

Atualização de mercado: dezembro

Internacional:

A maior parte dos ativos financeiros perdeu valor em dezembro, reduzindo parte dos fortes ganhos de 2024. O ano, e o mês, foi marcado pelo excepcionalismo americano, com o Dólar ganhando 2,7% em dezembro, acumulando alta de 8% em 12 meses, contra moedas de seus parceiros comerciais (DXY). Há um paradoxo entre os alocadores de recursos: ponderar entre o forte momento americano, tanto na economia quanto na performance dos ativos financeiros, com preços altos nas ações, títulos privados e na moeda. Prospectivamente, modelos apontam para retornos mais atrativos fora dos Estados Unidos (figura 1), mas a narrativa corrente na virada do ano ainda privilegia alocações nos EUA, pelo dinamismo da economia e expectativas de políticas a serem implementadas pela nova administração Republicana.

Dentre os eventos econômicos de destaque em dezembro, tivemos decisões de

política monetária nos EUA, Zona do Euro e Japão. Também houve picos de volatilidade em torno de declarações de Donald Trump sobre as principais medidas que pretende implementar nos temas mais sensíveis da campanha: combate à imigração, tarifas sobre importações e desregulamentação. Agentes financeiros devem se manter em compasso de espera até a posse do novo presidente, no dia 20 de janeiro. Por último, houve nova sinalização de estímulos fiscais e monetários pelo governo chinês, em um tom enfático que não ocorria desde 2010.

Os EUA surpreenderam positivamente em 2024, terminando o ano com crescimento econômico de 2,8%, aproximadamente 1,5 pontos percentuais mais altos do que era estimado ao início do ano. Contudo, a inflação cadente permitiu ao banco central cortar os juros novamente em dezembro, para o intervalo de 4,25%-4,50%. A surpresa veio nas projeções do comitê de política monetária, que passou a projetar apenas mais dois cortes de juros em 2025 (eram quatro na última reunião). Apesar do nível ainda alto dos juros, a inflação corrente em torno

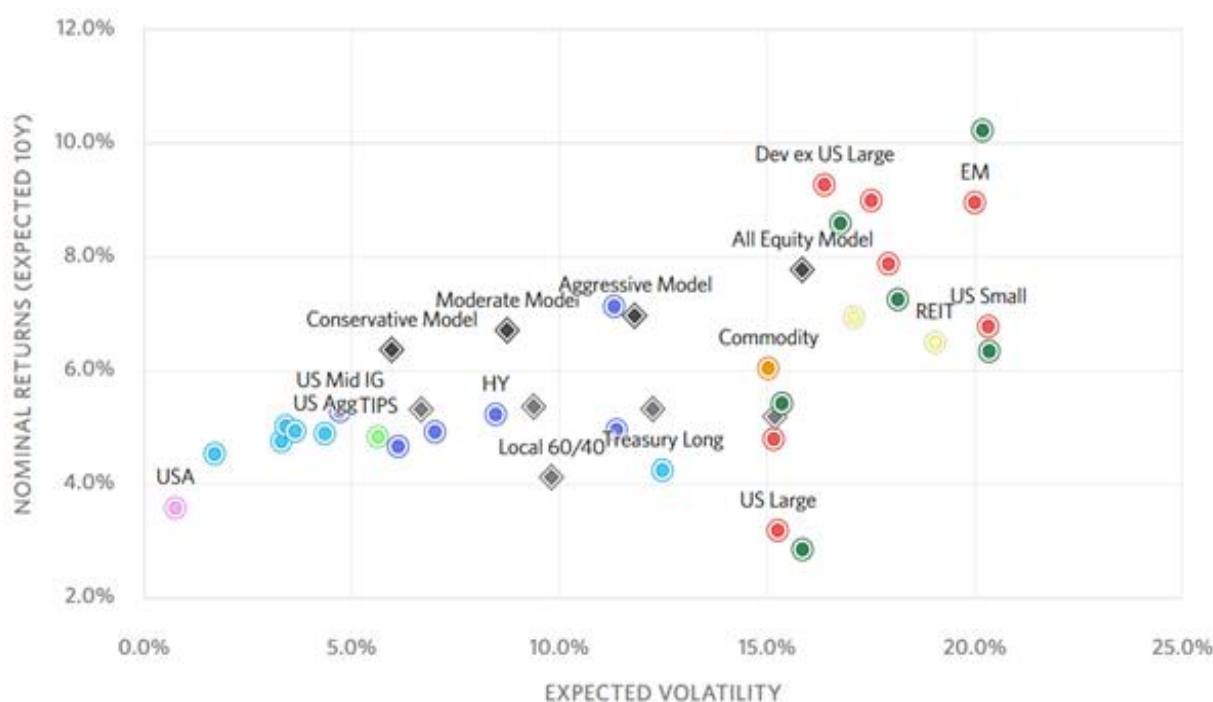


Figura 1) Retorno nominal e volatilidade esperados para variadas classes de ativos. Fonte Research Affiliates

