nos lucros para este ano. Assim, e em linha com a maior volatilidade no preço do petróleo, decide-se adotar uma posição mais cautelosa e **neutralizar o OW que foi trazido em ações sauditas.**

## **RENDA FIXA**

**TREASURIES DOS EUA: acima do peso em títulos de 10 anos e 5 anos da curva nominal e abaixo do peso em TIPS.**

Em abril, observamos como a crise de crédito, o teto da dívida e os temores de uma recessão mais profunda ganham destaque nos mercados e permanecem como as principais preocupações, juntamente com o elevado nível de inflação. Por outro lado, os últimos dados econômicos sugerem certa normalização dos registros inflacionários, onde a desinflação está em linha com as expectativas do mercado. No entanto, assim como no resto do mundo, a medida subjacente da inflação dos EUA permanece elevada e acelera novamente em abril, principalmente devido a um componente de serviços que mantém maior persistência e reage com maior defasagem ao ajuste monetário. Por sua vez, o mercado de

trabalho volta a mostrar resiliência, o que poderia provocar uma inflação ainda mais persistente. No entanto, os efeitos de contração do crédito devido ao estresse bancário teriam um efeito equivalente a entre 2 ou mais altas na taxa de referência, o que ajudaria a reduzir as pressões inflacionárias e aumentar os riscos de uma recessão mais profunda. Diante disso, durante a reunião de maio, o Fed começa a adotar uma postura mais dovish e pela primeira vez abre a porta para uma possível pausa no ciclo de altas de taxa, podendo manter a taxa de referência em 5,25%, mesmo nível estimado no dot plot de março para o final de 2023. Por sua vez, o mercado considera o ajuste monetário encerrado e, ao contrário do Fed, espera que os cortes comecem este ano, durante o terceiro ou quarto trimestre. A taxa de rendimento dos títulos do Tesouro de 10 anos permanece ancorada em torno de 3,5%, enquanto a de 2 anos está em torno de 4%, mantendo a inversão da curva. Quanto à volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de taxas dos títulos do Tesouro - tende a moderar-se dos altos níveis alcançados em março à medida que os riscos de uma crise sistêmica diminuem e, atualmente, situa-se em torno de 134 pontos. Da mesma forma, os breakevens dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, caem para níveis de 2,12% e 2,22%, respectivamente, implicando que as expectativas inflacionárias de longo prazo estariam ancoradas na meta do Fed (2%). Dado o exposto, neste mês, mantém-se a sobreposição em títulos soberanos dos EUA, posicionando-se na parte curta e média da curva. Destaca-se que em 9 de 10 vezes após a última alta de juros, os retornos em Treasuries são positivos e, em média, em torno de 7% nos próximos 3 meses. Assim, **o tesouro de 5 anos passa de neutro para OW, enquanto o OW do tesouro de 10 anos é mantido. Por outro lado, uma tendência de convergência da inflação aumenta a UW do TIPS.**

#### **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Continua com overweight**

Desde o início do ciclo de ajuste monetário, observamos que tanto os Estados Unidos quanto a Europa estavam se movendo juntos com o Federal Reserve e o Banco Central Europeu adotando ambos uma postura hawkish e realizando um agressivo aumento das taxas de juros. No entanto, essa tendência parece estar prestes a mudar; com a economia americana sendo afetada por problemas como a crise de crédito e o teto da dívida, o Fed abre a porta para uma possível pausa no ajuste da política monetária, enquanto na Europa o estresse financeiro parece estar contido e o foco volta a ser o elevado nível de inflação, fazendo com que a entidade monetária continue com o ajuste monetário por mais tempo. Por sua vez, no contexto atual de incerteza e riscos ao aumento, Investment Grade continua sendo uma das alternativas mais atraentes em termos de risco-retorno, dada a maior qualidade da classe de ativos e um yield que oferece um ponto de entrada atraente em torno de 5%. Por outro lado, a maior duração da classe de ativos o beneficiaria em um ambiente de taxas em queda e notícias de inflação positivas. Dado o exposto, a **sobreposição é mantida.**

