

TAACo Global	Desempenho								Volatilidade 5 anos *
	Agosto	3m	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início ***	
TAACo	2.0%	5.0%	7.8%	13.5%	0.4%	4.8%	3.8%	5.2%	10.4%
Referência	2.1%	5.1%	8.1%	13.7%	-0.5%	4.0%	3.1%	3.9%	10.2%
Desempenho inferior/superior	-8	-16	-24	-23	94	78	69	127	
Ações	2.2%	5.6%	12.2%	18.8%	1.3%	8.1%	5.1%	4.1%	15.2%
Benchmark	2.2%	5.5%	12.5%	18.8%	1.3%	8.0%	4.9%	3.6%	15.1%
Renda Fixa	1.9%	4.7%	3.7%	8.7%	-2.2%	0.2%	1.3%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.9%	4.7%	3.8%	8.8%	-2.5%	-0.2%	0.9%	3.6%	6.5%
Caixa	0.5%	1.4%	3.6%	5.5%	3.4%	2.3%	1.6%	1.6%	0.7%
Ouro	3.6%	7.0%	20.9%	29.4%	11.5%	10.5%	6.9%	10.1%	14.1%

Resultados em 30 de setembro de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

Fed PIVOT: Não há prazo que não seja cumprido1

Alocação de ativos3

Resultados globais do TAACo Setembro de 2024..... 17

Desempenho histórico....18

Fed PIVOT: Não há prazo que não seja cumprido

No mês passado, o Federal Reserve dos Estados Unidos (Fed) finalmente iniciou o tão esperado ciclo de cortes na taxa de juros, após 13 meses mantendo-a no máximo nesse ciclo restritivo destinado ao controle da inflação, que agora chegou ao fim. Os dados mostram que a inflação está diminuindo em um ritmo que tranquiliza o Fed, que agora está se concentrando mais no emprego. O banco central - ao contrário da maior parte do resto do mundo - além da estabilidade de preços, também tem o mandato de fazer o mesmo com relação ao emprego. No comitê de setembro, ele reduziu a taxa de referência dos EUA em 50 bps, para 5%. O ritmo e a magnitude do novo declínio serão decisivos no futuro.

Em relação à segunda maior economia do mundo, a China, se destacou com medidas de estímulo econômico por meio de várias medidas destinadas a reavivar a atividade e também a melhorar o sentimento do mercado financeiro.

Os mercados estão procurando uma direção e permaneceram muito sensíveis aos registros econômicos, ajustando os preços/taxas rapidamente à medida que os anúncios e os dados econômicos são divulgados. No caso dos EUA, o que temos visto nos últimos tempos com relação às taxas são ciclos de convergência e divergência entre as expectativas do mercado e do Fed, algo que também está ocorrendo desta vez. Na reunião de setembro do comitê, o Fed também publicou o "dot plot", um gráfico que mostra os conjuntos de taxas esperados para o restante deste ano e para os próximos anos pelos membros do comitê. Ele mostra que o comitê espera 2 cortes nas taxas (de 25 bps cada) para o restante de 2024 e mais 4 para 2025. Por sua vez, o mercado se ajustou a cortes mais agressivos: mais 3 este ano e para atingir uma taxa de referência de 3% em 2025 (5 cortes de 25 bps. cada no próximo ano). No entanto, de acordo com os dados recentes que indicam um mercado de trabalho ainda forte, o mercado modera suas expectativas de cortes e tende a se alinhar com o "dot plot".

O impulso do mercado continuou a alimentar a alta das ações e setembro marcou o quinto mês consecutivo de ganhos, desafiando a sazonalidade de um mês geralmente mais fraco para os mercados de ações. Certamente, os valuations gerais parecem altos, mas há setores defasados, classes inferiores de ações e regiões com potencial de alta. A China, depois de cair acentuadamente por mais de um ano, "se recuperou" com anúncios mais concretos de medidas

O Fed inicia o ciclo de cortes e se concentrará no emprego daqui para frente

Destques do pacote de estímulo econômico chinês

Os mercados continuam sensíveis aos dados econômicos e, após o relatório de empregos, o gráfico está alinhado com o "dot plot"

Setembro marca o quinto mês consecutivo de aumentos, desafiando a sazonalidade

de estímulo e alcançou o lado positivo, subindo mais de 20% em setembro (MSCI medido por ETF indexado).

O último trimestre do ano está começando, e não é isento de eventos e fatores que podem gerar volatilidade:

1. As eleições presidenciais e para o Congresso dos EUA em 5 de novembro provavelmente serão acirradas e *os swing states* (aqueles cujas tendências democratas e republicanas têm variado ao longo do tempo) serão decisivos. As chances de ver uma *sweep* republicano ou democrata (presidência e *Câmara dos Deputados* e Senado com maioria do mesmo partido) caíram significativamente, mas o resultado ainda é altamente incerto.
2. Resultados corporativos do terceiro trimestre que confirmariam (ou não) que os fundamentos das empresas permanecem sólidos e que as surpresas positivas estão se deslocando dos setores ligados à tecnologia e à revolução digital/inteligência artificial para o restante da economia.
3. Instabilidade geopolítica

Com base no exposto, embora a volatilidade e os fortes movimentos intra-período possam continuar até o final de 2024, (i) o suporte fundamental para as ações seria mantido, (ii) os indicadores de atividade confirmam uma *soft landing*, (iii) em determinados setores, regiões e estilos de ações, os valuations são justos ou atrativos e, (iv) embora ainda sejam observados fluxos robustos para os mercados monetários, espera-se que essa "muralha" de liquidez acabe sendo transferida para ativos mais arriscados com a queda das taxas de juros. Portanto, somos a favor de uma postura neutra em ações e renda fixa com um horizonte de 3 meses até o final de 2024.

Fontes de volatilidade no 4T

Eleições presidenciais e para o Congresso dos EUA

Resultados corporativos do terceiro trimestre

Risco geopolítico

(i) suporte de ações, (ii) *soft landing*, (iii) rotação e (iv) fluxos do mercado monetário para ativos de risco.

ALOCAÇÃO DE ATIVOS: OUTUBRO DE 2024

TAACo Global	Bench.	Agosto	Setembro	OW / UW	Diferença	
Ações	50%	45%	45%	UW	-5%	
Renda Fixa	50%	50%	50%	N		
Caixa		5%	5%	OW	5%	
Ouro				N		
Total Carteira						
Europa, ex Reino Unido	14.0%	14.0%	14.0%	N		
Europe Small Cap ex Reino Uni	1.0%	1.0%	1.0%	N		
REINO UNIDO	3.0%	3.0%	3.0%	N		
US Large Caps Growth	17.0%	17.0%	17.0%	N		
US Large Caps Value	15.0%	16.5%	16.5%	OW	1.5%	
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N		
Japão	5.0%	4.0%	4.0%	UW	-1.0%	
Mercados desenvolvidos	59.0%	59.5%	59.5%	OW	0.5%	
América Latina	5.0%	4.0%	5.0%	N		1.0% +
LatAm Small Caps	1.0%			UW	-1.0%	
China	10.0%	10.0%	10.0%	N		
EM Ásia ex China	20.0%	21.5%	21.5%	OW	1.5%	
EM Ásia Small Cap	5.0%	5.0%	4.0%	UW	-1.0%	-1.0% -
Mercados emergentes	41.0%	40.5%	40.5%	UW	-0.5%	
Total de ações	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 2Y	5.9%	6.9%	5.9%	N		-1.0% -
Treasuries 10Y	12.4%	13.4%	13.4%	OW	1.0%	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	7.2%	N		
TIPS dos EUA	2.8%	2.8%		UW	-2.8%	-2.8% -
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	27.5%	N		
Global Corporate HY	4.3%	2.5%	4.3%	N		1.8% +
Divida desenvolvidos	60.1%	60.3%	58.3%	UW	-1.8%	-2.0% -
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N		
EM Corporate IG	3.3%	5.1%	4.7%	OW	1.4%	-0.4% -
EM Corporate HY	4.8%	3.8%	6.2%	OW	1.4%	2.4% +
EM Local Markets	21.0%	20.0%	20.0%	UW	-1.0%	
Divida Emergentes	39.9%	39.7%	41.7%	OW	1.8%	2.0% +
Total Renda Fixa	100.0%	100.0%	100.0%			

Neutro Europa e EUA: *US Large Cap Value* neutralizado a partir de *OW*

UW Japão

LatAm tira *OW* da neutralidade

China neutra, neutraliza Ásia EM ex. China do *OW*

Em renda fixa: a duration é neutralizada (ex- caixa)

OW neutralizado em *treasuries* de 10 anos, leva a *UW* para 30 anos

Diminui o *UW* TIPS

Neutro Global Corporate IG e HY

RF emergentes: *OW* CEMBI IG e HY, EMBI e mercados locais neutros

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX REINO UNIDO: permanece neutro em relação a *Large Caps* e *Small Caps*

A economia continua estagnada e o impulso econômico é bastante negativo. Os dados econômicos estão abaixo das expectativas: as vendas no varejo decepcionam, a confiança do consumidor e do investidor é negativa e a produção industrial continua a se contrair. As perspectivas são fracas, o PMI do setor industrial afunda para 45 pontos em setembro, enquanto o PMI de serviços permanece acima de 50 pontos (limite de 50 pontos para expansão/contração do setor nos próximos 12 meses), mas perdendo força. Na região, a única exceção é a Espanha, onde os PMIs estão acima de 50 pontos e surpreendentemente em alta.

