

## 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, foram marcados pelo excepcionalismo americano, com o Dólar ganhando 2,7% em dezembro, acumulando alta de 8% em 12 meses contra moedas de seus principais parceiros comerciais (índice DXY).

Há um dilema que os alocadores de recursos estão enfrentando: por um lado, há um forte momento americano, tanto na economia quanto na performance dos ativos financeiros, com preços altos nas ações, títulos privados e na moeda. Por outro lado, modelos apontam para retornos mais atrativos fora dos Estados Unidos (figura 1). Porém, como 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, ainda não há um sinal claro de quando os alocadores devem se reposicionar frente ao risco de um potencial reversão.

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 deve 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% acima do 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 do comitê de política monetária ao projetar apenas mais dois cortes de juros em 2025 (eram quatro na última reunião). Apesar do nível ainda alto dos juros, inflação corrente em torno 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 uma postura mais cautelosa, o que ajudou a valorizar o USD.



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

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 ficar 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 divulgado foi muito próximo de 5%. 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. Entretanto, o agravamento dos problemas estruturais e um potencial conflito tarifário com os Estados Unidos pode inviabilizar este plano. 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. Esses ativos 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. Apesar do comprometimento do banco central brasileiro (BCB) de ancorar a inflação, sinalizando aumentar a Selic para pelo 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 os ativos brasileiros desancorados 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 diminuiu. 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, a experiência em países onde alguma monetização de dívida aconteceu (Turquia e Argentina), fmostram que ativos reais, como ações e imóveis, preservam mais valor nestes cenários extremos.