#### **GLOBAL HIGH YIELD: Underweight mantido**

De acordo com o que foi descrito anteriormente, mantém-se um elevado nível de incerteza em relação ao deterioro das condições econômicas atuais, à extensão do efeito da política monetária e à situação de várias entidades financeiras. Sob este contexto, os produtos de risco de crédito parecem não incorporar um cenário de recessão mais profunda e os spreads de high yield permanecem contidos, próximos de suas médias históricas. Por outro lado, ainda não se conhece a magnitude nem o impacto que teria a contração do crédito para o financiamento das empresas, somado a eventos de risco que ainda não se materializaram no setor bancário, o que poderia se traduzir em um aumento nos níveis de defaults, que, por enquanto, não foram afetados pelo maior risco financeiro. Nesse sentido, embora Global High Yield ofereça retornos atraentes com um yield de 8,7%, neste ambiente de incerteza e riscos ao alza, a menor qualidade creditícia da classe de ativos e a ampliação que sofreriam os spreads ante qualquer deterioro adicional na situação econômica **nos levam a manter um underweight em Global HY.**

**DÍVIDA EMERGENTE: O underweight em títulos soberanos IG é reduzido, o neutral em títulos corporativos HY é mantido e o overweight em títulos corporativos IG é aumentado, enquanto o overweight em mercados locais é aumentado.**

Com relação à dívida emergente, no último mês, os retornos positivos nos ativos de renda fixa foram mantidos, enquanto as taxas dos países emergentes continuam correlacionadas com os movimentos de taxas e notícias dos países desenvolvidos. Por sua vez, os rendimentos dos ativos de renda fixa permanecem em níveis elevados e oferecem um ponto de entrada atraente em um cenário em que haveria eventuais quedas nas taxas. Assim, o mundo emergente oferece retornos superiores a países desenvolvidos em troca de um maior risco de crédito, mas que por enquanto permanece limitado e as estimativas de inadimplência da dívida emergente permanecem estáveis. Por outro lado, os países emergentes foram beneficiados pela maior fraqueza do dólar a nível global, enquanto a economia chinesa voltaria a impulsionar o mundo na medida em que as tensões geopolíticas se moderassem. Com relação à dívida soberana emergente, durante o mês de abril, assim como nos outros ativos de renda fixa, foi observado um melhor desempenho nos segmentos de maior qualidade de crédito e maior duração. Dessa forma, apesar de a classe de ativos ser beneficiada por quedas nas taxas devido a sua maior duração, sua menor qualidade de crédito neste ambiente de incerteza torna-a menos atraente em comparação a outras alternativas. Com relação à dívida corporativa emergente, favorece-se a do tipo Investment Grade no contexto da incerteza atual. A maior qualidade de crédito da classe de ativos oferece maior proteção contra eventos de risco não materializados e um ciclo recessivo mais difícil do que o esperado, enquanto os países emergentes estão mais avançados no ciclo de ajuste monetário do que o mundo desenvolvido, o que beneficiaria a longa duração do ativo. Com relação à dívida corporativa High Yield, apesar de os rendimentos estarem em níveis atrativos, a menor qualidade de crédito em um cenário recessivo poderia gerar uma ampliação de spreads e um aumento nos defaults não antecipados pelo mercado. Portanto, mantém-se cautela nesta classe de ativos. Com relação aos mercados locais, após a reunião de maio do Federal Reserve, estaríamos no final do ciclo de ajuste monetário e o mercado espera uma pausa nas altas de taxas para a próxima reunião. Dessa forma, o dólar continua perdendo força e acumula uma depreciação de 2,2% no ano. Dado o exposto e esperando que esta tendência continue na medida em que vemos uma normalização nos registros de inflação, mantém-se uma visão favorável em relação às moedas emergentes. Em linha com isso, o **underweight em títulos soberanos emergentes é reduzido, o neutral em títulos corporativos HY é mantido e o overweight em títulos corporativos IG é mantido, enquanto o overweight em mercados locais é aumentado.**

