

Janeiro de 2025

TAACo Global	Desempenho							Volatilidade 5 anos *
	Dez	3 meses	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*	Desde o início ***	
TAACo	-1.8%	-4.2%	5.8%	0.4%	3.1%	4.1%	5.0%	10.4%
Referência	-1.7%	-4.2%	6.3%	-0.4%	2.4%	3.4%	3.8%	10.2%
Desempenho inferior/superior	-7	-5	-46	84	66	66	125	
Ações	-1.9%	-4.9%	10.5%	1.3%	5.4%	5.4%	3.9%	15.2%
Benchmark	-1.8%	-4.8%	10.9%	1.2%	5.3%	5.4%	3.5%	15.1%
Renda Fixa	-1.6%	-3.5%	1.8%	-1.9%	-0.5%	1.5%	4.1%	6.5%
Benchmark	-1.6%	-3.6%	1.8%	-2.2%	-0.8%	1.2%	3.5%	6.5%
Caixa	0.4%	1.2%	5.3%	4.0%	2.5%	1.7%	1.6%	0.7%
Ouro	-1.6%	-0.8%	25.5%	13.0%	11.5%	8.0%	10.2%	14.2%

Resultados em 31 de dezembro

*Anualizado ** Desde

Índice

It's something unpredictable.....1

Alocação de ativos | Janeiro de 20254

Resultados globais do TAACo - dezembro de 202422

Desempenho histórico 23

It's something unpredictable¹

O ano de 2024 encerrou com as ações globais retornando dois dígitos, e o MSCI ACWI subiu quase 16%, com apenas três meses negativos até agora em 2024 (abril, outubro e dezembro). Novamente, o mercado de ações dos EUA foi o grande vencedor, com o S&P 500 retornando mais de 20% pelo segundo ano consecutivo. Desde que os dados estão disponíveis, isso só foi observado uma vez na história, quando a economia dos EUA teve um *soft landing* entre 1995 e 1998. Por outro lado, a renda fixa não teve a mesma sorte, pois as taxas de juros vinham caindo desde abril, mas com o avanço de Trump nas pesquisas para se tornar presidente dos EUA, elas começaram a subir a partir de outubro. A taxa de 10 anos do Tesouro dos EUA acabou subindo 69 bps durante 2024 para 4,57%.

2024 também foi um ano eleitoral, no qual uma população equivalente a cerca de 60% do PIB global foi submetida a votação. Sem dúvida, a mais importante foi a eleição dos EUA, na qual Donald Trump triunfou, com o Partido Republicano conquistando a maioria tanto na Câmara dos Deputados quanto no Senado.

A posse antecipada de Trump (20 de janeiro) é provavelmente uma das fontes do aumento da volatilidade do mercado desde dezembro do ano passado. A eventual implementação dos anúncios feitos durante sua campanha aumentaria significativamente a incerteza, incluindo a imposição generalizada de tarifas, deportações em massa de imigrantes, cortes de impostos, pressão sobre a soberania de seus vizinhos e novas políticas de desregulamentação. Entretanto, à medida que o novo governo esclarecer quais serão suas

2024: um bom ano para ações, mas nem tanto para bonds

O ano passado foi marcado pela vitória de Trump e do Partido Republicano

A posse antecipada de Donald Trump é provavelmente a principal fonte de volatilidade do mercado.

¹ Trecho da música "Good Riddance", do Green Day

principais prioridades, o ruído deverá começar a se dissipar. No entanto, a volatilidade pode permanecer no curto e até mesmo no médio prazo.

Outra fonte de volatilidade em dezembro foi a tendência adotada pelo FOMC (*Federal Open Market Committee*) na última reunião do Fed. Embora o banco tenha continuado a cortar as taxas de acordo com as expectativas - levando a taxa do *Fed Funds* para 4,25%-4,50% - o comitê adotou uma postura mais cautelosa para o futuro. As novas projeções e o *dotplot* mostraram uma mudança na perspectiva da autoridade monetária de quatro cortes de 25 bps em 2025 para apenas dois. Ao mesmo tempo, as expectativas de crescimento e inflação do PCE foram revisadas para cima, tanto para este ano quanto para o próximo. A economia dos EUA permaneceria resiliente e a inflação seria um desafio na última milha.

A última reunião do Fed e sua tendência *hawkish* também adicionaram volatilidade ao cenário.

O mercado reagiu a essas mudanças e começou a internalizar menos cortes nas taxas este ano, acrescentando outra fonte de incerteza. Alguns participantes do mercado estão até começando a internalizar que não esperam que o Fed corte mais as taxas este ano, nesse cenário de inflação mais alta e resiliência econômica.

Espera-se menos cortes nas taxas para 2025

As tensões geopolíticas continuam sendo um foco de preocupação global e os discursos recentes de Donald Trump sugerem que, após sua posse, alguns conflitos podem até aumentar, criando uma nova fonte de instabilidade. No entanto, isso seria apenas no curto prazo, enquanto no médio prazo e de acordo com sua administração anterior, o mandato de Donald Trump estaria associado a uma menor intensidade de tensões militares/armadas.

Preocupações com as tensões geopolíticas latentes no curto prazo

O principal alvo e foco do presidente eleito provavelmente será a China. O gigante asiático será uma das principais vítimas das tarifas ou ameaças de tarifas de Trump, que, até certo ponto, acreditamos que ele usará para fechar acordos. O destino do mercado de ações chinês dependerá da capacidade de seu governo de lidar com essas ameaças e impor um estímulo que seja efetivamente capaz de impulsionar a demanda interna. Até o momento, ele não conseguiu fazer isso de forma sustentada, e sua posição no ambiente global e a inimizade - até certo ponto - com os EUA tornarão o mercado acionário chinês mais vulnerável a novos choques.

Mercado acionário chinês vulnerável a novos choques.

Voltando a 2024, e embora o mercado acionário dos EUA tenha sido novamente o grande vencedor, ampliando a diferença em relação aos mercados emergentes, 2025 parece estar "*priced for perfection*". Embora os valuations das ações dos EUA tenham aumentado e o *equity risk premium* (*earnings yield* - taxa das treasuries dos EUA de 10 anos) do S&P 500 esteja em mínimos de mais de 20 anos, a perspectiva para a economia dos EUA é positiva; as projeções de crescimento econômico apontam para uma expansão acima do potencial, com um mercado de trabalho saudável e o consumo continuando a dar suporte.

O ano de 2025 parece ter sido "*priced for perfection*".

Assim, à medida que o novo presidente dos EUA se aproxima de sua posse, e sempre sujeito à imprevisibilidade de suas palavras, o mercado poderia começar a internalizar que suas medidas não seriam tão drásticas quanto ele sugeriu durante sua campanha, o que poderia desencadear um *relief rally*. De certa forma, e dado seu histórico como "homem de negócios", o desempenho do mercado de ações dos EUA seria uma espécie de termômetro da aprovação de sua administração. Ao mesmo tempo, pensar que ele não vai se preocupar com a inflação também não parece sensato, considerando que essa foi uma de suas principais bandeiras de campanha e tem sido uma das principais causas de estresse financeiro para a classe média dos EUA.

Assim, a postura construtiva em relação ao risco é mantida, apesar da incerteza, com um leve *overweight* em ações, mas, ao contrário do mês passado, o *underweight* em títulos é aumentado, alocando uma parte em caixa, dadas as novas fontes de volatilidade. No portfólio de ações, a preferência por ações dos EUA aumentou e o *overweight* à América Latina foi mantida devido à defasagem e aos *valuations*. No portfólio de renda fixa, a duração foi reduzida com um *overweight* aos títulos do Tesouro dos EUA de 2 anos e um *underweight* nos papéis de 30 anos.

À medida que as prioridades do novo governo dos EUA se tornarem conhecidas, poderá desencadear um *relief rally*.