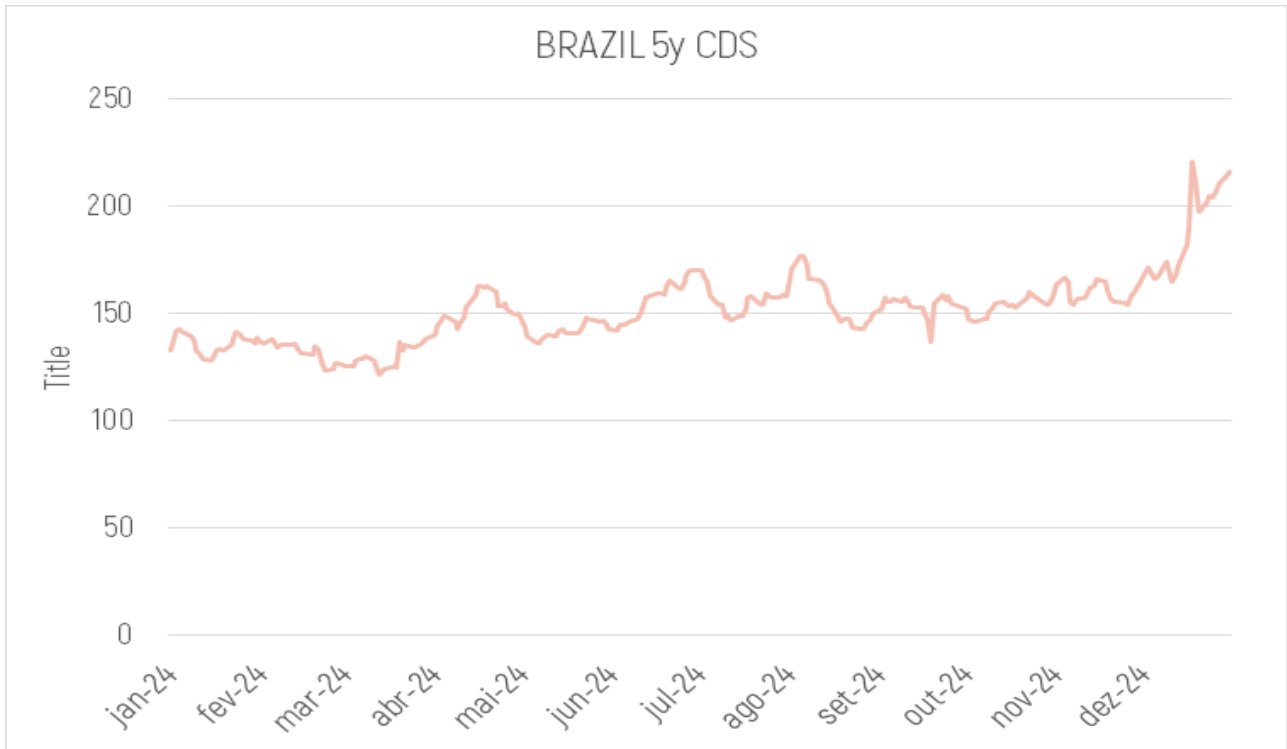
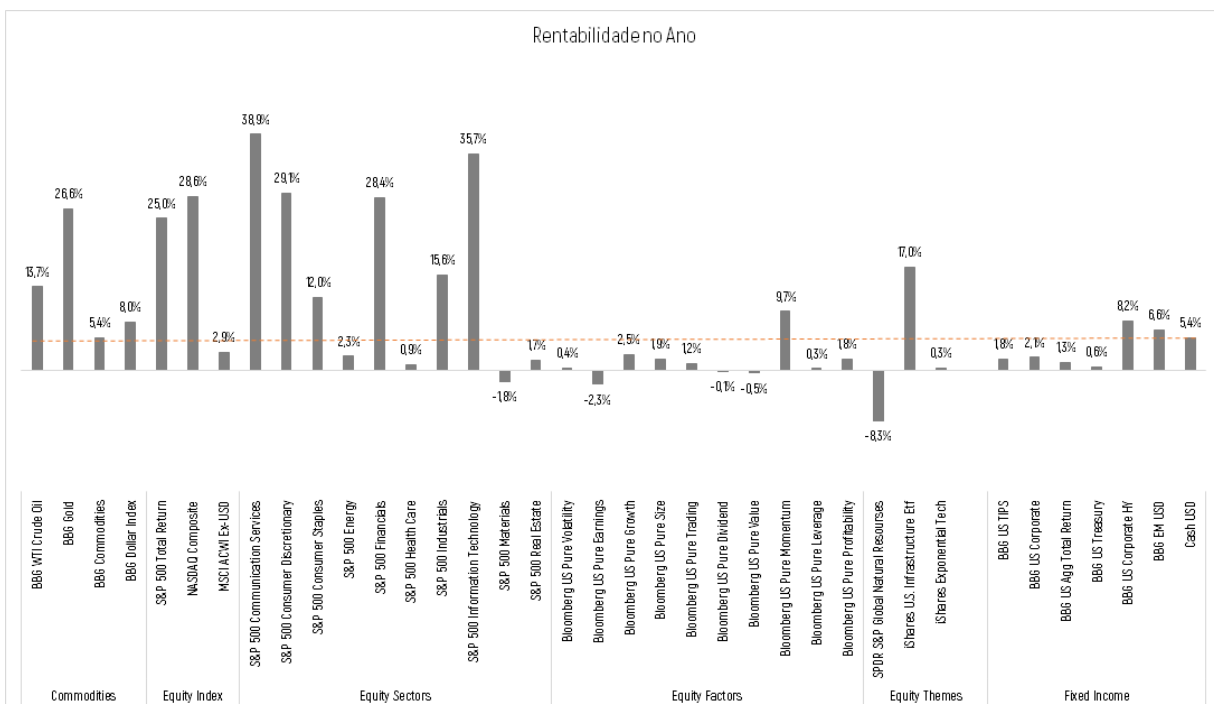


Figura 2) CDS brasileiro de 5 anos. Fonte: BBG/Tera

Ativos Globais	1m	3m	6m	12m	24m	36m
<b>Commodities</b>						
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%
<b>Equity Index</b>						
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%
<b>Equity Sectors</b>						
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%
<b>Equity Factors</b>						
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%
<b>Equity Themes</b>						
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%
<b>Fixed Income</b>						
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
<b>Pós-Fixado</b>						
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%
<b>Pré-Fixado</b>						
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%
<b>Indexado Inflação</b>						
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%
<b>Imobiliário</b>						
Bovespa Real Est In Fund	-0,67%	-5,74%	-6,90%	-5,89%	8,69%	11,11%
<b>Hedge Funds*</b>						
Anbima Hedge Funds Index	0,36%	2,07%	5,55%	5,76%	15,61%	31,41%
<b>Renda Variável</b>						
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%
<b>FX</b>						
USD-BRL Carry Return	2,89%	11,77%	7,71%	21,66%	4,85%	-10,22%