de 2,5% e com alguma aceleração marginal, associada a incerteza sobre os efeitos nos preços das políticas a serem implementadas por Donald Trump, foi suficiente para que o banco central adotasse a postura mais cautelosa com o futuro, o que ajudou a valorizar o USD.

Na **Europa**, o banco central também frustrou as expectativas dos que esperavam grandes estímulos via taxas de juros mais baixas. Apesar dos indicadores de manufatura estarem em terreno contracionista a algum tempo, a inflação (especialmente de serviços) tem cedido lentamente, levando o banco central europeu (ECB) a adotar uma postura mais cautelosa, condicionando passos futuros a uma trajetória mais benigna nos preços. Segundo as projeções do ECB, o crescimento de 2024 deve ter terminado o ano em torno de 0,7%, com projeção de aceleração para 1,1% em 2025. Enquanto isso, a inflação de 2024 e 2025 devem ser de 2,4% e 2,1% respectivamente.

Na **China**, o crescimento econômico de 2024 foi muito próximo de 5% e, apesar de expectativas de alguma desaceleração em 2025, o discurso do Politburo no final do ano foi bastante enfático na previsão de políticas monetária e fiscal estimulantes para garantir crescimento em torno de 5% no ano que se inicia. No **Japão**, o banco central manteve os juros inalterados, surpreendendo o mercado ao demonstrar menos confiança do que nos discursos anteriores em altas futuras das taxas de juros, o que fez a moeda se desvalorizar ainda mais em relação ao USD.

Local:

No **Brasil**, a surpresa altista com o crescimento econômico de 2024 (crescimento do PIB de 3,5% no ano), não se refletiu em ganhos para ativos financeiros, que continuaram a perder valor ao longo do mês de dezembro, terminando o ano com perdas significativas (IBOV -10.3%, IFIX -5.9%, IMA-B -2.4% e R\$/USD 21.7%). O Real

destaca-se como a moeda emergente com maior depreciação em 2024 e, após o comprometimento do banco central brasileiro (BCB) em subir a Selic ao menos a 14,25%, taxas de mercado apontam para níveis superiores a 16%. A principal causa para a má performance é a desconfiança com a gestão das contas públicas, que deve crescer mais de 10 pontos percentuais ao longo da atual administração.

A relutância do presidente em equilibrar o orçamento, mesmo em um cenário em que a atividade cresce fortemente, faz com que agentes passem a aumentar a chance (mesmo que a probabilidade absoluta ainda pareça baixa) de rearranjos desorganizados das contas públicas. Em países com dívida alta denominada em moeda local, esse ajuste acontece via inflação alta, juros reais negativos e algum controle de capital, o que invariavelmente leva a recessão econômica. Apesar da experiência pedir por um ajuste, o contorno político, e as preferências ideológicas do Partido dos Trabalhadores, faz com que medidas nessa direção não consigam prosperar. Porém, a negação do problema não é capaz de impedir a piora na confiança dos empresários, e não está rendendo dividendos eleitorais ao partido do presidente, o que racionalmente pediria algum comedimento na expansão fiscal, mesmo que reformas estruturais fiquem para 2027.

O calendário legislativo, somado ao período de internação médica em que o presidente esteve afastado de suas atividades, fez com que não houvesse nenhum reconhecimento público da necessidade de ajustes, deixando ativos brasileiros desancorado na virada do ano, e levando o banco central a vender quase 10% das reservas para conter o impacto das saídas financeiras na taxa de câmbio. As intervenções, porém, pareceram ter impacto bastante limitados, aumentando os prêmios de risco nas curvas de juros e de CDS (figura 2), já que com menos reserva de USD, a capacidade de pagar a dívida externa à frente diminui. Com a volta das atividades legislativas apenas em fevereiro, ainda

teremos um começo de ano de muitas indefinições na política.