Postura construtiva em relação ao risco: ações *da OW*, títulos *da UW* e caixa *da OW*

Alocação de ativos | janeiro de 2025

TAACo Global	Bench.	Dez	Nov	OW / UW		Câmbio		
Ações	50%	52%	52%	OW	2%			Se mantém um overweight em ações, aumento do shortweight em bonds
Renda Fixa	50%	48%	46%	UW	-4%	-2,0%	-	
Caixa			2%	OW	2%	2,0%	+	
Ouro				N				Caixa OW
Total Carteira								
Europa, ex Reino Unido	14,0%	13,0%	13,0%	UW	-1,0%			OW USA Large Cap Value & Growth
Europe Small Cap ex Reino Uni	1,0%	1,0%		UW	-1,0%	-1,0%	-	
REINO UNIDO	3,0%	3,0%	2,0%	UW	-1,0%	-1,0%	-	UW Europe Large e Small Caps
US Large Caps Growth	17,0%	17,0%	18,0%	OW	1,0%	1,0%	+	
US Large Caps Value	15,0%	16,0%	16,0%	OW	1,0%			
US Small Caps	4,0%	4,0%	4,0%	N				UW Reino Unido
Japão	5,0%	4,0%	5,0%	N		1,0%	+	O Japão é neutralizado do UW
Mercados desenvolvidos	59,0%	58,0%	58,0%	UW	-1,0%			
América Latina	5,0%	6,0%	6,0%	OW	1,0%			OW LatAm
LatAm Small Caps	1,0%	1,0%	1,0%	N				
China	10,0%	10,0%	10,0%	N				Neutro China e Ásia EM ex. China
EM Ásia ex China	20,0%	20,0%	20,0%	N				
EM Ásia Small Cap	5,0%	5,0%	5,0%	N				
Mercados emergentes	41,0%	42,0%	42,0%	OW	1,0%			
Total de ações	100,0%	100,0%	100,0%					Em renda fixa: Manutenção de Duration, de neutro para Underweight
Treasuries 2Y	5,9%	5,9%	7,0%	OW	1,1%	1,1%	+	
Treasuries 10Y	12,4%	12,4%	12,4%	N				
Treasuries 30Y	7,2%	7,2%	6,5%	UW	-0,7%	-0,7%	-	Us Treasuries: OW 2 anos e UW 30 anos
TIPS dos EUA	2,8%	0,8%	0,8%	UW	-2,0%			UW TIPS
Global Corporate IG	27,5%	27,5%	27,5%	N				
Global Corporate HY	4,3%	4,3%	4,3%	N				
Dívida desenvolvidos	60,1%	58,1%	58,5%	UW	-1,6%	0,4%	+	Neutro Global Corporate IG e HY
EMBI	10,8%	10,8%	10,4%	UW	-0,4%	-0,4%	-	
EM Corporate IG	3,3%	4,3%	4,3%	OW	1,0%			
EM Corporate HY	4,8%	5,8%	5,8%	OW	1,0%			RF emergentes: OW CEMBI IG e HY, mercados locais neutros e UW EMBI.
EM Local Markets	21,0%	21,0%	21,0%	N				
Dívida Emergentes	39,9%	41,9%	41,5%	OW	1,6%	-0,4%	-	
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	100,0%					

RENDA VARIÁVEL

EUROPA EX REINO UNIDO: Se mantém UW Large Cap e Small Caps são levadas a UW

Com o início de 2025, a perspectiva negativa para a Zona do Euro permanece negativa e, embora se espere que o crescimento econômico acelere em relação aos 0,8% que teria crescido em 2024, o mercado ajusta suas estimativas de crescimento para 2025 para baixo, de 1,2% para 1%, afetado principalmente por questões domésticas e riscos geopolíticos.

Por sua vez, a região começa o ano com uma crise de liderança na qual as duas principais potências. Alemanha e França estão enfrentando problemas políticos internos. A Alemanha está se preparando para as eleições parlamentares de 23 de fevereiro, após o colapso do governo de coalizão, em que as principais preocupações dos eleitores são a imigração e o crescimento econômico. Dessa forma, as pesquisas preveem uma mudança política mais para a centro-direita, liderada pela União Democrática Cristã (CDU/CSU), em busca de uma retomada do crescimento econômico e da indústria manufatureira. Na França, o novo Primeiro-Ministro François Bayrou enfrenta o desafio de implementar o novo orçamento e estabilizar as finanças públicas francesas para reduzir o déficit fiscal do nível atual de 6,1% do PIB, com o risco constante de uma moção de censura pelo parlamento, mantendo assim a incerteza econômica e financeira na economia francesa em alta. Por outro lado, dias antes do início da segunda administração de Donald Trump nos EUA, a União Europeia terá que lidar com sua decisão de encerrar ou não o financiamento à Ucrânia, forçando os países europeus a aumentar seus gastos com defesa e pressionando a convergência fiscal, juntamente com suas políticas de comércio exterior e ameaças de tarifas sobre produtos europeus.

Assim, o cenário para o bloco europeu continua incerto, tanto política quanto economicamente; com a inflação em baixa e a demanda deprimida, o mercado espera que a política monetária seja mais expansionista do que nos EUA. Nesse sentido, a inflação de dezembro acelerou de 2,3% para 2,4% a.a. (núcleo de 2,7%). No futuro, os riscos de alta da inflação são limitados e, embora o efeito de base nos preços da energia esteja desaparecendo, a demanda fraca deixa pouco espaço para as empresas aumentarem os preços. Assim, espera-se que a inflação convirja para 2% no segundo semestre do ano, permitindo pelo menos quatro cortes nas taxas em 2025, o que manteria o euro sob pressão durante o ano.

As ações do Stoxx 50 caíram 0,2% (em USD) em dezembro, pressionadas por uma depreciação de quase 2% do euro. Assim, ao mesmo tempo em que ampliou as quedas de novembro, o índice encerrou 2024 com um retorno de 1,3% (em USD), um *desempenho inferior* em relação aos pares desenvolvidos e mantendo sua defasagem. Assim, os valuations continuam atraentes e a relação Preço/Utilidade de 12 meses (P/E *fwd.*) é negociada abaixo da média de 5 anos, tanto em termos absolutos quanto em relação aos pares. Esse desconto é mantido em ações *de large* e *small caps*, esta última com um desconto de 34% em relação a seus pares desenvolvidos, maior do que os 18% históricos.

Espera-se que os retornos das ações sejam moderados este ano, pressionados por uma economia fraca, questões políticas internas que afetam a confiança dos consumidores e dos investidores e riscos geopolíticos. Além disso, a alta dependência comercial da China - que não está conseguindo gerar tração - deve ser levada em conta, tanto para os setores industrial, automotivo e de consumo de luxo. De acordo com a Factset, até 2025 os lucros corporativos cresceriam 8,4%, uma projeção que foi corrigida para baixo nos últimos três meses e que se compara negativamente com seus pares desenvolvidos.

Por fim, a atual *dinâmica* dos fluxos continua a se enfraquecer. De acordo com o EPFR, foram observados fluxos de saída nas últimas 15 semanas e não se espera nenhuma mudança na tendência daqui para frente, portanto, é provável que os fluxos continuem sob pressão.

Devido à incerteza política, aos possíveis atritos comerciais e à deterioração das perspectivas econômicas e corporativas, decidiu-se **manter a posição de *underweight* em ações de *Large Caps* e colocar as ações de *Small Caps* europeias em *underweight*.**

REINO UNIDO: Posição é levada para UW.

Embora se espere que a economia continue sua trajetória de recuperação em 2025, acelerando de 0,9% para 1,4% de crescimento, a situação econômica do Reino Unido continua bastante complexa. Com um mercado de trabalho que continua apertado, salários sob pressão de alta e ameaças de tarifas dos EUA, a convergência da inflação para a meta parece cada vez mais distante e adiada até pelo menos 2026. Nesse sentido, e apesar da fraqueza macroeconômica, o Banco da Inglaterra, assim como o Federal Reserve, adotaria uma abordagem mais cautelosa em relação à política monetária e faria dois cortes de 25 bps este ano, o que levaria a taxa para 4,25% em dezembro.

A perspectiva econômica menos favorável se reflete no nível corporativo. Em 2025, os lucros das ações do MSCI UK cresceriam 6,2%, abaixo dos ~9% de quatro meses atrás e abaixo de seus pares desenvolvidos.