Do ponto de vista monetário, a inflação de setembro na zona do euro caiu de 2,2% para 1,8% a.a. (core de 2,7%). Devido à desaceleração econômica e da inflação, em sua reunião de setembro, o Banco Central Europeu (BCE) cortou a taxa da facilidade de depósito em 25bps. O mercado espera dois cortes adicionais este ano e quatro em 2025. Como referência, nos últimos 30 dias, a curva da taxa de juros soberana da Alemanha se inclinou, com quedas na extremidade curta da curva e aumentos na extremidade longa. Assim, em 8 de outubro, a taxa do Bund alemão de 2 anos caiu 5 bps. para quase 2,10% e a taxa de 10 anos subiu 10 bps. para 2,25%.

Espera-se que o corte na taxa de juros estimule a demanda doméstica deprimida e possa impulsionar as ações da região. As ações da zona do euro representam ~12% das ações globais. Em nível de país, a França ocupa a primeira posição, seguida pela Alemanha. Ambos os países poderiam se beneficiar dos pacotes de estímulo sem precedentes anunciados na China. No caso da França, devido à alta exposição setorial ao consumo discricionário, enquanto a Alemanha tem uma forte relação comercial com o gigante asiático por meio do setor industrial.

Estima-se que o crescimento dos lucros seja de 6,6% para este ano (corrigido para baixo no último mês) e de 10,3% para o próximo ano (estimativas do Factset), ambos abaixo de seus pares desenvolvidos. Em consonância com isso, foram observadas saídas líquidas persistentes de fluxos de investimento no último mês e até agora neste ano (fluxos para fundos e ETFs, EPFR).

Em outro mês volátil, as ações europeias tiveram um desempenho positivo em setembro, inferior ao de seus pares globais (USD 1,8% Stoxx 50 vs. 2,2% ACWI), e a defasagem de curto e longo prazo das ações desenvolvidas permanece. No final de setembro, o estímulo na China deu um impulso às ações europeias, principalmente às mais atrasadas, como as ações alemãs.

Os *Valuations* são atraentes e o índice Preço/Earnings de 12 meses (*P/E fwd.*) é negociado abaixo da média de 5 anos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares. Em relação a seus pares, as ações são negociadas com um desconto de 25% em relação à média de cinco anos, superior ao desconto histórico de 15%.

Apesar dos fluxos fracos e da deterioração das perspectivas econômicas, dado o estímulo na China, os *valuations* atraentes, a defasagem das ações, o alto *dividend yield* (~3,4%) e a maior exposição a *value*, **decidiu-se manter a posição neutra em ações europeias.**

REINO UNIDO: Permanece neutro

A economia não conseguiu recuperar sua tendência de crescimento pré-pandemia. E, apesar da perspectiva positiva (os PMIs de manufatura e serviços têm estado acima de 50 pontos por 5 e 11 meses, respectivamente), *o impulso* econômico está se deteriorando.

A surpresa econômica torna-se negativa. A força do consumo não consegue reverter a confiança e a produção industrial decepciona. O mercado de trabalho continua apertado (taxa de desemprego de 4,1% no trimestre móvel encerrado em julho), mas os salários desaceleraram para um aumento de 4,0% a/a, em comparação com 4,6% no mês anterior.

Enquanto isso, o arrefecimento dos salários, juntamente com o arrefecimento dos preços - principalmente de energia - permitiu que a inflação convergisse para a meta. Em agosto, a inflação ficou em 2,2% em relação ao ano anterior, mas a medida subjacente aumentou de 3,3% para 3,6%. Diante disso, o Banco da Inglaterra decidiu manter a taxa de referência

em sua reunião de setembro em 5,00%. O mercado internaliza entre mais um e dois cortes nas taxas este ano, com a curva da taxa mostrando uma inclinação no último mês. Com relação à taxa de câmbio, espera-se que o Banco da Inglaterra corte as taxas de forma menos agressiva do que o Fed, permitindo que a libra esterlina permaneça relativamente valorizada em relação ao dólar.

As ações do Reino Unido representam ~3% das ações globais (MSCI ACWI) e, em setembro, o FTSE100 subiu US\$ 0,5%.

O desempenho inferior pode ser explicado pela composição do índice de ações MSCI UK (bastante semelhante ao do FTSE100), em que o setor de tecnologia tem uma representação limitada - apenas 1%. Os principais setores são o financeiro (~19%), o de bens de consumo básicos (17%) e o de saúde (14%), sendo que os dois últimos são caracteristicamente mais defensivos em relação ao ciclo econômico. Assim, as ações do Reino Unido são caracterizadas por seu viés *de valor* - empresas com oportunidades limitadas de crescimento, valuations com desconto, alta geração e pagamento de dividendos - e pela baixa exposição que oferecem à economia doméstica (o Morgan Stanley estima que apenas 29% das receitas das empresas são geradas localmente).

Em comparação com seus pares desenvolvidos, as ações do Reino Unido oferecem um *rendimento de dividendos* atraente (~4%) e valuations confortáveis. O índice P/E *fwd* é negociado a 12,3x, abaixo da média de 5 anos, e com um desconto de 13% em relação aos pares europeus. Esse desconto aumenta para quase 50% quando comparado aos pares dos EUA.

No lado corporativo, a Factset estima que os lucros do MSCI UK sofreriam uma contração de 1% este ano, o que foi corrigido para baixo no último mês e está abaixo dos seus pares desenvolvidos. Até 2025, os lucros se recuperariam e cresceriam 7,7%, mas ainda abaixo de seus pares desenvolvidos. Em linha com a fraca *dinâmica* dos lucros, foram observadas saídas líquidas para fundos e ETFs nacionais tanto no último mês quanto no acumulado do ano (EPFR).

As ações do Reino Unido (MSCI UK / FTSE100) têm um viés defensivo que serviria de proteção em um portfólio global contra o risco de uma desaceleração global maior do que a esperada. Além disso, dadas as valuations atraentes e um ciclo de corte de taxas de juros que já começou, **a decisão é de permanecer neutro em relação às ações do Reino Unido** enquanto esperamos que os fluxos gerem mais tração.

ESTADOS UNIDOS: Ações de *Large Cap Growth* e de *Small Caps* permanecem neutras, enquanto as ações de valor são neutralizadas pela OW

A corrida presidencial está avançando e falta menos de um mês para as eleições. Historicamente, outubro é um mês de maior volatilidade. O debate entre Trump e Harris deu uma vantagem a este último, no entanto, isso foi revertido e a média das pesquisas dá uma ligeira vantagem a Trump (51% de apoio de acordo com o RealClear Politics vs. 49% para Harris). Portanto, o resultado nos *swing states* será decisivo.

No lado econômico, a surpresa reverte a tendência e é novamente positiva e ascendente. Houve surpresas não apenas nos dados de consumo, mas também no mercado de trabalho, que continua resiliente. Em setembro, foram criados 254.000 novos empregos (acima dos 150.000 esperados) e os números dos últimos dois meses foram corrigidos para cima, trazendo de volta o cenário base de *soft landing*, mesmo com parte do mercado considerando um *no landing*.

Por sua vez, a inflação continuou a diminuir (2,5% em agosto vs. 2,9% em julho), o que deu ao Fed espaço para iniciar o ciclo de cortes nas taxas de juros. Assim, em sua reunião de setembro, o Fed surpreendeu ao reduzir agressivamente as taxas em 50 bps, quando o mercado esperava um corte de 25 bps, projetando dois cortes adicionais nas taxas no restante do ano (o que totalizaria 100 bps este ano). Além disso, o Fed atualizou suas projeções, corrigindo para baixo o

crescimento do PIB para este ano de 2,1% para 2%, aumentando a taxa de desemprego de 4% para 4,4% e reduzindo o núcleo da inflação PCE de 2,8% para 2,6% a/a. O mercado, por sua vez, internalizou as expectativas do Fed de que a previsão do Fed seria reduzida de 2,8% para 2,6%. O mercado, por sua vez, internalizou que os cortes seriam ainda mais agressivos, totalizando 5 neste ano e 5 no próximo; no entanto, os dados recentes que mostram a força do mercado de trabalho e o dinamismo econômico moderaram as expectativas. Atualmente, o mercado está alinhado com o Fed com 2 cortes adicionais em 2024 e 4 em 2025. Assim, a curva dos títulos do Tesouro permaneceu positivamente inclinada na parcela de 2 a 10 anos. Em 8 de outubro, a taxa de 10 anos está em 4,04% (alta de 33 bps. no último mês) e a taxa de 2 anos atinge 4,00% (alta de 35 bps.).

Em setembro, as ações do S&P500 desafiaram a sazonalidade e subiram 2%, completando 5 meses de ganhos. O Nasdaq recuperou a liderança, subindo 2,5%, e a rotação de ações *de crescimento* para *ações de valor* e *de pequena capitalização* diminuiu. As ações dos EUA recuperaram a confiança e os fluxos de entrada se aceleraram na semana de cortes nas taxas em meados de setembro.