## EXPOSIÇÃO A MOEDAS | MAIO 2023

| Moedas | Bench.      | Abril       | Mai           | OW/UW | Cambio |
|--------|-------------|-------------|---------------|-------|--------|
| USD    | 55,1%       | 54,2%       | 55,1%         | N     | +      |
| EUR    | 7,4%        | 7,7%        | 6,9%          | UW    | -0,5%  |
| GBP    | 1,5%        | 1,5%        | 1,3%          | UW    | -0,1%  |
| JPY    | 2,5%        | 1,7%        | 3,1%          | OW    | 0,6%   |
| GEMs   | 33,6%       | 35,0%       | 33,6%         | N     | 0,0%   |
|        | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100,0%</b> |       |        |

O resultado da alocação do TAACo resulta em uma determinada exposição de moedas, que, se não refletir nossa visão, será ajustada por meio de posições longas e/ou curtas. Neste mês, neutraliza-se o dólar americano de OW e os mercados emergentes de UW, além de mudar o iene de UW para OW.

## RESULTADOS DO TAACO GLOBAL | ABRIL 2023

| Classe de ativo / Região                       | Benchmark    | Compass      | Over/Under   | Rentabilidade mensal índices | Contribuição ao Portfólio |               | Attribution Analysis |               |
|--|--------------|--------------|--------------|------------------------------|---------------------------|---------------|----------------------|---------------|
|  |              |              |              |                              | Benchmark                 | Compass       | Classe de Ativo      | Selectividade |
| Ações  | 50%          | 50%          | 0%           | 0,6%                         | 0,3%                      | 0,3%          | 0,0                  | -2,0          |
| Renda Fixa                                     | 50%          | 50%          | 0%           | 0,7%                         | 0,3%                      | 0,4%          | 0,0                  | 1,8           |
| Caixa  | 0%           | 0%           | 0%           | 0,4%                         | 0,0%                      | 0,0%          | 0,0                  |               |
| Ouro   | 0%           | 0%           | 0%           | 0,1%                         | 0,0%                      | 0,0%          | 0,0                  |               |
| Cobertura                                      |              |              |              |                              |                           | 0,0%          | 0,0                  |               |
| <b>Portfólio</b>                               |              |              |              |                              | <b>0,65%</b>              | <b>0,65%</b>  | <b>0,0</b>           | <b>-0,2</b>   |
| <i>Outperformance / Underperformance (bps)</i> |              |              |              |                              |                           |               |                      |               |
|  |              |              |              |                              |                           |               |                      | <b>-0,2</b>   |
| Europe ex UK                                   | 13,1%        | 14,0%        | 0,9%         | 3,2%                         | 0,42%                     | 0,45%         | 2,3                  |               |
| Europe Small Cap ex UK                         | 1,4%         | 1,4%         | 0,0%         | 1,7%                         | 0,02%                     | 0,02%         | 0,0                  |               |
| UK   | 2,9%         | 2,9%         | 0,0%         | 5,0%                         | 0,15%                     | 0,15%         | 0,0                  |               |
| US Large Cap Growth                            | 14,3%        | 13,3%        | -1,0%        | 1,7%                         | 0,24%                     | 0,22%         | -1,0                 |               |
| US Large Cap Value                             | 15,7%        | 14,7%        | -1,0%        | 1,3%                         | 0,21%                     | 0,20%         | -0,7                 |               |
| US Small Caps                                  | 4,1%         | 3,7%         | -0,4%        | -1,5%                        | -0,06%                    | -0,05%        | 0,8                  |               |
| Japan  | 4,8%         | 3,3%         | -1,5%        | 0,4%                         | 0,02%                     | 0,01%         | 0,4                  |               |
| <b>Desenvolvidos</b>                           | <b>56,3%</b> | <b>53,3%</b> | <b>-3,0%</b> | <b>1,8%</b>                  | <b>0,99%</b>              | <b>0,99%</b>  | <b>1,8</b>           |               |
| LatAm  | 4,1%         | 5,1%         | 1,0%         | 1,6%                         | 0,07%                     | 0,08%         | 1,0                  |               |