Do ponto de vista político, o partido trabalhista liderado pelo primeiro-ministro Keir Starmer está enfrentando sua primeira crise de confiança. Após o otimismo inicial de uma mudança de governo depois de 14 anos liderado pelo Partido Conservador, o governo de Starmer não conseguiu tranquilizar os mercados com medidas concretas para reduzir o déficit fiscal, fazendo com que as taxas de juros de 30 anos subissem para 5,47%, o nível mais alto desde 1998. Por outro lado, a libra esterlina também reflete as dúvidas dos investidores globais em relação ao Reino Unido, e a moeda desvalorizou 2,5% em dezembro em relação ao dólar, de modo que alguns já estão comparando a situação atual com a crise da dívida de 1976, quando, diante de uma forte desvalorização da moeda e das altas taxas de juros, a economia teve de ser resgatada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Ao mesmo tempo, no último mês, a *dinâmica* econômica se deteriorou, a surpresa econômica permaneceu em território negativo e o PMI industrial decepcionou e caiu para 47,3 pontos em dezembro. Entretanto, o PMI de serviços melhorou e subiu para 51,4.

Em 2024, as ações do Reino Unido subiram USD 3,7%, apesar de terem caído 3% em dezembro, pressionadas pela crise de confiança no governo. Assim, as perspectivas se tornaram mais negativas no último mês e podem melhorar se o governo conseguir fazer um anúncio que convença os investidores de seu compromisso com a convergência fiscal, que parece distante no curto prazo. Ao mesmo tempo, os fluxos estão estáveis para o principal ETF do país, quando os valuations estão sendo negociados com menos folga em termos absolutos; a relação P/E *fwd* é negociada a 12,0x, quase em linha com a média de cinco anos.

Devido à deterioração das perspectivas políticas, econômicas e corporativas e às valuations apertadas, decidiu-se **manter a exposição às ações do Reino Unido *underweight*.**

ESTADOS UNIDOS: OW em Ações de Valor e Neutro em *Small Caps* são mantidos, enquanto OW *Large Cap* é transferido para OW.

Dias antes do início do segundo governo Trump, a economia dos EUA continua a mostrar sinais de otimismo e força, de modo que o *soft landing* da economia continua a ser adiada e, mesmo com as medidas pró-crescimento de Trump, a probabilidade de um cenário de *no landing* aumenta. Em 2025, espera-se que o PIB cresça 2,1%, uma desaceleração em relação ao crescimento de 2,7% estimado para 2024. Entretanto, desde outubro passado, essa estimativa foi revisada para cima (de 1,7%) e ainda está acima da tendência de crescimento dos EUA (1,8%). Por outro lado, os dados econômicos das últimas semanas continuam a evidenciar a força da atividade econômica nos EUA, com as vendas no varejo se recuperando, refletindo um consumo que permanece resiliente, o PMI de serviços permanece em território

expansionista em 56,8 pontos, enquanto o PMI de manufatura continua sua tendência de alta e está em 49,4 pontos, perto de sair do território contracionista. Da mesma forma, o mercado de trabalho é resistente ao aperto monetário, com a criação de empregos em dezembro novamente superando as expectativas e a taxa de desemprego caindo para 4,1%.

Na frente política, a incerteza continua alta com relação à implementação das políticas de Trump, especialmente com relação à imposição de tarifas e se elas representam: (i) uma ameaça transversal real ou (ii) são mais parte de uma estratégia de negociação. Por sua vez, o mercado atualmente se alinha mais com a segunda opção e espera uma imposição gradual de tarifas com um foco maior na China do que no restante das economias. Na frente geopolítica, as tensões aumentaram e os comentários recentes do presidente eleito pressionam a soberania dos países vizinhos e os conflitos ativos. Diante do exposto, com o início do ano, vimos um aumento na volatilidade e o VIX voltou a 18,8p, incorporando o aumento do ruído político que veremos no curto e médio prazo com a chegada de Trump à Casa Branca.

Por outro lado, a incerteza sobre a sustentabilidade fiscal permanece; embora muitas das políticas de Trump, como os cortes de impostos, impliquem em uma carga fiscal maior, a nomeação de Scott Bessent como Secretário do Tesouro e a criação de um departamento para reduzir os gastos do governo e melhorar a eficiência podem ajudar a mudar a atual trajetória fiscal.

Dado o risco atual de tarifas e seu eventual impacto inflacionário, o Federal Reserve Bank surpreendeu o mercado. Embora tenha cortado novamente em dezembro, acumulando 100 bps. de reduções em 2024, o comitê moderou suas estimativas de corte de taxas para este ano, prevendo 2 cortes de 25 bps. em vez dos 4 projetados em setembro. Assim, dada a possibilidade crescente de uma pausa no aperto monetário devido à força da economia dos EUA e ao aumento dos riscos inflacionários, ocorreu um *bear steepening* no mês passado, com aumentos mais pronunciados na ponta longa da curva do Treasury, gerando grandes perdas nos ativos de renda fixa. Da mesma forma, a correção em direção a um ambiente de taxas de juros altas de longo prazo afetou os índices de ações, levando a perdas nas últimas semanas do ano.

A inflação de dezembro foi de 2,9% a.a., enquanto o núcleo da medida surpreendeu e desacelerou para 3,2%, de modo que a inflação terminou acima da meta do Fed pelo quarto ano consecutivo. Enquanto isso, as políticas tarifárias de Trump podem gerar pressões adicionais sobre os preços dos produtos, de modo que a trajetória da inflação no médio prazo é incerta e altamente dependente das ações do governo e da resposta do Fed a elas. Assim, o mercado modera suas expectativas de corte de taxas para 2025 para entre 1 ou 2 cortes adicionais.

No nível das ações, o S&P 500 terminou o segundo ano consecutivo com retornos acima de 20% (23,3% especificamente em USD), embora tenha caído em dezembro (-2,5%), pressionado pelo *hawkish* do Fed e pelo aumento da incerteza nos mercados globais. Entretanto, a força econômica e o início da temporada de relatórios corporativos do quarto trimestre de 2024 estão apoiando o mercado acionário.

De acordo com o exposto acima, segundo a Factset e em conjunto com a resiliência econômica, o crescimento dos lucros do quarto trimestre será o melhor em três anos (~11%), impulsionado pelo setor financeiro. Daqui para frente, o crescimento dos lucros se aceleraria para 15% este ano, destacando o fechamento das *lacunas* entre lucros das 7 grandes empresas (21% E em 2025 de 33% em 2024) e as outras 493 empresas (13% E em 2025 de 4,2% em 2024) do S&P 500.

Os valuations das ações continuam elevadas. O índice P/E *fwd.* do S&P500 é negociado acima das médias históricas, assim como as valuations das *ações de crescimento e valor*, mas mais folgado do que nas semanas anteriores. Em *small cap*, o índice P/E *fwd.* parece mais folgado do que no mês anterior, mas ainda é apertado e negociado em torno das médias históricas. Entretanto, as valuations não são um obstáculo para os fluxos de *impulso*, de acordo com o EPFR, com entradas líquidas em fundos e ETFs nas duas últimas semanas.

Devido à liquidez abundante e à força econômica/corporativa, decidimos aumentar a exposição às ações dos EUA, mantendo o estilo *value como overweight* e levando o estilo *growth para overweight*, em linha com o apoio ao retorno de Trump e à desregulamentação, à força econômica e à robusta temporada de relatórios corporativos. A exposição a ações de *small caps* permanece neutra, devido a valuations justas e, no curto prazo, pode ser pressionada por sua sensibilidade a taxas de juros mais altas.

JAPÃO: Decidiu-se neutralizar as ações desde o UW.

A perspectiva de crescimento econômico para este ano permanece estável (1,2%). O PMI dos setores industrial e de serviços melhorou em dezembro (49,5 bps e 51,4 bps, respectivamente), embora a confiança do consumidor no mesmo mês não tenha decolado. Para 2025, espera-se que o consumo continue a se recuperar, apoiado pelo crescimento do salário base, que deve se expandir em mais de 3% este ano. No entanto, o principal risco para o crescimento econômico é o setor de exportação - dado seu alto grau de abertura comercial (~40% do PIB) -, que seria menos pressionado pelo plano tarifário gradual da equipe de Trump.

Do lado da inflação, a inflação acelerou para 2,9% a.a. em novembro, pressionada pelos preços dos alimentos, especialmente do arroz, o que levou o mercado a corrigir ligeiramente para cima a perspectiva de preços para este ano (de 2% para 2,1%). Entretanto, o ambiente reflacionário e o chamado círculo virtuoso entre aumentos salariais e inflação continuam em vigor.