No lado corporativo, a temporada de lucros do terceiro trimestre está começando. Para o S&P500, espera-se que o crescimento dos lucros seja de 4,2% em relação ao ano anterior (Factset), desacelerando em relação ao trimestre anterior (perto de 10%) e corrigindo a estimativa para baixo nos últimos meses. Para 2024, espera-se que os lucros cresçam cerca de 10% e perto de 15% no próximo trimestre, ambas as estimativas com correção para baixo no último mês, mas com desempenho superior ao de seus pares desenvolvidos.

Apesar da alta volatilidade, as ações dos EUA continuaram a subir e os valuations permanecem altos. O índice P/E *fwd.* do S&P500 é negociado acima das médias históricas, assim como o índice de ações *de crescimento* e *valor*. Em *small cap*, o índice P/E *fwd.* fica mais caro, mas o desconto e a defasagem são mantidos, embora com alta volatilidade na classe de ativos, que é altamente sensível a mudanças na taxa de juros, mas também à saúde da economia doméstica.

Apesar do início mais agressivo do que o esperado dos cortes nas taxas, da ampla liquidez e da força econômica, devido à alta sensibilidade às divulgações de dados econômicos, à alta volatilidade das taxas de juros e das ações e à proximidade das eleições, decidiu-se manter a **cautela em relação às ações dos EUA, com neutralidade em *growth, value* e *small cap*.**

JAPÃO: Continua *Underweight*

Shigeru Ishiba foi eleito pelo Partido Liberal Democrático (LDP) como o novo primeiro-ministro do Japão, convocando eleições legislativas antecipadas em 27 de outubro para legitimar sua posição.

O ex-ministro da defesa declarou que o país não está pronto para novos aumentos nas taxas, o que injetou volatilidade não apenas no iene, mas também nas ações. O Banco do Japão manteve sua taxa básica de juros em 0,25% em sua reunião de setembro, com a inflação oscilando entre 2,5% e 3% ao ano e uma economia fraca, principalmente no setor industrial. O mercado não internaliza novos aumentos até, pelo menos, janeiro ou março de 2025.

A surpresa econômica tornou-se negativa. O PIB do segundo trimestre foi corrigido para baixo, de 3,2% para 2,9% na comparação trimestral anualizada, e a produção industrial decepcionou, principalmente devido às condições climáticas que levaram ao fechamento temporário de fábricas de automóveis. Em contrapartida, a valorização do iene (8,5% em três meses) ajudou a impulsionar o consumo doméstico e a neutralizar os possíveis efeitos de segunda ordem da inflação baseada em salários.

No mercado acionário, o Nikkei 225 subiu apenas US\$ 0,2% em setembro, ficando atrás de seus pares desenvolvidos. Com relação aos valuations, o índice P/E *fwd.* foi corrigido para baixo e é negociado com desconto em termos absolutos e em relação aos pares desenvolvidos. Em 2024, os lucros cresceriam em torno de 10%, o que é mais alto do que os de seus pares desenvolvidos, enquanto em 2025 cresceriam 8,4%. No último mês, foram observadas saídas líquidas no principal ETF do país.

Apesar das valorizações atraentes, de um setor corporativo forte, das reformas estruturais em andamento e do círculo virtuoso que vem com a chegada da inflação, há uma deterioração no *impulso* econômico que leva a correções para baixo nas estimativas de crescimento econômico, juntamente com a volatilidade excessiva. Nesse cenário, optamos por uma **postura cautelosa, mantendo nossa exposição às ações japonesas em *underweight*.**

AÇÕES EMERGENTES FORAM DE UW PARA OW: China neutra e Ásia EM ex China, OW LatAm Large Cap e UW Small Cap

Após a bazuca chinesa, dados de emprego mais fortes do que o esperado nos EUA e o início de cortes mais agressivos do que o esperado nas taxas do Fed, um cenário de *soft landing* está se consolidando globalmente, o que tende a favorecer as ações de países emergentes. Por outro lado, os cortes nas taxas do Fed sem uma recessão também impulsionam *as commodities*, exportadas principalmente pelos países emergentes. Assim, no último trimestre do ano, optamos por aumentar a exposição a ações de países emergentes por meio da superexposição à América Latina, cujo principal parceiro comercial é a China. Por outro lado, o OW em Ásia EM ex China está fechado, pensando na correlação de alguns países com o mercado norte-americano, o que poderia levá-los a ficar para trás. Por fim, a posição neutra na China é mantida, pois após o desempenho positivo de seus mercados em setembro, outubro pode trazer correções e a recuperação é um processo lento e frágil.

AMÉRICA LATINA: A categoria Large Cap é levada para OW e o UW em Small Cap é mantida.

Em setembro, a região ficou para trás e as ações latino-americanas tiveram um retorno de apenas US\$ 0,1%. Isso foi impactado principalmente pelo Brasil, que teve um retorno de -0,8% nos EUA. No entanto, no final do mês, o pacote de estímulo chinês deu um impulso ao mercado latino-americano, mas ainda pode continuar a impulsionar as ações da região. No lado das ações menores, embora tenham tido um desempenho superior em setembro, elas tiveram um desempenho inferior ao do *índice de referência* e, rumo a outubro, o viés para as taxas é mais para cima do que para baixo, em uma região em que o Banco Central do Brasil começou a aumentar as taxas e só se reunirá novamente em novembro. Assim, optou-se por um OW em ações latino-americanas, enquanto o UW em Small Caps foi mantido em um mês que continuará a ser altamente volátil globalmente, em vista das eleições nos EUA.

No **Brasil**, o último mês foi repleto de notícias macroeconômicas e políticas que não é comum encontrarmos. Primeiro, a Moody's elevou a classificação de crédito do Brasil para um nível acima do investment grade, mantendo uma perspectiva positiva. O relatório reconhece a política fiscal moderada e destaca o sólido crescimento econômico, que permitirá que a dívida se estabilize em níveis relativamente altos no médio prazo. Essa medida foi inesperada e deu uma certa trégua ao mercado e à forma como os investidores percebem o gigante latino-americano. Por outro lado, houve eleições municipais, que, sem muitas surpresas, deram uma ampla vitória à centro-direita, como esperado. Embora esses resultados não definam quem será eleito presidente nas eleições de 2026, eles tendem a dar sinais de como serão os resultados da parte do Congresso a ser eleita nessa data. Do ponto de vista macroeconômico, o *ímpeto* continua positivo, com os principais indicadores do PMI de setembro em território amplamente expansionista e com a aceleração tanto do setor de serviços (55,8 pontos) quanto do setor industrial (53,2 pontos). Isso está de acordo com uma economia que está crescendo em ritmo acelerado, já que o mercado projeta uma expansão do PIB de 3,0% este ano e de 1,9% em 2025 (Focus). Com relação à inflação, a leitura quinzenal para a primeira metade de setembro mostrou que a inflação permanece próxima da meta,

em 4,1% ao ano. No entanto, o Banco Central, em sua última reunião, adotou uma postura mais *hawkish*, com expectativas de inflação não ancoradas no médio prazo e acima da meta da autoridade monetária de 3,0%. Assim, o COPOM não apenas elevou a taxa Selic em sua reunião de setembro em 25 bps, para 10,75%, em linha com as expectativas do mercado, mas também o fez por unanimidade e transmitiu uma mensagem de riscos de inflação com viés de alta. Assim, o mercado espera que a taxa Selic termine o ano em 11,75%, em comparação com os 11,25% esperados há quatro semanas. Isso fez com que as taxas de juros no Brasil subissem e se desacoplassem das taxas globais, o que historicamente impacta negativamente o mercado acionário. No entanto, como as expectativas de inflação estão ancoradas, espera-se que o Banco Central não acelere seu ritmo de cortes nas taxas e alivie a pressão sobre as taxas, permitindo que as ações se equiparem ao restante da região e do mundo, mas com melhores fundamentos macroeconômicos. Os valuations do mercado acionário parecem um pouco menos descontados em relação às suas médias de 5 anos, mas, em comparação com 10 anos, o índice P/E *fwd* está em torno de 0,5 desvio padrão abaixo dessa métrica. Embora não sejam observados fluxos consistentes de investimento, no último mês foram observados fluxos de 0,2% do AUM para os ETFs como um todo. Até 2025, projeta-se que os lucros cresçam cerca de 18%, com correção para cima no último mês. Assim, a economia brasileira continua sólida e o sentimento dos investidores globais está melhorando. Além disso, o cenário global de *soft landing*, força *das commodities* e fraqueza do dólar tende a favorecer as ações brasileiras. Assim, decidiu-se **aumentar o OW no Brasil**.