A alocação resultante de portfólios em moeda local tem sido dominada por investimentos em títulos privados e públicos indexados à taxa Selic, contudo, experiência em países onde alguma monetização de dívida aconteceu (Turquia e Argentina), mostram que ativos reais, como ações e imóveis, preservam mais valor nestes cenários extremos.

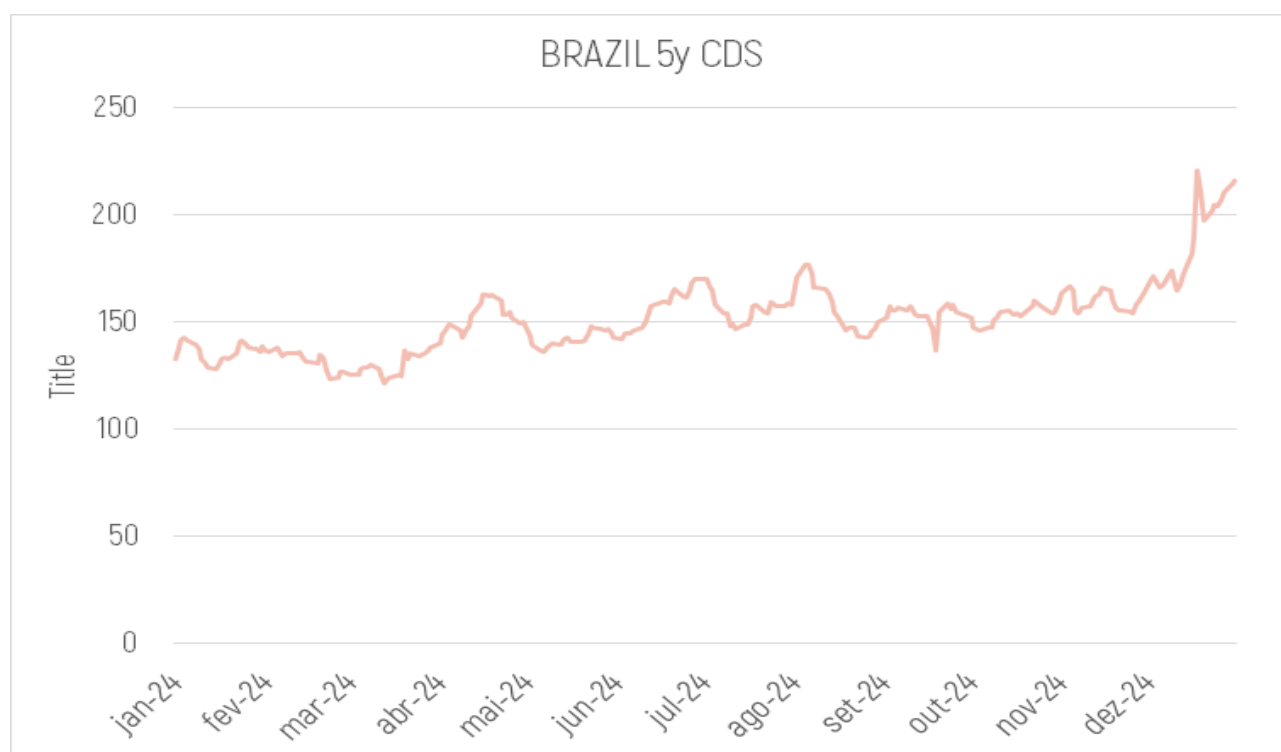
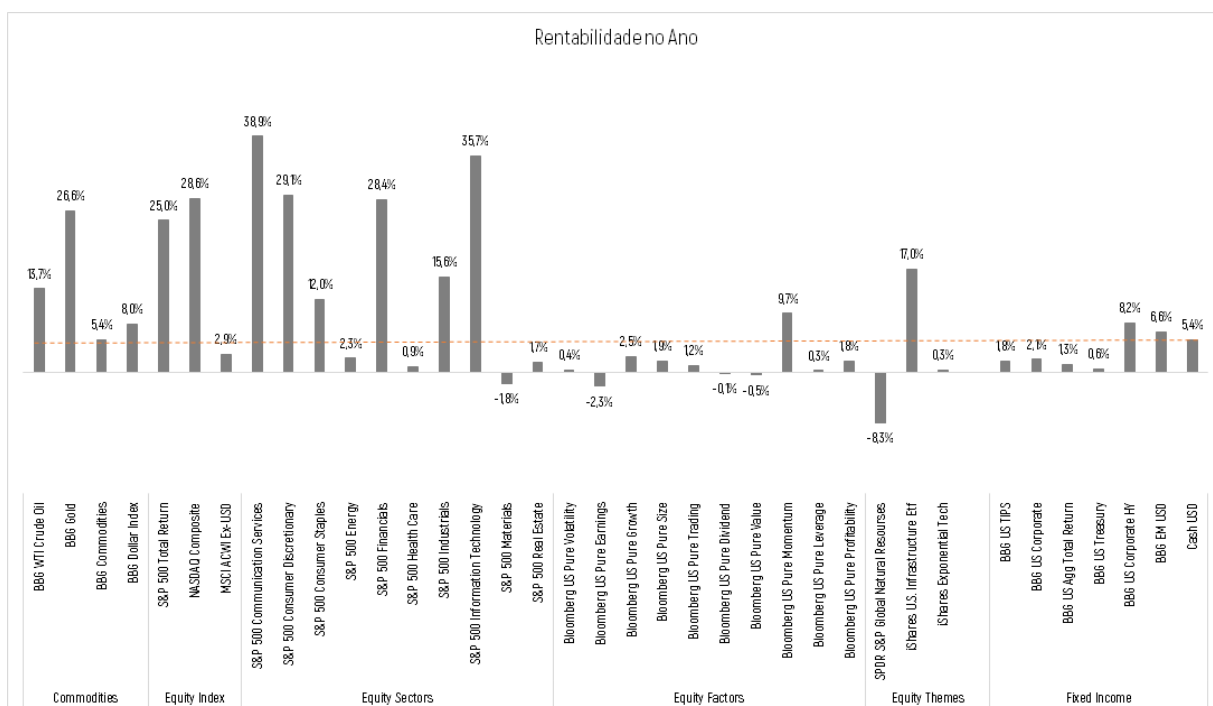