| LatAm Small Cap                                | 0,7%         | 0,7%         | 0,0%         | 1,9%                         | 0,01%                     | 0,01%         | 0,0                  |               |
| China  | 11,8%        | 12,8%        | 1,0%         | -5,2%                        | -0,61%                    | -0,66%        | -5,8                 |               |
| EM Asia ex China                               | 16,5%        | 17,5%        | 1,0%         | -0,4%                        | -0,06%                    | -0,07%        | -1,0                 |               |
| EM Asia Small Cap                              | 4,0%         | 4,0%         | 0,0%         | 0,0%                         | 0,00%                     | 0,00%         | 0,0                  |               |
| EM Europe and Middle East                      | 6,6%         | 6,6%         | 0,0%         | 3,5%                         | 0,23%                     | 0,23%         | 0,0                  |               |
| <b>Emergentes</b>                              | <b>43,7%</b> | <b>46,7%</b> | <b>3,0%</b>  | <b>-0,8%</b>                 | <b>-0,36%</b>             | <b>-0,40%</b> | <b>-5,8</b>          |               |
| <b>Equities</b>                                |              |              |              |                              | <b>0,63%</b>              | <b>0,59%</b>  | <b>-4,0</b>          |               |
| Treasuries 5Y                                  | 6,5%         | 6,5%         | 0,0%         | 0,7%                         | 0,04%                     | 0,04%         | 0,0                  |               |
| Treasuries 10Y                                 | 11,2%        | 12,7%        | 1,5%         | 0,7%                         | 0,08%                     | 0,09%         | 0,1                  |               |
| Treasuries 30Y                                 | 6,4%         | 6,9%         | 0,5%         | 0,2%                         | 0,01%                     | 0,01%         | -0,2                 |               |
| US Tips  | 2,9%         | 1,9%         | -1,0%        | 0,1%                         | 0,00%                     | 0,00%         | 0,6                  |               |
| Global Corporate IG                            | 26,4%        | 28,5%        | 2,1%         | 1,2%                         | 0,31%                     | 0,34%         | 1,1                  |               |
| Global Corporate HY                            | 4,6%         | 3,6%         | -1,0%        | 1,2%                         | 0,05%                     | 0,04%         | -0,5                 |               |
| <b>Dívida desenvolvidos</b>                    | <b>58,0%</b> | <b>60,1%</b> | <b>2,1%</b>  | <b>0,9%</b>                  | <b>0,50%</b>              | <b>0,53%</b>  | <b>1,0</b>           |               |
| EM Sovereign IG                                | 5,3%         | 3,1%         | -2,2%        | 1,4%                         | 0,07%                     | 0,04%         | -1,6                 |               |
| EM Sovereign HY                                | 5,6%         | 3,0%         | -2,6%        | -0,8%                        | -0,05%                    | -0,02%        | 3,8                  |               |
| EM Corporate IG                                | 3,9%         | 5,5%         | 1,6%         | 1,0%                         | 0,04%                     | 0,06%         | 0,6                  |               |
| EM Corporate HY                                | 5,0%         | 5,0%         | 0,0%         | 0,1%                         | 0,00%                     | 0,00%         | 0,0                  |               |
| EM Local Markets                               | 22,2%        | 23,3%        | 1,1%         | 0,4%                         | 0,09%                     | 0,10%         | -0,3                 |               |
| <b>Dívida emergente</b>                        | <b>42,0%</b> | <b>39,9%</b> | <b>-2,1%</b> | <b>0,4%</b>                  | <b>0,17%</b>              | <b>0,18%</b>  | <b>2,5</b>           |               |
| <b>Fixed Income</b>                            |              |              |              |                              | <b>0,67%</b>              | <b>0,71%</b>  | <b>3,5</b>           |               |

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Dados em 30 de abril de 2023

No fechamento de abril, o TAACo Global teve um ganho de 0,7%, em linha com o desempenho do benchmark. Em termos de análise de atribuição, (i) a alocação de ativos não adicionou nem subtraiu valor, (ii) a seleção de instrumentos subtraiu valor no margem. Em ações, a sobre-exposição à China subtraiu valor que não foi compensado pela posição comprada na Europa e na América Latina. Na renda fixa, a seletividade foi positiva, principalmente devido à sub-exposição em títulos soberanos de países emergentes com menor qualidade de crédito.