No **México**, os sinais econômicos são mistos; por um lado, a atividade econômica de julho surpreendeu e aumentou 3,8% em relação ao ano anterior. No entanto, os dados dos meses mais recentes, como os dados de manufatura e não manufatura do IMEF, foram ambos marginalmente contracionistas em setembro, destacando o último, que costumava ser o motor da economia local. Por outro lado, as remessas de agosto aumentaram e surpreenderam, atingindo mais de US\$ 6 bilhões, mas associadas à depreciação do peso mexicano. A inflação na primeira metade de setembro deu alguma esperança e mostrou que tanto a inflação total quanto o núcleo da inflação continuaram a cair (4,66% e 3,95% a/a, respectivamente), mas a inflação de serviços continua alta e acima de 5% em doze meses. Ainda assim, o banco central continuou a cortar as taxas em sua última reunião na mesma magnitude (25 bps.) e a trouxe para 10,50%, desta vez e ao contrário da reunião anterior, com apenas um dissidente (Jonathan Heath). A ata será divulgada em breve e esclarecerá o grau de cautela do Conselho de Administração em relação aos próximos cortes e a eventual probabilidade de acelerá-los. Apesar do desempenho marginalmente positivo do mercado acionário mexicano em setembro, os valuations permanecem com desconto e o índice P/E *fwd* é negociado ~0,7 dev. est. abaixo da média de 5 anos. Embora o crescimento econômico projetado para este ano e para o próximo seja de aproximadamente 1,5%, as projeções de lucros continuam fortes e espera-se um crescimento de aproximadamente 20% neste ano e de 15% no próximo. No último mês, os fluxos de entrada para os ETFs como um todo foram de aproximadamente 1,6% do AUM. Parte disso pode ser devido ao fato de que o pior da política já passou, com a aprovação da reforma judicial e a eventual perda de institucionalidade, o mercado está atento aos primeiros sinais do novo governo de Claudia Sheinbaum. Um dos riscos aos quais o mercado mexicano é particularmente vulnerável é a eleição presidencial dos EUA. A economia mexicana é intrinsecamente dependente da economia dos EUA e, embora uma vitória de Trump possa ser mais perturbadora no curto prazo, ela colocaria mais limites na margem de manobra do governo, que também tem uma maioria significativa no Congresso. A Presidente Sheinbaum assumiu o cargo em 1º de outubro, com um discurso um pouco mais conciliador e, apesar de deixar claro que será um governo de continuidade com AMLO, ela enfatizou a importância do investimento privado, do investimento estrangeiro, do crescimento, das liberdades, da independência da política monetária, entre outros. Por outro lado, o novo governo terá de apresentar o orçamento para 2025 em novembro e o presidente se comprometeu a reduzir o déficit fiscal para o próximo ano. O que for apresentado ao Congresso será decisivo para avaliar o grau de comprometimento com a responsabilidade fiscal e, pelo menos, adiará a revisão para baixo da classificação de crédito do país. Assim, embora as perspectivas macroeconômicas estejam piorando e estejam chegando novos eventos que

acrescentarão incerteza ao mercado mexicano, o pior pode ter passado e o novo presidente poderá acalmar as águas. Assim, juntamente com valuations atraentes, foi tomada a decisão de **reduzir o UW ao mercado acionário mexicano**.

No **Chile**, o mercado conseguiu registrar um desempenho positivo e o IPSA subiu 0,5% em pesos chilenos, juntamente com uma moeda que se valorizou 1,3% no mês. O peso chileno esteve sujeito a uma volatilidade significativa em setembro, começando com a reunião de política monetária, na qual foi decidido cortar a taxa em 25 bps, de acordo com as expectativas do mercado, mas com uma declaração consideravelmente mais expansionista do que as expectativas, levando os preços a internalizar os cortes nas cinco reuniões seguintes. De acordo com a diretoria, o corte de 50 bps do Fed estava dentro de seu cenário base, o que os deixa confortáveis para continuar com seu ciclo de cortes. Com relação ao crescimento, tem sido difícil projetar os números devido à persistência de fatores transitórios. Entretanto, olhando para o quarto trimestre, devido ao maior número de dias úteis, o crescimento econômico deste ano ficaria em torno de 2,4%. As pressões de demanda interna mais baixas levaram o banco central a esperar que a inflação atingisse a meta antes do esperado anteriormente. Por outro lado, o pacote de estímulo da China dá um impulso adicional à economia e ao mercado de ações chileno, que antes da pandemia costumava mostrar uma alta correlação com o mercado chinês. Em relação aos valuations, estão sendo negociados um pouco mais apertados em relação à média de 5 anos, mas permanecem cerca de 1 desvio est. abaixo da média de 10 anos (P/E *fwd.*). Com relação aos fluxos, os ETFs como um todo continuaram a registrar entradas líquidas no último mês de ~2% do AUM. No final de outubro, começa a temporada de relatórios corporativos do terceiro trimestre e espera-se que os gastos dos consumidores se recuperem e apresentem surpresas positivas nesse período. Na frente política, o foco permanece nas eleições regionais a serem realizadas no final de outubro, onde se espera que a centro-direita ganhe terreno em nível de prefeito e governador, o que daria um impulso adicional ao mercado acionário no curto prazo. Assim, em um mercado em que a economia está se recuperando, espera-se uma temporada positiva de relatórios corporativos, que se beneficia do impulso da China e dos fluxos de entrada, decide-se **manter o OW em ações chilenas**.

Na **Colômbia**, o cenário político tornou-se um pouco mais complexo, com o presidente Gustavo Petro aprovando o orçamento de 2025 por decreto, diante de um Congresso que se recusou a aceitar os COP 523 bilhões. Isso gerou ruído fiscal e político, e o mercado colombiano caiu 2,4% (em dólares) em setembro, exacerbado por um peso colombiano que se desvinculou da região e se desvalorizou 0,6%. O valor do orçamento inclui a eventual aprovação da lei de financiamento, que arrecadaria mais COP 12 bilhões. Entretanto, se essa lei for aprovada, será apenas uma versão condensada, que, com grande probabilidade, arrecadará menos do que o governo espera. Assim, espera-se que, durante o próximo ano, o governo tenha que fazer cortes nos gastos para atingir a meta fiscal. Paralelamente, a reforma trabalhista está avançando no Congresso e sua eventual aprovação acrescentaria ruído ao cenário político. Do ponto de vista macro, a atividade econômica voltou a crescer em julho, 3,7% em relação ao ano anterior, e as projeções de crescimento para este ano estão consolidadas em torno de 2,0%. A inflação continuou a cair e, em setembro, registrou 5,8% em relação ao ano anterior. Nesse contexto, o Banco Central continuou com o corte de suas taxas, reduzindo-as em 50 bps. em linha com as expectativas, levando-as para 10,25%. No entanto, em sua última reunião, adotou um tom um pouco mais cauteloso, e o mercado revisou para cima suas projeções para a taxa de referência no final do ano para 8,75%. Em nível de mercado, continua sendo o país mais descontado da região em perspectiva histórica, mas continuam sendo observadas saídas do principal ETF de ~11% do AUM no último mês. As expectativas de crescimento dos lucros foram revisadas para baixo tanto para este ano quanto para o próximo, de modo que a perspectiva em nível corporativo não parece auspiciosa. Assim, na ausência de catalisadores e devido ao maior ruído fiscal, mas com valorizações descontadas, **decidimos manter uma posição neutra nas ações colombianas**.

No **Peru**, a atividade econômica expandiu-se 4,5% a.a. em julho, acima das expectativas do mercado, e as projeções de crescimento apontam para cerca de 3% tanto neste ano quanto no próximo. A economia peruana tem vários ventos favoráveis. Em primeiro lugar, o preço de metais como o cobre e o ouro, duas das principais exportações do Peru, aumentou acentuadamente até o momento neste ano. Por outro lado, os saques dos fundos de pensão estão proporcionando liquidez adicional às pessoas físicas, impulsionando o consumo. Entretanto, essa injeção de liquidez não parece ter tido um efeito importante sobre a inflação e, em setembro, tanto a inflação básica quanto a total permaneceram dentro da faixa da meta. Assim, espera-se que o banco central continue a cortar as taxas em sua reunião de outubro, levando a taxa para 5,00% (-25 bps), e repita o mesmo movimento nas duas reuniões restantes do ano. Com relação ao mercado, os valuations das ações peruanas continuam a ser negociadas em torno das médias históricas, pressionadas pelo bom desempenho de setembro (USD 6,6%). Espera-se que os lucros cresçam 38% este ano e 9% no próximo ano, relativamente estável nos últimos meses. Entretanto, no último mês, continuaram a ocorrer saídas líquidas dos ETFs como um todo. Em nível político, foi assinada a reforma previdenciária que, entre outros aspectos, define uma pensão mínima de 600 soles. Ao mesmo tempo, o início da cobrança de impostos em plataformas digitais foi adiado, o que significa menos receita para o governo, que, pelo segundo ano consecutivo, deverá não atingir sua meta fiscal. Assim, apesar da perspectiva macroeconômica positiva, os valuations estão apertadas e o risco fiscal está latente, razão pela qual decidimos **manter uma posição neutra nas ações peruanas**.