Figura 2) CDS brasileiro de 5 anos. Fonte: BBG/Tera

Ativos Globais	1m	3m	6m	12m	24m	36m
Commodities						
BBG WTI Crude Oil	6,05%	8,32%	-4,47%	13,75%	11,51%	39,32%
BBG Gold	-1,11%	-0,47%	12,40%	26,62%	42,86%	41,81%
BBG Commodities	1,02%	-0,45%	0,23%	5,38%	-2,96%	12,66%
BBG Dollar Index	2,72%	7,10%	3,16%	7,98%	5,06%	11,61%
Equity Index						
S&P 500 Total Return	-2,38%	2,41%	8,44%	25,02%	57,88%	29,29%
NASDAQ Composite	0,48%	6,17%	8,90%	28,64%	84,50%	23,43%
MSCI ACWI Ex-USD	-2,04%	-7,84%	-1,06%	2,92%	15,84%	-5,36%
Equity Sectors						
S&P 500 Communication Services	3,49%	8,60%	10,15%	38,89%	114,38%	27,73%
S&P 500 Consumer Discretionary	2,33%	14,06%	22,72%	29,13%	82,12%	13,68%
S&P 500 Consumer Staples	-5,24%	-3,84%	4,12%	11,98%	9,56%	6,10%
S&P 500 Energy	-9,56%	-3,20%	-6,21%	2,31%	-2,60%	54,91%
S&P 500 Financials	-5,58%	6,67%	17,56%	28,43%	41,19%	23,75%
S&P 500 Health Care	-6,36%	-10,67%	-5,62%	0,90%	1,21%	-2,38%
S&P 500 Industrials	-8,10%	-2,74%	8,11%	15,64%	34,19%	24,66%
S&P 500 Information Technology	1,12%	4,67%	6,18%	35,69%	112,21%	50,86%
S&P 500 Materials	-10,91%	-12,82%	-4,80%	-1,83%	8,22%	-7,00%
S&P 500 Real Estate	-9,15%	-8,75%	6,12%	1,73%	10,13%	-21,19%
Equity Factors						
Bloomberg US Pure Volatility	-0,27%	1,55%	2,26%	0,38%	2,96%	-2,99%
Bloomberg US Pure Growth	0,35%	2,86%	2,02%	2,52%	2,67%	-1,65%
Bloomberg US Pure Size	0,47%	0,50%	-0,25%	1,87%	6,04%	4,89%
Bloomberg US Pure Dividend	0,08%	-1,47%	-0,57%	-0,09%	-2,66%	-0,07%
Bloomberg US Pure Value	-0,65%	-0,54%	-1,90%	-0,46%	0,18%	9,80%
Bloomberg US Pure Momentum	-1,11%	1,83%	2,38%	9,70%	7,37%	8,45%
Equity Themes						
SPDR S&P Global Natural Resources	-7,00%	-11,39%	-8,50%	-8,27%	-5,57%	4,07%
iShares U.S. Infrastructure Etf	-9,87%	-0,98%	11,01%	17,02%	32,72%	28,32%
iShares Exponential Tech	-2,83%	-1,64%	1,79%	0,29%	27,39%	-8,06%
Fixed Income						
BBG US TIPS	-1,58%	-2,88%	1,12%	1,84%	5,80%	-6,73%
BBG US Corporate	-1,94%	-3,04%	2,62%	2,13%	10,82%	-6,64%
BBG US Agg Total Return	-1,64%	-3,06%	1,98%	1,25%	6,85%	-7,05%
BBG US Treasury	-1,54%	-3,14%	1,45%	0,58%	4,65%	-8,39%
BBG US Corporate HY	-0,43%	0,17%	5,47%	8,19%	22,74%	9,01%
BBG EM USD	-1,19%	-1,47%	4,26%	6,58%	16,27%	-1,48%
Cash USD	0,40%	1,20%	2,60%	5,40%	10,89%	12,78%