Por sua vez, o banco central - que manteve a taxa inalterada em dezembro - enfatizou que a economia e os preços permanecem em linha com as perspectivas. Ele também destacou a incerteza em torno da nova administração dos EUA e a necessidade de avaliar os efeitos de sua política. Nesse sentido, o mercado ainda está dividido sobre se a autoridade monetária aumentará a taxa de referência em sua reunião de janeiro e o resultado da reunião continua sendo uma incógnita. Vale a pena mencionar que o banco central japonês é o único entre os países desenvolvidos que está em processo de aumento das taxas.

De acordo com o viés de exportação e o consumo que não está decolando, um aumento da taxa de juros faria com que o iene perdesse competitividade em relação a seus pares exportadores. Especificamente em relação a países como a China e a Coreia do Sul, ambos exportadores de produtos tecnológicos e com moedas que se depreciaram nos últimos três meses. Um aumento da taxa de juros pelo banco central japonês poderia desencadear algo semelhante à reversão do *carry trade* que ocorreu em agosto do ano passado, portanto, acreditamos que a autoridade monetária optaria por manter a taxa.

No mercado acionário, o Nikkei 225 caiu em linha com seus pares globais em dezembro, mas menos do que seus pares desenvolvidos (USD -0,6%). ~Assim, fechou 2024 com alta de USD 7%, um *desempenho inferior* ao dos países desenvolvidos. Para este ano, a perspectiva é otimista, impulsionada pelos setores de semicondutores e automotivo,

enquanto as reformas do programa corporativo para melhorar a lucratividade das empresas continuarão. No entanto, os fluxos de entrada não conseguem ser um impulsionador e são observadas saídas líquidas no principal ETF do país, apesar de as valuations serem negociadas com desconto em termos absolutos e em relação aos pares desenvolvidos. Além disso, espera-se que os lucros cresçam 8,2% em 2025, com correção para cima no último mês.

No contexto da melhoria dos dados econômicos, de uma perspectiva mais favorável para o setor de exportação, mas sem fluxos de tração, decidiu-se **neutralizar a exposição às ações japonesas, deixando de ser *underweight***.

EMERGING STOCKS: OW LatAm Large Cap, China Neutral e Asia EM ex China

A diferença entre o *desempenho superior* das ações *de growth* dos EUA e do mundo emergente continuou a se ampliar em dezembro. Assim, o MSCI Emerging Markets Index recuou 0,3%, com alguns países segurando a queda do índice, como a China. Mais uma vez, a América Latina foi um dos principais detratores, pressionada pelo Brasil, cujo domínio fiscal permeou o mercado, e pelo dólar forte, que foi prejudicial para quase todas as moedas emergentes. No futuro e no curto prazo, a volatilidade continuará a ser a protagonista do mercado, o que está historicamente associado a grandes oscilações nos mercados acionários emergentes. Nesse contexto, os desvios do *índice de referência* são limitados e somente em posições de alta convicção, com histórias locais e estruturais que apoiam um eventual *desempenho superior* do mercado acionário em relação a seus pares.

AMÉRICA LATINA: OW em Large mantido

A América Latina foi a grande perdedora em 2024; o mercado de ações caiu mais de 25%, pressionado pelas duas maiores economias da região, Brasil e México. Ambas, além de estarem sujeitas a altos e baixos globais, também foram afetadas por altos e baixos políticos locais. No Brasil, o pior desempenho foi associado à turbulência política e fiscal, juntamente com aumentos da taxa Selic e exacerbado por uma depreciação do real, que em 2024 perdeu mais de 20% de seu valor. No México, a desaceleração econômica, que, de certa forma, desencadeou as eleições locais nas quais o Morena conquistou a maioria em ambas as casas do Congresso, bem como a presidência, juntamente com sua exposição comercial e econômica aos EUA, afetou o desempenho do mercado de ações. No primeiro semestre do ano, a volatilidade prevalecerá no ambiente global e os mercados da região ficarão à mercê dela. No entanto, com base nos preços atuais e considerando a defasagem do mercado de ações, a OW na América Latina continua a ser mantida, dada a possibilidade de uma recuperação e com convicção em determinados mercados com sólidos fundamentos locais.

No **Brasil**, a perspectiva não é clara e parece não haver nenhum catalisador de curto prazo. Em dezembro, o mercado acionário continuou a ampliar as perdas dos meses anteriores, dominado por questões fiscais, juntamente com um real que se desvalorizou 3,3%. Assim, as ações brasileiras fecharam 2024 com uma queda de mais de 25%, entre as maiores perdas globais. No início de 2025, as autoridades brasileiras exigiram que o Meta explicasse suas novas políticas de verificação de conteúdo, depois de terem sido solicitadas a remover um vídeo falso do Ministro da Fazenda com medidas que não correspondiam a informações reais. Por sua vez, e após as correções do mercado durante os últimos meses de 2024, a equipe econômica do governo tentou emitir declarações para acalmar o mercado, incluindo mais cortes nos gastos fiscais. Com tudo o que vem acontecendo, o mercado espera que sejam feitas mudanças no gabinete de Lula antes de 21 de janeiro, em um contexto de maior desaprovação do governo. No lado macroeconômico, os dados estão começando a parecer um pouco mais fracos, com os PMIs de manufatura e de serviços caindo em dezembro, com os empresários preocupados com as pressões de custo. Outros dados mais frequentes, como a produção industrial e as

vendas no varejo de novembro, estão começando a mostrar quedas em relação ao mês anterior, sugerindo que a economia brasileira não pode sustentar taxas altas para sempre sem consequências. Nesse sentido, embora a inflação de dezembro tenha sido melhor do que o esperado e tenha desacelerado para 4,8% a/a, o Banco Central deu a entender que continuará a aumentar as taxas no mesmo ritmo da última reunião (100 bps) nas próximas duas reuniões. Assim, dos atuais 12,25%, o mercado espera que a taxa de referência encerre o ano em 15,00%. Isso, em conjunto com as expectativas de inflação que permanecem inalteradas e devem se situar em 5,0% e 4,1% a.a. até o final deste ano e do próximo, respectivamente. Por outro lado, a força do dólar também está pressionando o mercado brasileiro, devido à correlação negativa histórica entre os dois. Após a correção significativa, as valuations do mercado brasileiro parecem descontadas, tanto em termos absolutos quanto em relação a seus pares. Com relação aos fluxos de investimento, continuam a ser observadas saídas líquidas de fundos e ETFs, considerando que os investidores locais predominam e as altas taxas locais os desencorajam a alocar uma parte de sua carteira em ações. Com relação à contingência, o Brasil não seria um dos principais alvos ou vítimas das medidas que Donald Trump finalmente decidir implementar. Assim, apesar das valuations atraentes e das perspectivas de crescimento saudáveis, a desconfiança política e governamental, aliada à falta de catalisadores no curto prazo, nos leva a **manter um posicionamento neutro em ações brasileiras**