Na **Argentina**, a recuperação econômica continua sendo um ponto de interrogação e parece ser cada vez mais necessária para que o governo mantenha um índice de aprovação relativamente saudável. A atividade econômica de julho alcançou um crescimento mensal de 1,7%, e é evidente que o segundo trimestre deste ano teria sido o pior em termos de atividade. Por setor, a agricultura continua a ser o que mais cresce, com uma base de comparação baixa em relação ao ano passado. No entanto, o mercado prevê uma contração econômica de ~3,8% para este ano e uma recuperação no próximo ano. No que diz respeito aos preços, a inflação continua a subir ~4% mensalmente. Para o resto do ano, ela deve continuar a subir entre 3% e 4% ao mês. O governo declarou que liberará o atrelamento da taxa de câmbio quando a inflação no programa econômico for igual a 0%, ou seja, ele pretende que a inflação mensal suba ~2,5% (induzida pelos controles de capital). O mercado de ações continua a receber entradas líquidas de fluxos de investimento no último mês, com valuations que, apesar da recuperação, ainda estão descontadas em perspectiva histórica. Conforme observado acima, o índice de aprovação do presidente caiu e está em ~40%, de acordo com várias pesquisas. No entanto, esse registro é considerado relativamente alto, considerando o tamanho do ajuste fiscal realizado por esse governo. Nesse contexto, foi anunciado o orçamento do próximo ano, que, apesar de ter algumas premissas difíceis de cumprir, como a inflação anual de 18,3% no final do ano e o crescimento do PIB de 5,0%, reafirma o compromisso com a responsabilidade fiscal. Assim, o governo teve de vetar alguns projetos de lei que pressionavam os cofres fiscais, como a reforma da previdência e a lei de financiamento das universidades. Esses acontecimentos custaram ao governo vários pontos percentuais em seus níveis de popularidade, além de provocar protestos e passeatas, à medida que 2025 se aproxima, um ano de eleições de meio de mandato em que o partido do governo (La Libertad Avanza) espera conquistar mais cadeiras no Congresso. Por fim, a percepção de risco da Argentina, medida pelos *Credit Default Swaps* (CDS), atingiu o nível mais baixo desde que Milei assumiu o cargo, sugerindo que as medidas do governo valeram a pena em termos de como o mundo vê a Argentina. Assim, com fundamentos melhores, mas mais ruído político, foi tomada a decisão de manter **a posição *underweight* em ações argentinas**.

CHINA: Decisão de manter a posição neutra

Historicamente, os anúncios de estímulo do governo têm o poder de fazer com que os índices de ações tenham um desempenho de aproximadamente 30% em alguns dias, e as decepções têm causado quedas *intradiaárias* de aproximadamente 10%. Esta ocasião parece não ser diferente.

Em 24 de setembro, o Banco Popular da China (PBoC) anunciou uma série de medidas que abrangem (i) cortes nas taxas de juros, (ii) o setor imobiliário e (iii) novas ferramentas do mercado de ações, com o objetivo principal de recomprar ações listadas na CSI 300 (ações A) por ~USD 114 bilhões. O conjunto de medidas - que não foram ou ainda não foram totalmente implementadas - surpreendeu o mercado tanto em magnitude quanto em direção, gerando um sentimento positivo. Alguns dias depois, foram publicadas uma ata do Politburo sobre questões macroeconômicas e outra do Conselho de Estado, que abordaram questões relevantes para impulsionar a economia, como empregos, salários e consumo, dando outro impulso aos índices de ações. Assim, o MSCI China encerrou setembro com alta de US\$ 24% e os principais ETFs superaram até mesmo o S&P500 no mesmo período, com um retorno acumulado no ano de mais de 30%. Entretanto, o otimismo mudou abruptamente e, após a reabertura da *Golden Week* - feriados bancários de 1 a 7 de outubro - os investidores ficaram decepcionados com a falta de medidas concretas da Comissão Nacional de Desenvolvimento e Reforma da China (NDRC). Dessa forma, os principais ETFs caíram cerca de 11% no dia.

Em relação ao mercado, os valuations das ações da categoria H continuam atraentes, embora as ações da categoria A pareçam mais apertadas do que a média de 5 anos da relação P/E *fwd*. Do lado do fluxo, os influxos no principal ETF no último mês foram desencadeados pelo aumento do otimismo em resposta ao pacote de estímulo, resultando na reversão de posições vendidas. Entretanto, a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para baixo para o próximo ano, para 10,4%.

Por outro lado, durante a primeira semana de outubro, os mercados locais foram fechados para a *Golden Week*. Os números preliminares para essa temporada de verão mostram sinais de aumento nos gastos com serviços, turismo e melhora no sentimento do mercado imobiliário. Entretanto, o enfraquecimento econômico continua. Em setembro, o indicador de manufatura Caixin PMI caiu para 49,3 pontos (contra 50,4 no mês anterior) e o de serviços caiu para 50,4 pontos, perdendo o dinamismo dos meses anteriores. Do lado dos preços, a inflação foi de 0,6% a.a. em agosto, embora se espere que ela aumente depois que o consumo decolou na semana dourada. Durante a reunião de setembro, as taxas de empréstimo de 1 e 5 anos foram mantidas em 3,35% e 3,85%, respectivamente, embora se espere que elas caiam na reunião de outubro, de acordo com as médias anunciadas em setembro, e a taxa de *reverse repo* de 7 e 14 dias foi cortada.

No que diz respeito às relações comerciais, elas estão tensas com a UE após a aprovação de tarifas sobre veículos elétricos (EVs) fabricados na China. O gigante asiático está avaliando como responder. Ao mesmo tempo, as eleições presidenciais dos EUA e sua proximidade podem aumentar o ruído geopolítico em outubro. Considerando a combinação de fatores: otimismo quanto à implementação das medidas, retorno dos fluxos, mas sentimento volátil do mercado, possibilidade de uma eventual correção e relações internacionais tensas, **decidimos manter uma posição neutra nas ações chinesas.**

EMERGING ASIA EX CHINA: Neutralizado de OW e UW Asia Small Cap passou para neutro

Em outubro, foi decidido neutralizar a posição EM da Ásia ex China por vários motivos. Em primeiro lugar, porque as principais posições do índice, como Índia, Coreia do Sul e Taiwan, podem se beneficiar menos da bazuca chinesa do que outros mercados emergentes. Por outro lado, os valuations de alguns mercados parecem apertadas e defasadas, dada a menor correlação com o mercado chinês. Para as ações menores, o impulso cíclico as ajudou e os ciclos de corte de taxas na região estão começando, apoiando um melhor desempenho.

Em setembro, o *ímpeto das ações indianas* foi ofuscado pelo pacote chinês e as ações retornaram US\$ 2,2% no mês, ficando atrás da região. Por outro lado, o órgão regulador começou outubro emitindo 6 pontos para limitar a negociação de derivativos a fim de evitar a desestabilização do mercado, o que poderia aumentar a volatilidade e já afetou o

sentimento dos investidores locais, onde o Sensex caiu 3,4% em termos de rúpia na primeira semana do mês. Entretanto, é algo a ser monitorado, já que o aumento do imposto sobre ganhos de capital não afetou o apetite por risco dos investidores locais. No lado macroeconômico, os índices PMI para o setor industrial e de serviços continuaram em território amplamente expansionista em setembro (56,5 pts. e 58,9 pts., respectivamente), mas esse mês marcou o quarto recorde consecutivo de queda no setor industrial. Com relação aos preços, a inflação de agosto acelerou para 3,7% a.a. e espera-se que a inflação termine o ano em 4,5% por efeito de base, embora os preços atuais do petróleo possam gerar pressões inflacionárias. Em relação à política monetária, o novo comitê decidiu manter a taxa de referência em 6,5%, e a autoridade comunicou que não havia necessidade de se tornar complacente com a queda da inflação e de se concentrar em um alinhamento duradouro dos preços. Quanto aos valuations, elas estão sendo negociadas acima de sua média de 5 anos (*P/E fwd.*), enquanto uma perda de dinamismo é observada no lado do fluxo no último mês e o crescimento dos lucros é corrigido para cima, tanto para este quanto para o próximo ano. Em conjunto com a direção mista dos dados, a nova regulamentação, a perda de dinamismo nos fluxos e a natureza defensiva das ações indianas, **decidiu-se neutralizar as ações indianas do overweight.**

As ações **sul-coreanas** recuaram US\$ 1,1% em setembro e o mercado não consegue se recuperar, apesar do desempenho positivo do setor de semicondutores e da projeção de crescimento dos lucros de ~103% para este ano e ~25% para o próximo ano. Por outro lado, aos valuations das ações parecem atraentes e são negociados com um desconto em *relação à sua relação P/E fwd. histórica*; no entanto, os fluxos ficaram estáveis no último mês. Por outro lado, a Samsung, a principal empresa do índice MSCI do país, começará a reduzir sua força de trabalho em suas instalações nos países do sudeste asiático e, embora não sejam esperadas demissões na Coreia, isso levanta preocupações sobre a saúde financeira da empresa, uma vez que ela já fez demissões na Índia e na América Latina. A dinâmica econômica perdeu força e o índice PMI de manufatura caiu para 48,3 pontos em setembro, a maior queda desde junho de 2023, enquanto as exportações e a produção industrial em agosto desaceleraram em relação ao mês anterior. Do lado dos preços, a inflação continuou a desacelerar em setembro, atingindo 1,6% a/a, abrindo caminho para que o Banco Central começasse a cortar as taxas na reunião de política monetária deste mês, quando manteve a taxa em 3,5% desde janeiro de 2023. No contexto da perda de dinamismo macroeconômico, de um mercado de ações que não se movimenta, de fluxos estáveis e do impacto que as notícias sobre a Samsung podem ter sobre o sentimento do investidor, decidiu-se **neutralizar as ações sul-coreanas de overweight.**