## DESEMPENHO HISTÓRICO

| TAACo Global                    | Desempenho   |              |             |              |              |              |             |                 | Volatilidade 5 anos* |
|---------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-----------------|----------------------|
|                                 | 1 mês        | 3 meses      | YTD         | 1 ano        | 3 anos*      | 5 anos*      | 10 anos*    | Desde inicio ** |                      |
| <b>TAACo</b>                    | 0,6%         | -0,2%        | 5,5%        | 0,0%         | 5,4%         | 2,1%         | 3,2%        | 4,9%            | 10,1%                |
| Benchmark                       | 0,7%         | -0,1%        | 5,4%        | -0,3%        | 3,2%         | 1,2%         | 2,4%        | 3,5%            | 9,8%                 |
| Out/Under perf. (bps)           | -0           | -5           | 11          | 30           | 211          | 95           | 87          | 138             |                      |
| <b>Ações</b>                    | 0,6%         | -0,7%        | 6,8%        | -1,3%        | 8,7%         | 2,4%         | 4,2%        | 3,4%            | 14,8%                |
| Benchmark                       | 0,6%         | -0,7%        | 6,7%        | -0,9%        | 8,3%         | 2,2%         | 4,0%        | 2,9%            | 14,7%                |
| Europe ex UK                    | 3,2%         | 5,2%         | 15,0%       | 10,5%        | 12,0%        | 3,0%         | 3,8%        | 2,8%            | 19,6%                |
| Europe Small Cap ex UK          | 1,7%         | 1,0%         | 10,7%       | -2,1%        | 11,4%        | 1,2%         | 6,4%        | 7,2%            | 23,3%                |
| UK                              | 5,0%         | 3,5%         | 10,2%       | 4,4%         | 10,3%        | -1,0%        | -0,4%       | 0,5%            | 18,8%                |
| US Large Cap Growth             | 1,7%         | 9,0%         | 20,4%       | 2,3%         | 13,1%        | 13,7%        | 14,0%       | --              | 22,1%                |
| US Large Cap Value              | 1,3%         | -2,6%        | -0,5%       | -1,1%        | 10,5%        | 5,2%         | 6,2%        | 3,7%            | 17,5%                |
| US Small Caps                   | -1,5%        | -7,6%        | 2,0%        | -3,1%        | 13,6%        | 5,1%         | 7,8%        | 7,6%            | 23,5%                |
| Japan                           | 0,4%         | -0,7%        | 5,5%        | 1,9%         | 3,5%         | -0,9%        | 2,2%        | 1,3%            | 15,8%                |
| <b>Desenvolvidos</b>            | <b>1,8%</b>  | <b>2,4%</b>  | <b>9,6%</b> | <b>3,2%</b>  | <b>13,1%</b> | <b>8,1%</b>  | <b>8,7%</b> | <b>6,2%</b>     | <b>18,1%</b>         |
| LatAm                           | 1,6%         | -4,5%        | 4,8%        | -3,6%        | 10,1%        | -5,7%        | -5,1%       | 4,0%            | 30,5%                |
| LatAm Small Cap                 | 1,9%         | -3,1%        | 6,8%        | -5,7%        | 10,2%        | -4,7%        | -6,9%       | 5,9%            | 33,5%                |
| China                           | -5,2%        | -11,2%       | -0,7%       | -5,8%        | -6,3%        | -5,0%        | 2,7%        | 7,5%            | 26,4%                |
| EM Asia ex China                | -0,4%        | -1,8%        | 4,5%        | -7,5%        | 11,9%        | 3,6%         | 5,0%        | --              | 20,1%                |
| EM Asia Small Cap               | 0,0%         | -1,7%        | 4,5%        | -8,9%        | 13,4%        | 0,5%         | 2,3%        | 6,7%            | 20,5%                |