No **México**, a volatilidade continua, considerando que a principal fonte de movimentos significativos do mercado é a posse antecipada de Donald Trump e que o México é seu principal parceiro comercial. As perspectivas para a economia e o mercado são mistas, dificultando a tomada de uma posição em ações mexicanas com um desvio significativo do *benchmark*. Isso se deve principalmente ao fato de que, embora o crescimento de 2024 tenha sido um pouco maior do que o esperado nos meses anteriores (~1,6%), isso pressupõe uma base de comparação mais exigente para este ano, levando o mercado a começar a projetar um crescimento mais enxuto para 2025 e em torno de 1%. Do lado da inflação, a história é mais positiva e os dados mais recentes mostraram uma desaceleração no registro do índice para 4,2% até o final de 2024, enquanto o núcleo da inflação permanece dentro da faixa de tolerância do Banco Central. Isso, juntamente com as altas taxas de juros reais, dá à autoridade monetária espaço continuar - e eventualmente acelerar - os cortes nas taxas, embora o mercado agora projete que a taxa ficará em 8,50% até o final de 2025 (10,00% atualmente, anteriormente projetada em 8,00% até 2025E). O mercado acionário mexicano caiu mais de USD 3% em dezembro, impactado significativamente por um peso mexicano que se desvalorizou em 2,2% e pela volatilidade que é inerentemente maior para esse mercado. Por trás das quedas, as valuations continuam a diminuir em termos relativos e absolutos, e os fundamentos corporativos permanecem sólidos, considerando que, apesar do crescimento econômico mais lento, a alta exposição das empresas mexicanas às receitas no exterior sustenta um crescimento saudável dos lucros. Enquanto isso, continuaram a ser observadas saídas líquidas de ETFs como um todo no último mês. Do lado político, o Congresso aprovou um grande número de reformas constitucionais herdadas do governo AMLO, sendo a reforma judicial a mais comentada, mas também a reforma do setor de energia e a que elimina os órgãos autônomos. Nesse contexto, a presidente Claudia Sheinbaum continua relativamente afastada da discussão legislativa, e o Congresso parece estar governando, embora ela tenha declarado que pressionará por uma reforma eleitoral alternativa à que AMLO apresentou em fevereiro do ano passado. Por outro lado, o Poder Executivo assumiu um papel ativo na resposta às ameaças de Trump, dando a entender que não se subordinará a tudo o que o presidente eleito exigir, mas que manterá fortes laços com a maior economia do mundo. Dessa forma, e dada a dependência econômica, no curto prazo, a perspectiva para o mercado de ações é de altos níveis de volatilidade. Pode haver um catalisador no longo prazo, na medida em que as incertezas tarifárias se dissipem e o México acabe sendo o grande vencedor do *no landing* dos EUA. **Portanto, a decisão é manter uma posição neutra nas ações mexicanas**

No **Chile**, este ano será marcado pelas eleições parlamentares e presidenciais em novembro, que deverão registrar uma mudança para a centro-direita em ambas as instituições. Em 2017, algo semelhante aconteceu, e o IPSA apresentou um *desempenho superior* significativo em relação à região; esperamos que algo semelhante aconteça este ano. Do ponto de vista econômico, a atividade continuará a crescer em torno de 2%, perto do produto potencial, mas sem gerar pressões inflacionárias adicionais no lado da demanda interna. Entretanto, em sua última reunião e no Relatório de Política Monetária subsequente, o Banco Central declarou que, devido a fatores transitórios, haverá pressões de preços mais altas no primeiro semestre de 2025. Essas pressões serão causadas por salários reais mais altos (aumento do salário mínimo), pelo ajuste das tarifas de eletricidade e pela depreciação do peso chileno. Embora essa mensagem tenha sido interpretada como mais *hawkish*, o mercado ainda espera dois cortes adicionais na taxa de referência este ano (de 25 bps cada). Dessa forma, a autoridade monetária manterá a dependência dos dados e será mais cautelosa com relação aos próximos movimentos, já que é praticamente consenso que a taxa será mantida na reunião de janeiro. Do lado político, o atual governo do Presidente Boric tem pouco mais de um ano de mandato, e acreditamos que o que ele poderá fazer será bastante limitado e se concentrará no avanço da reforma previdenciária - que deve sair do Senado este mês -, na licenciamento e na reforma do sistema político. Com relação ao mercado, as valuations estão descontadas em comparação com suas médias de 10 anos (índice P/E *fwd.*) e os fundamentos corporativos permanecem sólidos para 2025, sendo o segundo país emergente com a maior projeção de crescimento de lucros. Embora a *dinâmica* dos fluxos não seja clara, à medida que a mudança no ciclo político se consolida, é provável que os fluxos de entrada sejam consecutivos e significativos. Por sua vez, o preço do cobre tem suporte estrutural para permanecer em torno dos níveis atuais, o que favorece a economia chilena. **Dessa forma, e considerando os fundamentos econômicos, políticos e de mercado descritos acima, decide-se manter o OW em ações chilenas**

Na **Colômbia**, apesar de um melhor desempenho no segundo semestre, persiste a incerteza quanto ao cumprimento da regra fiscal em 2024, o que mantém os gastos públicos como um dos principais focos de atenção agenda econômica deste ano. Com um orçamento para 2025 de \$523 trilhões de COP declarado por decreto presidencial, e bastante alto para os padrões históricos, resta saber qual será a posição de Gustavo Petro sobre como lidar com a questão fiscal em seu último ano no cargo. Além disso, ainda não está totalmente claro como parte desse orçamento será financiada, após a rejeição pelo Congresso da reforma tributária proposta pelo presidente. Voltando aos dados, a atividade econômica de outubro surpreende ao acelerar acima das expectativas, o que contribui para as projeções de crescimento que são corrigidas para cima e devem ter atingido 2% em 2024, com boas perspectivas econômicas para 2025. Isso se deve principalmente à contribuição do consumo privado, enquanto o investimento ainda está defasado. Por outro lado, a Colômbia encerrou 2024 com uma inflação de 5,2% ao ano, bastante em linha com as expectativas, embora com uma leve aceleração em relação ao mês anterior e alguma incerteza sobre as pressões que poderiam ser geradas pelo aumento do salário mínimo em quase dois dígitos (9,5%) em 2025. Em termos de política monetária, o Banco de la República surpreendeu em sua reunião de dezembro ao cortar apenas 25 bps, levando a taxa de referência para 9,50% no final de 2024. Para a reunião de janeiro, o cenário básico ainda é de um corte de 50 pontos-base, embora não seja totalmente certo, devido às pressões inflacionárias no último mês e a um Fed que adotou uma postura mais *hawkish*. Espera-se uma nova mudança ministerial no início do ano, principalmente devido aos prazos de renúncia para aqueles que buscam cargos nas eleições gerais de 2026. Aqueles que buscam uma cadeira no Congresso terão até o início de março para apresentar suas renúncias, enquanto aqueles que buscam a presidência ou vice-presidência terão até o final de maio. Assim, teremos uma primeira parte do ano com considerável mobilidade política, com um governo questionado e um dos mais baixos índices de aprovação da América Latina (39%). O mercado de ações colombiano foi um dos poucos que se desacoplou do desempenho negativo da América Latina durante 2024, com um retorno de USD 1% no final do

ano. Em termos de valuations, a atratividade histórica do mercado acionário colombiano se mantém, sendo negociado 1 dev. est. abaixo da média de 10 anos em P/E *fwd.*, enquanto, do lado dos fluxos, foram observadas saídas líquidas dos ETFs como um todo no último mês. Assim, com um cenário político volátil e bastante incerto, ruídos fiscais que continuarão este ano, mas valuations atraentes, decidimos **manter uma posição neutra nas ações colombianas.**

No **Peru**, a perspectiva econômica para 2024 foi uma agradável surpresa, marcando um cenário bastante diferente do que foi projetado no final de 2023. A reativação dos setores de exportação, o aumento do investimento público e privado e a melhora na confiança dos empresários levaram a um crescimento estimado para 2024 de ~3%. Além disso, com o valor da inflação de dezembro (2% A.A.), o Peru encerra 2024 como o país com a inflação mais baixa da América do Sul, e espera-se que ela permaneça sob controle e dentro da faixa da meta em 2025. Em termos de política monetária, na primeira reunião do ano, o Banco Central de Reserva decidiu reduzir a taxa de política em 25 pontos-base para 4,75%. Para este ano, espera-se que o Peru continue com seu ciclo de cortes, embora de forma mais moderada, de modo que qualquer aperto monetário dependerá dos dados de inflação e dos determinantes da inflação. Com esse cenário econômico animador, a exceção seria o gasto público, em que se espera que a regra fiscal seja violada pelo segundo ano consecutivo. Em 2025, a questão fiscal continuará a ser uma dor de cabeça para o Peru, com um orçamento maior do que no ano anterior e com o início das campanhas eleitorais para as eleições presidenciais de 2026, o que pode gerar alguma pressão sobre os gastos e resultar em um terceiro ano consecutivo com complicações fiscais. Quanto ao aspecto político, durante as primeiras semanas de abril serão convocadas as eleições gerais, onde já se começa a especular sobre o grande número de candidatos que poderia haver devido à polarização e fragmentação do setor político, com cerca de 30 partidos autorizados a apresentar um candidato. No mercado de ações, o Peru também foi um dos poucos países a se desvincular do desempenho negativo da região, com um retorno de 10% em 2024. Em termos de valuations, a relação P/E *fwd.* é descontada pela negociação abaixo de sua média de 10 anos. Assim, com uma perspectiva econômica positiva na soma, mas com pressões fiscais, decidimos **manter uma posição neutra nas ações peruanas.**