Taiwan foi afetada por mudanças climáticas, como o tufão Krathon, que atingiu a ilha no início do mês, causando o fechamento de escolas, do mercado de ações e interrupções alarmantes na produção de semicondutores e na atividade em geral. Por outro lado, o índice PMI de manufatura em setembro registrou 50,8 pontos, abaixo de junho, e as exportações para o mesmo mês decepcionaram (4,5% a/a vs 10,9% E). No lado dos preços, a inflação foi de 1,8% a/a em setembro. O banco central projeta que a inflação terminará em 2,2% e 1,9% para o próximo ano. Assim, a autoridade monetária decidiu por unanimidade manter a taxa de referência em 2,0% durante a reunião trimestral em setembro, ao mesmo tempo em que comunicou que deve monitorar a evolução da inflação, as condições climáticas extremas, a desaceleração econômica e os riscos geopolíticos. Do lado do mercado, as ações taiwanesas subiram US\$ 0,7% em setembro, ficando defasadas. Por outro lado, os fluxos voltaram para o principal ETF de 2% de AUM no último mês, apesar de aos valuations parecerem caros, sendo negociados acima de sua média histórica do índice *P/E fwd* e das projeções de crescimento dos lucros terem sido corrigidas para baixo no próximo ano. Assim, com a combinação de fatores como economia lenta, ciclo monetário contracionista, valuations apertados, mas com o retorno dos fluxos e o suporte dos semicondutores, decidimos **manter uma posição neutra em relação às ações de Taiwan.**

Na **Indonésia**, espera-se que a volatilidade aumente em outubro, já que Prabowo inicia seu mandato como presidente no dia 20 do mês. Os anúncios de políticas, como aumentos de gastos, alarmaram o mercado, que se concentra na seleção dos membros do gabinete e, especialmente, do ministro das finanças. Do lado econômico, o índice PMI de setembro ficou em território contracionista pelo terceiro mês consecutivo (49,2 pts.), enquanto a inflação continua a desacelerar (1,8% a/a em setembro) e deverá permanecer estável dentro do intervalo da meta do Banco Central para este e o próximo ano, dando lugar ao início dos cortes, levando a autoridade monetária a reduzir a taxa de referência em 25 bps. para 6,0%. Do lado do mercado, as ações da Indonésia avançaram US\$ 1,9% em setembro. Os valuations das ações parecem atraentes e as projeções de crescimento dos lucros foram corrigidas para cima no próximo ano, embora com leves saídas do pool de ETFs no último mês. Contra o pano de fundo do aumento do risco político, dados econômicos mistos, mas valuations e saídas atrativas, **as ações indonésias passaram de neutras para *underweight***. Por outro lado, as ações **tailandesas** tiveram um retorno de US\$ 12,2% em setembro, dando continuidade ao *impulso* acionário. Do ponto de vista político, após a demissão do primeiro-ministro em agosto, a nova primeira-ministra aumentou sua aprovação popular. Do ponto de vista macroeconômico, o PMI industrial caiu em relação a julho, atingindo o recorde de 50,4 pontos em setembro, enquanto a produção industrial de agosto contraiu 1,9% em relação ao ano anterior. Do lado dos preços, os preços permaneceram próximos de zero (0,6% a/a em setembro) nos últimos dezessete meses. Assim, o mercado espera que o banco central inicie cortes nas taxas para impulsionar a economia, já que a taxa de referência permanece inalterada em 2,5% desde setembro do ano passado. Do lado do mercado, o Google investirá US\$ 1 bilhão em centros de dados, o que poderá manter o *impulso* das ações, já que os valuations das ações parecem atraentes e as projeções de crescimento dos lucros foram corrigidas para cima no próximo ano. Mesmo assim, foram observadas saídas de 19% do AUM do principal ETF do país no último mês. Assim, considerando o *momentum* das ações, os valuations atrativos, mas com fluxos de saída e a deterioração dos dados econômicos, **as ações tailandesas permanecem neutras**.

EMEA

A posição neutra nas ações da região **é mantida no** caso de um portfólio emergente, em relação à Ásia emergente e à América Latina.

A economia **sul-africana** parece estar refletindo o *ímpeto* pós-eleitoral nos indicadores econômicos, com o PMI melhorando pelo segundo mês consecutivo (51 pts.) em setembro, com a inflação mantendo sua trajetória de desaceleração (4,4%) e o Banco Central começou a cortar as taxas (25 bps. para 8,0%). Por outro lado, as autoridades estão buscando investimentos privados para resolver problemas logísticos, já que o Tesouro Nacional comunicou que não estão sendo entregues novos fundos. No final do mês, o orçamento fiscal de médio prazo será publicado e poderá afetar o sentimento do mercado. Com relação às ações, em setembro as ações sul-africanas tiveram um retorno de US\$ 6,0% e o rand valorizou-se 3,2% em relação ao dólar. Por outro lado, os valuations das ações parecem apertadas, sendo negociadas acima da média histórica de 5 anos do índice P/E *fwd*, com os fluxos perdendo impulso nos últimos três meses e as projeções de lucros sendo corrigidas para baixo no próximo ano. No contexto da política doméstica com boa *dinâmica*, melhoria dos dados econômicos, mas valuations apertados e ausência de fluxos, decidimos **manter as ações sul-africanas neutras**.

As ações **turcas** caíram US\$ 1,6% em setembro, enquanto a lira turca se desvalorizou 0,4% em relação ao dólar no mesmo mês. Do ponto de vista da avaliação, as ações parecem caras e as saídas do principal ETF do país foram observadas em 17% do AUM no último mês. Embora o crescimento dos lucros tenha sido corrigido para cima para o próximo ano, a *dinâmica* econômica apresenta deterioração e o índice PMI do setor industrial caiu para 44,3 pontos em setembro. Embora os preços continuem a desacelerar (49,4% a/a em setembro), espera-se que o banco central mantenha a taxa de

referência (50,0%) na reunião de outubro. Devido à fraqueza macroeconômica e a valuations mais apertados, mas com um mercado de ações usado como porto seguro diante da alta inflação, **as ações turcas são mantidas neutras.**

Por fim, lembramos que **a Arábia Saudita** é uma economia dependente do petróleo e, nesse contexto, há algumas semanas as autoridades anunciaram o início da normalização de sua produção, o que é positivo para a economia, pois afetou o crescimento econômico, o investimento e até mesmo o desenvolvimento da Visão 2030 (projeto de diversificação econômica), mas a maior produção pressiona para baixo os preços do petróleo. Por outro lado, as tensões no Oriente Médio aumentaram, elevando o preço do petróleo e aumentando a volatilidade dos preços, com fatores que geram efeitos divergentes sobre o preço do petróleo bruto. No lado econômico, o PMI industrial permanece em território expansionista (56,3 pontos) em setembro, enquanto, após o início dos cortes nas taxas do Fed, o banco central saudita iniciou um corte de 50 bps na taxa para 5,5%, a fim de manter a taxa de câmbio fixa. No lado das ações, as ações retornaram US\$ 0,9% em setembro e os valuations parecem atrativos, embora tenham sido observadas saídas de ETFs como um todo no último mês. No contexto de uma economia dependente de petróleo, com os preços *das commodities* permanecendo voláteis, **decidimos manter uma posição neutra na Arábia Saudita.**

RENDA FIXA

TREASURIES DOS EUA: a exposição a treasuries de 2 anos é neutralizada, mantendo-se o OW em treasuries de 10 anos e neutro em treasuries de 30 anos. O UW em TIPS foi reduzido.

Após a reunião de setembro, o Fed finalmente ajustou a política monetária e deu início ao ciclo de redução das taxas, cortando-as em 50 bps para deixar a taxa de referência em 5%. Embora a direção da política monetária não tenha sido uma surpresa para ninguém, a magnitude da mudança surpreendeu um mercado que estava dividido entre um corte de 25 bps ou 50 bps. Por outro lado, o Fed também ajustou suas projeções e o *dot-plot* mediano aumentou para 4 cortes nas taxas este ano (1 corte em junho) e 4 cortes adicionais no próximo ano. Da mesma forma, o comitê ajustou para baixo suas estimativas de inflação e para cima suas expectativas de desemprego, em linha com a desaceleração do mercado de trabalho.

Com a chegada de outubro, o *rally* da renda fixa termina e começa uma *venda de títulos do Tesouro* nos primeiros dias do mês, depois que o mercado de trabalho mostrou sinais de força novamente, com a taxa de desemprego caindo para 4,1% e a criação de empregos superando as expectativas. Quanto à inflação, ela continua em segundo plano, com os dados mais recentes mostrando uma desaceleração em linha com as expectativas, de modo que a medida *principal* está em 2,5% e espera-se que desacelere para 2,3% ao ano em setembro. Assim, nas últimas semanas, o mercado moderou as expectativas de cortes para as reuniões seguintes, de 3 cortes adicionais esperados para 2, correspondendo às estimativas *do dot-plot*. Em consonância com isso, as taxas reagiram com aumentos acentuados em toda a curva, mas mais pronunciados na extremidade curta, com a taxa do tesouro de 2 anos subindo para 3,96% e a taxa de 10 anos chegando novamente a 4,03%.

Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimentos dos títulos do Tesouro - subiu novamente nos primeiros dias do mês e atingiu 124 pts, um nível relativamente alto. Por outro lado, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 2 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, se ajustam para cima, para 1,96% e 2,26%, respectivamente, depois de atingirem os níveis mais baixos deste ciclo, devido às menores preocupações com a inflação, e as expectativas de inflação também permanecem ancoradas na meta. Assim, desde setembro, observamos uma reação exagerada por parte do mercado, que internalizou agressivamente 5 cortes de taxas neste ano, o que nos levou a assumir uma posição vendida em duration no início do mês dentro da carteira de *treasuries*. Em outubro, após os dados de emprego, o mercado moderou suas estimativas, alinhando-se com nosso cenário base de um *soft landing*, em

que o Fed cortaria as taxas em 25 bps nas duas últimas reuniões do ano. **Com base no exposto, este mês mantemos uma duration neutra no portfólio geral, com um viés curto em Treasuries, mantendo a neutralidade em Treasuries de 2 anos, neutralizando o OW em Treasuries de 10 anos e adotando um UW tático em Treasuries de 30 anos, enquanto moderamos o UW em TIPS.**

INVESTMENT GRADE GLOBAL: Neutro mantido

Com relação à dívida desenvolvida, após o início dos cortes nas taxas nos EUA, a política monetária nos principais países desenvolvidos está mais uma vez se movendo em direção à flexibilização monetária para evitar um maior esfriamento da economia. Em consonância com isso, tanto o Federal Reserve Bank quanto o Banco Central Europeu adotaram uma postura mais *dovish* em relação à política monetária, fazendo com que as taxas caíssem e os retornos dos ativos de renda fixa diminuíssem. Entretanto, embora a direção dos movimentos de ambos os bancos centrais seja clara, a velocidade e a magnitude dos cortes seriam diferentes, já que as divergências nas perspectivas econômicas continuam. Do lado europeu, embora o afunilamento do Fed dê ao BCE mais espaço para ser mais *hawkish* na política monetária, o tom *dovish* do banco central se baseia principalmente na inflação, que em setembro desacelerou para 1,8% ao ano, abaixo da meta do banco central. Por outro lado, a economia europeia continua estagnada, com vendas no varejo decepcionantes, confiança do consumidor e do investidor em território negativo e produção industrial ainda em contração. Enquanto isso, nos EUA, após dois meses de dados mais fracos sobre o mercado de trabalho, o Fed surpreendeu o mercado com um corte de 50 bps e uma declaração focada não apenas no mandato de inflação, mas também no pleno emprego. Com o início de outubro, o mercado de trabalho dos EUA se fortalece novamente e a criação de empregos excede as estimativas, fazendo com que as taxas subam e as expectativas sejam moderadas. Assim, tanto nos EUA quanto na Europa, o mercado espera 2 cortes adicionais e 4 em 2025. Quanto ao *investment grade*, em setembro, a classe de ativos teve um desempenho positivo de 1,6%, impulsionado pela queda das taxas básicas resultante do início do ciclo de corte das taxas nos EUA. Por outro lado, a classe de ativos ainda mantém certa atratividade do ponto de vista de risco-retorno, com um *rendimento* de 4,9% e uma qualidade de crédito superior em relação a outros ativos. Entretanto, após a recente compressão *do spread* no início de outubro, consideramos as valuations pouco atraentes. Como resultado, **mantemos nossa posição neutra em relação ao Global Investment Grade.**

GLOBAL HIGH YIELD: Manutenção da neutralidade

No lado do *alto rendimento*, a classe de ativos oferece retornos atraentes e, embora tenha começado setembro com perdas em decorrência da ampliação dos *spreads* devido aos fracos dados de emprego dos EUA, ao longo do mês o mercado corrigiu as distorções e *os spreads voltaram* a se comprimir, impulsionando os retornos da classe de ativos, que acabou rendendo 1,8% no mês, mostrando resiliência e capacidade de superar o ruído do mercado. No início de outubro, após dados do mercado de trabalho dos EUA mais fortes do que o esperado, as taxas voltam a subir, mas *os spreads* corporativos se comprimem em função da economia mais forte. Assim, a classe de ativos permanece mais defensiva em cenários *de liquidação de títulos do Tesouro*, devido à sua duration mais curta e ao alto nível de *rendimento* de 7,1%. De acordo com o exposto acima, dada a nossa expectativa de um *soft landing* e um arrefecimento gradual da economia dos EUA, não esperamos uma correção significativa nos *spreads* no curto prazo; no entanto, nos níveis atuais, não nos parece um ponto de entrada atraente e mantemos nossa preferência pela dívida emergente nessa classe de ativos. **O Global HY Neutral é mantido.**

DÍVIDA EMERGENTE: Neutro em relação à dívida soberana e à OW em títulos corporativos HY e IG, enquanto neutraliza os mercados UW locais.

Na dívida dos mercados emergentes, os rendimentos dos títulos ampliaram os ganhos em setembro, em face das quedas nas taxas de juros globais. Por sua vez, a dívida emergente acompanhou os movimentos globais e as taxas nos países

emergentes se ajustaram para baixo, impulsionando os retornos dos títulos com rendimentos mais altos do que a renda fixa desenvolvida na dívida soberana, mas mais baixos na dívida corporativa. Além do corte do Fed, a dívida emergente foi impulsionada nas últimas semanas pelo anúncio de novos estímulos na China, de modo que a dívida emergente permanece defensiva em face da *liquidação dos títulos do Tesouro* no início de outubro. Assim, mantemos uma perspectiva positiva para a dívida emergente; atraente não apenas por causa dos altos *rendimentos* em relação aos mercados desenvolvidos, mas também por causa do potencial de valorização em face da queda das taxas, especialmente agora que as pressões externas estão diminuindo com o Fed cortando as taxas e os bancos centrais emergentes tendo mais espaço para apertar a política monetária.

Quanto à dívida soberana emergente, em setembro a classe de ativos superou a dívida soberana desenvolvida e retornou 1,8%, produto de sua duration mais longa em um ambiente de queda das taxas. Por outro lado, a classe de ativos ainda oferece altos níveis de *yield* e a duration mais longa aumentaria os retornos em um ambiente em que os bancos centrais continuam a reduzir as taxas. Entretanto, no ambiente atual, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos a torna mais vulnerável a correções nos *spreads* devido a ruídos políticos e incerteza econômica, de modo que a preferência por dívida corporativa emergente permanece.

No lado do *High Yield*, ele continua sendo a classe de ativos de renda fixa com melhor desempenho até agora neste ano, com um retorno acumulado de 11,4%, enquanto a dívida emergente com risco de crédito continua a oferecer um alto nível de *rendimento* de 7,6%. Em termos de riscos, os *spreads* da dívida emergente acompanharam os movimentos dos *spreads* globais e estão se comprimindo com os novos sinais de força do emprego nos EUA. Embora, como na dívida corporativa desenvolvida, os valuations estejam apertados, os fundamentos das empresas emergentes permanecem sólidos, com baixos níveis de alavancagem, de modo que não esperamos grandes ampliações de *spread* no médio e curto prazo, em linha com o cenário de *soft landing* e as expectativas de inadimplência para 2024, que permanecem em 3,6%. Quanto ao *investment grade*, a classe de ativos continua a oferecer um retorno atraente ajustado ao risco, com um *yield* de 5,2% e uma qualidade de crédito mais alta que protege a classe de ativos contra choques negativos e uma desaceleração mais pronunciada da economia global. Por outro lado, a duration mais longa beneficiaria a classe de ativos, uma vez que os bancos centrais emergentes continuam com os cortes nas taxas e as pressões externas diminuem agora que o Fed iniciou os cortes nas taxas.

Com relação aos mercados locais, em setembro, o dólar continuou sua tendência de queda, já que o Fed surpreendeu ao iniciar o ciclo de corte de taxas com um corte de 50 bps, de modo que a moeda norte-americana perdeu valor em relação às moedas de mercados desenvolvidos e emergentes, depreciando-se 0,9% (DXY) no mês. No início de outubro, e após dados mais fortes sobre o emprego nos EUA, o dólar começou o mês recuperando parte de suas perdas e se valorizando em relação aos países desenvolvidos. Quanto às moedas emergentes, há divergências em termos de *yields* e, embora a valorização nos meses anteriores tenha sido impulsionada pela fraqueza global do dólar, fator que se reverte neste mês, com o anúncio de medidas do governo chinês para estimular a economia e novos riscos geopolíticos, aumenta a incerteza em relação à taxa de câmbio nos países emergentes. De acordo com o exposto, **mantém-se a neutralidade em títulos soberanos e o *overweight* em títulos corporativos IG e HY, enquanto o *UW* em mercados locais é neutralizado.**

EXPOSIÇÃO DE MOEDAS: OUTUBRO DE 2024

Moedas	Bench.	Agosto	Setembro	OW / UW	Diferença
USD	57.5%	61.9%	61.9%	OW	4.4%
EUR	7.5%	6.8%	6.8%	UW	-0.7%
GBP	1.5%	1.4%	1.4%	UW	-0.2%
JPY	2.5%	1.8%	1.8%	UW	-0.7%
GEMs	31.0%	28.2%	28.2%	UW	-2.8%
	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 | AGOSTO DE 2024