Ativos Brasileiros	1m	3m	6m	12m	24m	36m
Pós-Fixado						
Brazil CETIP DI Rate Accumulat	0,93%	2,67%	5,37%	10,87%	25,34%	40,85%
Anbima IMA-S	0,86%	2,69%	5,50%	11,11%	25,83%	41,86%
Anbima Debentures Index IDA DI	-0,10%	1,69%	5,18%	12,49%	26,78%	45,25%
Prêmio de Crédito	-1,02%	-0,96%	-0,18%	1,45%	1,15%	3,12%
Pré-Fixado						
Anbima IRF-M 1	0,70%	2,13%	4,74%	9,46%	23,96%	38,86%
Anbima IRF-M	-1,66%	-1,97%	0,34%	1,86%	18,67%	29,15%
Anbima IRF-M 1+	-2,96%	-4,20%	-2,02%	-1,81%	16,38%	25,01%
Indexado Inflação						
Anbima IMA-B 5	-0,28%	0,82%	2,75%	6,16%	19,03%	30,68%
Anbima IMA-B	-2,62%	-3,23%	-1,36%	-2,44%	13,22%	20,43%
Anbima IMA-B5+	-4,37%	-6,17%	-3,78%	-8,63%	8,98%	12,58%
Anbima Debentures Index IDA IP	-2,24%	-3,00%	0,24%	2,90%	14,53%	20,50%
Prêmio de Crédito (s/ média B5 e B)	-0,80%	-1,81%	-0,45%	1,02%	-1,37%	-4,03%
Inflação IPCA*	0,39%	1,40%	1,98%	4,87%	9,78%	16,26%
Imobiliário						
Bovespa Real Est In Fund	-0,67%	-5,74%	-6,90%	-5,89%	8,69%	11,11%
Hedge Funds*						
Anbima Hedge Funds Index	0,36%	2,07%	5,55%	5,76%	15,61%	31,41%
Renda Variável						
BRAZIL IBOVESPA INDEX	-4,28%	-8,75%	-2,92%	-10,36%	9,61%	14,75%
BOVESPA Dividend Index	-4,89%	-6,59%	0,81%	-2,62%	23,51%	39,14%
BM&FBOVESPA Small Cap	-7,83%	-13,16%	-11,95%	-25,03%	-12,20%	-25,42%
BRAZIL Financial Index	-2,00%	-11,65%	-2,74%	-14,30%	15,37%	28,50%
BOVESPA Utilities Index	-5,32%	-10,13%	-0,63%	-7,12%	13,01%	26,43%
BM&FBOVESPA REAL ESTATE	-9,43%	-16,19%	-9,76%	-24,95%	15,02%	4,72%
BM&FBOVESPA Consumption	-7,28%	-12,77%	-9,92%	-22,56%	-17,15%	-38,16%
BOVESPA INDUSTRIAL INDEX	-3,81%	0,40%	10,59%	14,50%	29,74%	6,86%
BOVESPA Basic Mat Index	-5,91%	-4,69%	-2,47%	-11,90%	-4,89%	-10,14%
BRAZIL ELECTRIC.ENERGY IX	-5,63%	-13,76%	-12,27%	-18,43%	-1,56%	1,51%
FX						
USD-BRL Carry Return	2,89%	11,77%	7,71%	21,66%	4,85%	-10,22%