Na **Argentina**, durante os primeiros dias do ano, o mercado continuou a apresentar um *desempenho superior* ao dos países emergentes, com a inflação permanecendo a prioridade em 2025, antes das eleições de meio de mandato. Assim, a "motosserra" continuará a conter os gastos públicos com o objetivo de manter a inflação baixa e em níveis próximos a 2% ao mês durante o primeiro trimestre deste ano. A inflação anual em dezembro desacelerou para 117,8%, enquanto a inflação mensal foi de 2,7%, em linha com as expectativas. Com esses dados sobre a inflação, o governo confirma a redução do *ritmo* mensal de *crawling peg* de 2% para 1% a partir de fevereiro. Tudo isso tem o objetivo de manter o índice de aprovação do governo alto no período que antecede as eleições legislativas, em que quase metade da Câmara dos Deputados e um terço do Senado estão em jogo, o que as torna de extrema importância para Javier Milei e para a implementação do plano de seu governo. Apesar desse foco central, a economia argentina conseguiu sair da recessão técnica, com o PIB do terceiro trimestre crescendo 3,9% em relação ao trimestre anterior e, embora se espere que encerre 2024 com uma contração econômica de 3,7%, as projeções para este ano apontam para uma expansão de 4% com viés de alta. Assim, as perspectivas econômicas para o ano corrente são favoráveis, com um processo desinflacionário em curso que tem mostrado resultados e um crescimento que se espera que retorne. Por outro lado, o risco-país cai e se situa em seu menor valor desde agosto de 2018, rompendo a barreira dos 600 bps e se situando em um valor de 578 bps. Essa queda do risco soberano ocorre em função do acordo entre o Banco Central da Argentina e cinco bancos internacionais para uma REPO, uma operação de dívida de 1 bilhão que será destinada a fortalecer as reservas internacionais. Quanto ao mercado de ações, o Merval foi o grande vencedor em 2024 na região, com um retorno de mais de USD 100% no final do ano, dissociando-se do desempenho negativo da grande

maioria dos países latino-americanos. ~Em consonância com isso, foram observados fluxos de entrada para o ETF principal de 67% do AUM no último ano, superando todos os mercados emergentes e levando-o a um tamanho semelhante ao ETF principal do México. As valuations ainda estão com desconto, com uma relação P/E *fwd.* sendo negociada ligeiramente abaixo de sua média de 10 anos. Assim, dada a perspectiva de recuperação econômica, as valuations que permanecem atraentes, o pragmatismo político e o *momentum* das ações, decidiu-se manter a posição **OW em ações argentinas**.

CHINA: Decisão de manter a posição neutra

Em dezembro, as ações globais mostraram uma perda de *ímpeto*, mas as ações chinesas mostraram resiliência e subiram 2,6%, de modo que as ações do gigante asiático terminaram como um dos melhores mercados em 2024 e o índice MSCI do país subiu 16%. No entanto, elas começaram 2025 com o pior início de ano desde 2016 e, até 9 de janeiro, caíram ~5%. Isso demonstra tendências contrárias: por um lado, o estímulo econômico e fiscal está impulsionando as ações chinesas, enquanto, por outro lado, a nova retórica tarifária e o relacionamento com os EUA estão pressionando-as.

Tanto o desempenho do mercado de ações quanto o crescimento econômico estarão ancorados na capacidade do governo chinês de estimular a economia e, nesse sentido, o *momento*, o *foco* e a magnitude das medidas provaram ser de grande importância. Durante 2024, o atraso das medidas e a falta de detalhes afetaram negativamente o sentimento das famílias e dos investidores. Quanto ao *foco*, a autoridade precisa priorizar o estímulo à demanda doméstica em detrimento da oferta. Embora a conclusão da *Conferência Central de Trabalho Econômico* - que enfatizou o equilíbrio entre oferta e demanda - e as políticas de subsídios para estimular o consumo estivessem nessa linha, o mercado não tem confiança sustentada.

Outro fator na equação é Donald Trump e sua conhecida campanha de tarifas. O cenário básico é que elas serão usadas para chegar a acordos em termos favoráveis aos EUA e à sua posição no comércio internacional. Entretanto, isso aumentará a volatilidade e o mercado monitorará a resposta e o tom da China (olho por olho ou mais cooperativo). Assim, a resposta da China será internalizada como mais favorável ou desfavorável, dependendo do grau de cooperação ou agressividade com que ela confrontar os EUA.

Por outro lado, outra resposta esperada pelo mercado para uma segunda guerra comercial é a desvalorização do yuan. Até o momento, o Banco Central tem demonstrado resistência, embora em dezembro o renminbi tenha se desvalorizado cerca de 0,7%, permanecendo próximo a 7,3 yuans por dólar. Uma desvalorização acentuada do yuan colocaria em dúvida a eficácia do estímulo econômico, e será essencial uma *compensação* entre o setor de exportação e o aumento da confiança e do consumo das famílias.

Ao mesmo tempo, o setor imobiliário continuará a ser relevante e um fator de risco. Os dados recentes do setor, como as vendas de imóveis novos, têm sido divergentes: após o primeiro crescimento anual em outubro, em novembro eles voltaram a se contrair. Essa dinâmica continuará, pelo menos no primeiro semestre do ano, e continuará a pressionar a riqueza das famílias. Na segunda metade do ano, o efeito das medidas já implementadas começaria a se manifestar, levando a uma incerta normalização do mercado imobiliário. Entretanto, isso já estaria internalizado nos preços, mas alguns participantes do mercado enfatizaram que as surpresas positivas não seriam incluídas nos preços.

As valuations continuam atraentes e os fluxos de entrada para os ETFs como um todo, mas os fluxos de saída do principal ETF no último mês (em 1% do AUM). Ao mesmo tempo, as projeções de crescimento dos lucros para este ano permaneceram estáveis em ~9% no último mês. Após o início negativo do ano, as ações chinesas entraram novamente em um *mercado em baixa* (queda de 20% no mercado acionário em relação ao pico), portanto, após essa correção, parece que os riscos não estão equilibrados.

Do lado econômico, os índices PMI de dezembro permanecem em território neutro (50 pts.), mas com movimentos divergentes. Do lado dos preços, a inflação continua próxima de zero (0,1% ao ano em dezembro), acentuando o risco deflacionário. Por outro lado, o banco central manteve as taxas inalteradas em dezembro, mas espera-se que as reduza no primeiro trimestre. Considerando a combinação de fatores - dados mistos, fluxos divergentes, mas valuations atraentes e uma mudança positiva na política doméstica -, **decidimos manter uma posição neutra nas ações chinesas**, apesar da pressão que o mercado pode enfrentar com o retorno de Trump.

ÁSIA EMERGENTE EX CHINA: Decidiu-se manter a posição neutra.

As economias da Ásia EM ex China estão particularmente expostas às novas tarifas dos EUA - devido à sua natureza exportadora - e, portanto, estarão sujeitas à alta volatilidade percebida nos mercados globais. -Dada a sua natureza exportadora, elas estarão sujeitas à alta volatilidade percebida nos mercados globais. Alguns países mantêm um superávit comercial considerável com os EUA, como a Coreia do Sul e Taiwan, por exemplo, enquanto em outros países esse superávit é mais limitado. Na Coreia do Sul, a incerteza política permanece, mas parece estar amplamente internalizada nos preços. A Índia desfruta de neutralidade política em termos de suas relações diplomáticas, bem como de uma perspectiva macroeconômica e corporativa saudável e sólida. Nesse sentido, é mantida uma postura cautelosa em relação às ações da EM Ásia ex-China, devido à incerteza a que estarão sujeitas antes da posse de Donald Trump, com posições em alguns países onde há convicção e fundamentos locais.