| EM Europe and Middle East       | 3,5%         | -1,0%        | 1,2%        | -14,4%       | 0,2%         | -7,3%        | -5,3%       | 2,2%            | 20,8%                |
| <b>Emergentes</b>               | <b>-1,1%</b> | <b>-4,7%</b> | <b>2,8%</b> | <b>-6,5%</b> | <b>4,3%</b>  | <b>-1,0%</b> | <b>1,8%</b> | <b>7,6%</b>     | <b>18,9%</b>         |
| <b>Renda Fixa</b>               | <b>0,7%</b>  | <b>0,5%</b>  | <b>4,1%</b> | <b>0,6%</b>  | <b>-1,1%</b> | <b>0,1%</b>  | <b>0,8%</b> | <b>4,2%</b>     | <b>6,2%</b>          |
| Benchmark                       | 0,7%         | 0,4%         | 4,0%        | 0,0%         | -1,9%        | -0,4%        | 0,4%        | 3,5%            | 6,2%                 |
| Treasuries 5Y                   | 0,7%         | 1,1%         | 3,0%        | -0,1%        | -3,2%        | 1,2%         | 0,6%        | 3,2%            | 4,5%                 |
| Treasuries 10Y                  | 0,7%         | 1,4%         | 4,5%        | -1,7%        | -6,2%        | 1,0%         | 0,5%        | 3,7%            | 7,8%                 |
| Treasuries 30Y                  | 0,2%         | 0,0%         | 6,2%        | -11,5%       | -14,6%       | -0,8%        | 0,4%        | 4,7%            | 16,2%                |
| US Tips                         | 0,1%         | 1,6%         | 3,5%        | -4,0%        | 0,9%         | 3,0%         | 1,4%        | 4,5%            | 6,0%                 |
| Global Corporate IG             | 1,2%         | 0,7%         | 4,7%        | 0,0%         | -2,0%        | 0,5%         | 1,2%        | 4,3%            | 8,3%                 |
| Global Corporate HY             | 1,2%         | 0,7%         | 4,8%        | 1,4%         | 3,6%         | 2,1%         | 3,2%        | 6,6%            | 9,9%                 |
| <b>Dívida Desenvolvidos [1]</b> | <b>0,9%</b>  | <b>0,8%</b>  | <b>4,6%</b> | <b>-0,6%</b> | <b>-2,9%</b> |              |             |                 |                      |
| EM Sovereign IG                 | 1,4%         | 1,6%         | 4,2%        | 1,5%         | -1,8%        | 1,3%         | 1,7%        | 5,8%            | 9,2%                 |
| EM Sovereign HY                 | -0,8%        | -3,1%        | 0,6%        | -2,0%        | 2,5%         | -1,7%        | 0,9%        | 6,9%            | 14,6%                |
| EM Corporate IG                 | 1,0%         | 0,9%         | 3,4%        | 0,8%         | -1,0%        | 1,7%         | 2,1%        | --              | 6,2%                 |
| EM Corporate HY                 | 0,1%         | -2,4%        | 1,7%        | 0,0%         | 1,0%         | 1,1%         | 3,0%        | --              | 10,8%                |
| EM Local Markets                | 0,4%         | 0,4%         | 4,0%        | 2,5%         | 2,1%         | -0,4%        | -1,2%       | --              | 10,9%                |
| <b>Dívida Emergentes [1]</b>    | <b>0,4%</b>  | <b>-0,1%</b> | <b>3,4%</b> | <b>1,5%</b>  | <b>0,7%</b>  |              |             |                 |                      |
| <b>Caixa</b>                    | <b>0,4%</b>  | <b>1,1%</b>  | <b>1,5%</b> | <b>2,9%</b>  | <b>1,0%</b>  | <b>1,4%</b>  | <b>0,9%</b> | <b>1,3%</b>     | <b>0,4%</b>          |
| <b>Ouro</b>                     | <b>0,1%</b>  | <b>3,0%</b>  | <b>9,3%</b> | <b>3,7%</b>  | <b>5,2%</b>  | <b>8,6%</b>  | <b>3,0%</b> | <b>9,6%</b>     | <b>14,3%</b>         |

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass Group y/o personas relacionadas ("Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass Group, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Group, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.