Categoria de atividade / Região	Benchmark	Compass	Over/Under	Índices de rentabilidade mensal	Contribuição para o portfólio		Análise de atribuição	
					Benchmark	Compass	Curso de Ativo	Seleção
Ações	50%	45%	-5%	3.6%	1.8%	1.6%	-4.6	0.1
Renda Fixa	50%	50%	0%	1.7%	0.9%	0.9%	0.0	-0.8
Caixa	0%	5%	5%	0.4%	0.0%	0.0%	-11.1	0.0
Ouro	0%	0%	0%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0	0.0
Hedge						0.0%	0.0	0.0
Portfólio					2.64%	2.47%	-15.7	-0.7
Outperformance / Underperformance (bps)								-16.4
Europa, ex Reino Unido	14.0%	14.0%	0.0%	0.4%	0.05%	0.05%	0.0	0.0
Europe Small Cap ex Reino L	1.0%	1.0%	0.0%	0.9%	0.01%	0.01%	0.0	0.0
REINO UNIDO	3.0%	3.0%	0.0%	0.3%	0.01%	0.01%	0.0	0.0
US Large Caps Growth	17.0%	17.0%	0.0%	2.5%	0.42%	0.42%	0.0	0.0
US Large Caps Value	15.0%	16.5%	1.5%	1.6%	0.24%	0.26%	-3.0	0.0
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	1.3%	0.05%	0.05%	0.0	0.0
Japão	5.0%	4.0%	-1.0%	-1.3%	-0.07%	-0.05%	4.9	0.0
Mercados desenvolvidos	59.0%	59.5%	0.5%	1.2%	0.71%	0.75%	1.9	0.0
América Latina	5.0%	5.0%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	0.0
LatAm Small Caps	1.0%	0.0%	-1.0%	1.3%	0.01%	0.00%	2.3	0.0
China	10.0%	10.0%	0.0%	23.9%	2.39%	2.39%	0.0	0.0
EM Ásia ex China	20.0%	21.5%	1.5%	1.2%	0.23%	0.25%	-3.6	0.0
EM Ásia Small Cap	5.0%	4.0%	-1.0%	4.1%	0.20%	0.16%	-0.5	0.0
Emergentes	41.0%	40.5%	-0.5%	6.9%	2.85%	2.81%	-1.8	0.0
Ações					3.56%	3.56%	0.1	0.0
Treasuries 2Y	5.9%	5.9%	0.0%	0.8%	0.05%	0.05%	0.0	0.0
Treasuries 10Y	12.4%	13.4%	1.0%	1.4%	0.17%	0.18%	-0.4	0.0
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	0.0%	1.8%	0.13%	0.13%	0.0	0.0
TIPS dos EUA	2.8%	0.0%	-2.8%	1.5%	0.04%	0.00%	0.6	0.0
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	0.0%	1.8%	0.50%	0.50%	0.0	0.0
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	1.7%	0.07%	0.07%	0.0	0.0
Divida desenvolvidos	60.1%	58.3%	-1.8%	1.6%	0.96%	0.93%	0.3	0.0
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	1.8%	0.20%	0.20%	0.0	0.0
EM Corporate IG	3.3%	4.7%	1.4%	1.2%	0.04%	0.05%	-0.8	0.0
EM Corporate HY	4.8%	6.2%	1.4%	1.3%	0.06%	0.08%	-0.6	0.0
EM Local Markets	21.0%	20.0%	-1.0%	2.2%	0.45%	0.43%	-0.4	0.0
Divida Emergentes	39.9%	41.7%	1.8%	1.9%	0.75%	0.77%	-1.8	0.0
Renda fixa					1.72%	1.70%	-1.5	0.0

*Anualizado ** Desde 2001
Dados em 30 de setembro de 2024

Em setembro, a posição *UW* foi mantida em ações, neutra em títulos e 5% em caixa. No final de setembro, o portfólio do TAACo Global teve um ganho de 2,5%, 16 bps. abaixo do desempenho do *Benchmark*, em um mês em que a sazonalidade foi desafiada e as ações lideraram o retorno.

Durante o mês de setembro, no nível da *análise de atribuição*, (i) **a alocação de ativos** gerou perdas com a posição de caixa e, em menor grau, com a *UW* em ações; (ii) **a seleção de instrumentos** foi marginalmente negativa: a posição vendida em Japão e Latam Small Cap gerou ganhos, que foram compensados por perdas com a posição comprada em US *Value* e EM Asia ex China. Em títulos, subtraímos a posição comprada em *treasuries* de 10 anos, bem como em dívida corporativa emergente.

DESEMPENHO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempenho							Desde o início * **	Volatilidade 5 anos *
	1 mes	3 meses	YTD	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	2.5%	6.1%	10.5%	20.0%	2.4%	5.1%	4.3%	5.3%	10.4%
Benchmark	2.6%	6.5%	10.9%	20.5%	1.3%	4.4%	3.7%	4.0%	10.2%
Perf. inferior/superior (bps)	-16	-38	-42	-49	112	73	69	126	
Ações	3.6%	7.1%	16.2%	27.7%	4.0%	8.4%	5.8%	4.2%	15.2%
Benchmark	3.6%	7.1%	16.5%	27.7%	3.8%	8.4%	5.7%	3.7%	15.1%
Europe ex UK	0.4%	6.0%	9.7%	23.0%	3.3%	7.0%	3.9%	3.2%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	0.9%	6.7%	6.1%	21.7%	-3.2%	6.4%	5.5%	7.1%	23.8%
UK	0.3%	7.9%	15.4%	23.3%	9.9%	7.8%	4.0%	4.8%	19.3%
US Large Cap Growth	2.5%	2.2%	26.4%	43.7%	11.7%	20.9%	17.0%	--	21.5%
US Large Cap Value	1.6%	9.2%	17.7%	28.3%	9.2%	10.1%	8.6%	--	16.6%
US Small Caps	1.3%	8.7%	10.7%	25.9%	3.2%	10.6%	9.3%	9.3%	23.7%
Japão	-1.3%	4.9%	10.4%	19.3%	0.6%	5.0%	4.3%	2.1%	16.0%
Desenvolvidos	1.8%	6.4%	18.9%	32.4%	9.1%	13.0%	10.1%	7.2%	18.8%
América Latina	0.1%	3.7%	-12.5%	2.8%	7.0%	1.9%	0.6%	7.5%	30.5%
LatAm Small Cap	1.3%	0.9%	-17.7%	-5.6%	-3.0%	-3.5%	-3.1%	5.5%	33.6%
China	23.9%	23.5%	29.3%	23.9%	-5.6%	0.8%	3.4%	7.7%	28.1%
EM Asia ex China	1.2%	3.3%	17.9%	33.8%	5.3%	12.3%	7.7%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	4.1%	5.8%	15.6%	26.3%	4.7%	14.1%	6.7%	9.6%	19.4%
EM Europe and Middle East	2.0%	5.9%	6.2%	14.7%	-9.1%	-2.7%	-3.5%	2.5%	19.9%
Emergentes	6.7%	8.7%	16.9%	26.1%	0.9%	5.8%	4.1%	8.1%	18.8%
Renda Fixa	1.7%	5.9%	5.5%	13.5%	-1.1%	0.6%	1.7%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.7%	5.9%	5.5%	13.6%	-1.4%	0.2%	1.4%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.8%	2.9%	3.9%	6.5%	0.8%	1.2%	1.2%	2.2%	2.0%
Treasuries 10Y	1.4%	5.7%	3.7%	10.6%	-3.5%	-1.4%	1.0%	3.5%	8.2%
Treasuries 30Y	1.8%	8.0%	1.7%	14.1%	-10.4%	-5.9%	0.3%	4.3%	16.3%
TIPS dos EUA	1.5%	4.1%	4.9%	9.8%	-0.6%	2.6%	2.5%	4.4%	6.2%
Global Corporate IG	1.8%	6.3%	5.3%	14.6%	-1.5%	1.0%	2.0%	4.5%	9.1%
Global Corporate HY	1.7%	5.8%	8.4%	16.7%	2.3%	4.2%	4.3%	6.9%	10.0%
Dívida desenvolvidos [1]	1.6%	5.9%	4.5%	13.2%	-2.2%	0.0%			
EMBI	1.8%	6.2%	8.6%	18.6%	-0.4%	0.9%	3.3%	7.0%	11.6%
EM Corporativo IG	1.2%	4.4%	6.6%	12.3%	-0.6%	1.3%	2.9%	--	6.5%
EM Corporativo HY	1.3%	4.5%	11.7%	17.6%	0.2%	2.4%	4.4%	--	10.8%
Mercados locais EM	2.2%	6.5%	5.1%	11.4%	0.9%	1.2%	0.8%	--	9.7%
Dívida emergentes [1]	1.8%	5.9%	6.9%	13.8%	0.2%	0.0%			
Caixa	0.4%	1.4%	4.1%	5.5%	3.6%	2.3%	1.6%	1.6%	0.7%
Ouro	4.6%	12.8%	26.5%	40.6%	14.7%	12.1%	8.0%	10.3%	14.2%

* Anualizado ** Desde abril 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.