As ações **indianas** encerraram 2024 entre os melhores mercados (USD ~11%) globalmente e alcançando um *desempenho superior* em relação aos mercados emergentes, apesar da perda de *impulso* observada desde setembro do ano passado (-14% em relação ao pico). Já em 2025, os fundamentos permanecem sólidos, apesar dessa perda de *momentum*; (i) lidera em crescimento econômico globalmente (6,5%) e (ii) desfruta de estabilidade política interna e externa, com um primeiro-ministro que recuperou terreno nas eleições estaduais após sua terceira reeleição e uma posição privilegiada internacionalmente e longe dos principais riscos que englobam os mercados EM, principalmente com o retorno de Trump à presidência. Por outro lado, o mercado indiano mostrou duas coisas, que não estão necessariamente alinhadas entre si: i) ser um mercado defensivo em tempos de incerteza e ii) mostrar correlação positiva com o mercado acionário dos EUA e se comportar como um mercado mais desenvolvido do que emergente. Do ponto de vista econômico, o PMI de manufatura e serviços permanece em território expansionista e os preços desaceleraram (inflação de 5,2% ao ano em dezembro) pelo segundo mês consecutivo. Embora os preços dos alimentos estejam caindo, eles continuam a gerar pressões inflacionárias, embora se espere que a desaceleração continue. Assim, embora o mercado espere que o banco central comece a cortar as taxas em fevereiro, a depreciação da rúpia (1,1% até agora neste mês, apesar de não ser uma taxa de câmbio 100% flutuante) poderia pressionar a autoridade monetária a continuar mantendo a taxa de referência em 6,50%. Em relação ao mercado, as ações foram negociadas com valuations acima de sua média histórica, mas mais folgadas do que nos meses anteriores. Embora, no último mês, tenham sido observadas saídas líquidas do principal ETF em 4% do AUM, a projeção de crescimento dos lucros para esse ano de 2025 permanece

estável e na liderança da região. Em conjunto com dados econômicos sólidos, apesar da perda de *ímpeto* do mercado, mas em uma base defensiva e estruturalmente apoiada, **a decisão é manter o overweight em ações indianas.**

As ações **sul-coreanas**, além do ruído político no final de 2024, não conseguiram alavancar e capturar os fundamentos positivos, como a exposição ao setor de semicondutores e a implementação do programa *Value Up*, e, ao longo do ano, recuaram USD ~21%, acentuado por uma queda de 7,6% em dezembro devido à incerteza política doméstica e a um won que ficou sob pressão, depreciando-se ~5,5% em relação ao dólar no mesmo mês. Do ponto de vista político, o Tribunal Constitucional tem 180 dias para aceitar ou rejeitar o impeachment do Presidente Yoon em relação à imposição da Lei Marcial. Por outro lado, Yoon foi preso pelo mesmo motivo em 15 de janeiro, o primeiro presidente em exercício a ser detido para interrogatório, essa ação pode ser estendida por até 48 horas em primeira instância. Até a decisão do Tribunal Constitucional, o Ministro das Finanças Chaoi Sang-mok assumiu o cargo de presidente interino, após uma segunda destituição de seu antecessor interino, e o calendário político não está claro para o futuro. ~Embora a incerteza política permaneça, ela já estaria internalizada nos preços, aumentando a possibilidade de *alta* para as ações coreanas, que, em janeiro, o principal ETF subiu 6%. Portanto, voltando-se para o mercado, as valuations das ações parecem atraentes, mas, no último mês, foram observadas saídas líquidas do principal ETF (em ~10% AUM) e a projeção de crescimento dos lucros continua a ser corrigida para baixo nos últimos três meses deste ano (16,8%E). No lado macroeconômico, um cenário fraco permanece e o PMI industrial entrou em território contracionista em dezembro (49 pontos) e a confiança do consumidor foi afetada pelo ambiente político e caiu para 88 pontos (limite neutro de 100 pontos) durante o mesmo mês, impactando as perspectivas para o consumo privado. Embora as exportações tenham acelerado em dezembro e sustentado o crescimento econômico em 2024, o apoio para este ano pode ser pressionado por um governo mais fraco para lidar com possíveis tarifas de Trump. Por outro lado, os preços aceleraram para 1,9% a/a em dezembro, mas ainda abaixo da meta do banco central. No entanto, a autoridade monetária sinalizou que os cortes nas taxas de juros podem ser acelerados, se necessário, para apoiar a economia, e o mercado espera um corte nas taxas pelo menos uma vez no primeiro trimestre, ou seja, na reunião de janeiro ou fevereiro, apesar do ganho mais fraco. Embora o mercado e o contexto econômico não estejam claros, com desaceleração econômica e incerteza política, os preços já estão internalizando um cenário muito negativo, por isso **foi decidido neutralizar as ações sul-coreanas de underweight**, dadas suas valuations atraentes, o possível *upside* e a realização de lucro com a posição vendida.

Em 2024, as ações **taiwanesas** estavam entre as de *melhor desempenho* na Ásia EM, com retorno de USD 15%, impulsionadas pela inteligência artificial (IA), semicondutores e, especialmente, pela Taiwan Semiconductor (TSMC), que pesa ~53% do índice MSCI. Em dezembro, a TSMC atingiu um novo recorde, enquanto o índice taiwanês subiu 2,3% (em USD). Para este ano, a perspectiva para IA continuará a ser favorável, já que as vendas do quarto trimestre de 2024 da TSMC surpreenderam positivamente com um crescimento de receita de 39%, sinalizando que o investimento em IA continuará em 2025. Do lado macro, mas na mesma linha, as exportações de dezembro cresceram 9,2% a/a, impulsionadas por produtos do setor de tecnologia. No entanto, essas exportações atingiram um novo recorde no superávit com os EUA, o que destaca o risco de uma eventual imposição de tarifas e novas restrições por parte de Trump ao setor de semicondutores. Por outro lado, o PMI industrial melhorou e se estabilizou em território expansionista com maior força em dezembro (52,7 pontos), enquanto os preços permaneceram em 2,1% a/a no mesmo mês, embora a projeção da política monetária para o país não esteja clara. O banco central destacou as pressões inflacionárias e a incerteza global como fatores relevantes para a decisão de política monetária, de modo que os participantes do mercado esperam que na próxima reunião, em março, a taxa de referência permaneça em 2%. Do lado do mercado, as ações estão sendo negociadas com valuations caras de P/E, enquanto foram observadas saídas líquidas do principal ETF do

país, de 1% do AUM, no último mês, mostrando alguma perda de *impulso* do fluxo nos últimos dois meses. Além disso, a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para cima para este ano no último mês (~17%). Entretanto, essa projeção cai para -7% sem o setor de TI, destacando o risco de concentração. Na frente geopolítica, a incerteza doméstica, os riscos com a China e a dependência da defesa em relação aos EUA permanecem. Assim, dadas as valuations ajustadas, os fluxos de saída, os dados econômicos mistos, mas o sólido apoio do setor de semicondutores à economia e ao mercado de ações, **decidimos manter uma posição neutra nas ações de Taiwan.**

A Indonésia é oficialmente um membro do BRICS e espera-se que isso impulse as exportações e os investimentos com os outros países do bloco e, conseqüentemente, o crescimento econômico, que o mercado espera que seja de aproximadamente 5,0% este ano. Do ponto de vista macroeconômico, o PMI industrial de dezembro melhorou e entrou em território expansionista pela primeira vez desde junho do ano passado. Enquanto isso, a inflação de dezembro permaneceu em 1,6% a/a, e o banco central decidiu, surpreendentemente, cortar a taxa em 25 pontos-base, para 5,75%, na reunião de janeiro. A autoridade observou que a decisão está de acordo com o fato de a inflação permanecer sob controle dentro do intervalo da meta (1,5% a 3,5%) e ajudará a impulsionar o crescimento econômico. No futuro, a autoridade continuará a monitorar a inflação, a taxa de câmbio e o crescimento econômico para decisões futuras. Do lado do mercado, em 2024, as ações indonésias caíram USD ~12%, enquanto no início deste ano continuam a cair ~1% (em USD). Assim, as ações são negociadas com valuations atraentes em sua relação P/E *fwd.*, embora sejam observadas saídas tanto do principal ETF do país quanto dos ETFs como um todo em todos os termos e a projeção de crescimento dos lucros seja corrigida para baixo durante o último mês, além de ser a projeção mais baixa da região e marcar uma desaceleração dos lucros de 2024 a 2025. No contexto em que o mercado não consegue puxar os fluxos de saída, a projeção de lucros é corrigida para baixo, decide-se **manter o *underweight* em ações indonésias.** Por outro lado, as ações **tailandesas** em 2024 caíram ~4,5% em USD, mas desde a alta em outubro de 2024, as ações caíram ~13% (em USD), enquanto até agora, em janeiro, as ações continuam a cair (~2,5% em USD) com a depreciação do Baht em ~1,1% em relação ao USD. Do ponto de vista macroeconômico, o PMI do setor manufatureiro atingiu um recorde de 51,4 pontos em quatro meses. Com relação ao turismo, sua recuperação mostra sinais de aceleração, e o setor sinaliza que as políticas estão começando a surtir efeito. Por outro lado, a inflação atingiu o intervalo da meta do banco central pela primeira vez em sete meses em dezembro (1,2% a/a) e espera-se que termine 2025 em 1,1%. Por sua vez, a taxa de referência permanece em 2,25%, destacando no comunicado oficial a incerteza global. Do lado do mercado, as valuations continuam atraentes, mas os fluxos perdem dinamismo durante o último mês e a projeção de crescimento dos lucros é corrigida para baixo, para 15,6% neste ano. Assim, dadas as valuations atraentes, a melhoria dos dados econômicos, mas as saídas líquidas e os lucros corrigidos para baixo, decidimos **manter as ações tailandesas neutras.**

EMEA

Decide-se manter o *underweight* em ações da região no caso de um portfólio emergente.

As ações **sul-africanas** fecharam 2024 com alta de 3,8% (em USD), impulsionadas pela coalizão nacional após as eleições. No entanto, esse otimismo perdeu *força* e, em dezembro, as ações caíram 5,6% em dólares, mas desde a alta do ano em setembro recuaram ~17%, perto de um *mercado em baixa* e um ZAR que se desvalorizou 4,2% em dezembro. Isso é pressionado principalmente pelas diferenças no governo de coalizão. Mais recentemente, o presidente Ramaphosa assinou o projeto de lei educacional BELA, que mais uma vez ameaça essa aliança, dadas as diferenças de

posição entre os partidos. Por outro lado, uma usina siderúrgica foi fechada, destacando a falta de apoio do governo e prejudicando as perspectivas para o futuro, pois há o risco de mais fechamentos devido a condições semelhantes. Do lado econômico, o PMI industrial caiu abaixo do nível neutro (50 pontos) em dezembro e a inflação acelerou ligeiramente para 2,9% a/a em novembro, embora se espere que permaneça no intervalo da meta do BC (entre 3 e 6%). Assim, o mercado está inclinado a um corte de 25 bps. na taxa na reunião de janeiro da autoridade monetária, para 7,5%. Do lado do mercado, as valuations parecem apertadas, no entanto, no último mês, foram observadas entradas líquidas no principal ETF do país, de 21% do AUM, e as projeções de crescimento dos lucros foram corrigidas para cima. Contra o pano de fundo de uma política doméstica que parece estar começando a se fragmentar, valuations ajustadas, mas entradas e lucros que estão se corrigindo para cima, a **decisão é de permanecer neutro em relação às ações sul-africanas.**

O banco central **da Turquia** iniciou os cortes nas taxas em dezembro e reduziu as taxas em 250 pontos-base para 47,50%, uma vez que a inflação *global* (44,4% a/a em dezembro) e a inflação básica (45,3% a/a) continuam a desacelerar. Entretanto, os comentários do presidente Erdogan geraram ruído, pois ele indicou que a taxa de referência continuaria a cair este ano, preocupando o mercado quanto à independência do banco central. Por outro lado, a autoridade anunciou um aumento de 30% no salário mínimo até 2025, mantendo as preocupações sobre as pressões inflacionárias e o desvio da meta anti-inflação. Enquanto isso, o PMI melhorou pelo quarto mês consecutivo, atingindo 49,1 pontos em dezembro. Em relação ao mercado, as ações turcas avançaram 0,7% em dezembro e fecharam o ano com um retorno de 12,5% (em dólares), superando o desempenho de seus pares da EMEA e dos mercados emergentes. Isso fez com que as valuations fossem negociadas de forma apertada em relação à sua média histórica, enquanto a projeção de crescimento dos lucros foi corrigida para cima no último mês, apesar das saídas líquidas do principal ETF do país. Em um cenário de melhoria dos dados econômicos e dos lucros, mas com o risco de redução da independência do banco central e de saídas de capital, **permanecemos neutros ações turcas.**

Por fim, **a Arábia Saudita** é uma economia dependente do petróleo. Assim, permanece a cautela em relação ao financiamento de projetos no âmbito do plano de diversificação econômica "Visão 2030", derivado das receitas fiscais do petróleo. A produção e as exportações de petróleo continuam a ser deprimidas pelos cortes de produção e pela volatilidade dos preços *das commodities*. Por outro lado, novos cortes do Fed prejudicariam as perspectivas de recuperação do crédito, já que o banco central saudita está alinhado com a decisão de política monetária do Fed de atrelar a taxa de câmbio. Por outro lado, o PMI industrial permanece em território expansionista (58,4 pontos) em dezembro, mas o setor de petróleo continua a prevalecer na economia. No lado das ações, as ações recuaram USD 1,8% em 2024, pressionadas pela volatilidade dos preços do petróleo. Embora em dezembro as ações tenham se corrigido para cima (2,9% em USD) e as valuations pareçam atraentes, foram observadas saídas líquidas dos ETFs como um todo no último mês e a projeção de crescimento dos lucros para este ano foi corrigida para baixo. Diante do cenário de uma economia dependente do petróleo, da deterioração das perspectivas econômicas e dos preços do petróleo e dos fluxos de saída, **as ações sauditas permanecem *underweight*.**

RENDA FIXA

US TREASURIES: OW é adotado para *treasuries* de 2 anos, neutro para os de 10 anos e um **UW** para os de 30 anos. **O UW em TIPS é mantido.**

Em sua última reunião do ano, o Fed surpreendeu o mercado mais uma vez e, embora tenha reduzido a taxa de referência em 25 bps, acumulando 100 bps de cortes em 2024, o comitê alertou sobre um ajuste mais gradual da política monetária daqui para frente, dada a incerteza gerada pelas políticas de Trump na economia. Assim, o Fed ajustou suas projeções e o *dotplot* passou de uma estimativa de quatro cortes de 25 bps em 2025 para apenas dois. Ao mesmo tempo, revisou para cima o crescimento do PCE e as expectativas de inflação para este ano e para o próximo, de modo que a economia dos EUA permaneça resiliente e a inflação desafiadora na última milha. Dado o tom *hawkish* do Fed, o mercado ajustou consideravelmente suas expectativas de política monetária e atualmente estima entre 1 ou 2 cortes de 25 bps durante o segundo semestre deste ano, incorporando um cenário em que os futuros cortes seriam graduais e as taxas permaneceriam em níveis elevados por mais tempo, ao mesmo tempo em que aumentaria a probabilidade de uma pausa no ciclo de aperto monetário.

Com relação aos dados econômicos, a economia dos EUA continua a mostrar sinais de força e o atual cenário de *soft landing* pode evoluir para um cenário de *no landing* diante do impulso político de Trump. A atividade econômica continua forte e as vendas no varejo continuam a se recuperar, mostrando sinais de um consumo resiliente. Enquanto isso, as estimativas de crescimento do PIB para este ano foram corrigidas para cima e tanto o Fed quanto o mercado esperam um crescimento de 2,1%, ainda acima da tendência de crescimento. Quanto ao mercado de trabalho, em dezembro, a criação de empregos novamente superou as expectativas e atingiu seu nível mais alto desde março, a taxa de desemprego diminuiu para 4,1% e os salários se moderaram para 3,9% ao ano, ajudando a aliviar as pressões inflacionárias. Do lado da inflação, a inflação se ajustou para cima nos últimos meses, impulsionada principalmente por efeitos de base, e o registro de dezembro atingiu 2,9% a.a., em linha com as expectativas, enquanto o núcleo da inflação mostrou sinais positivos ao desacelerar para 3,2%. Assim, a inflação termina 2024 acima da meta de 2% e a última milha da inflação continua desafiadora.

Assim, no ambiente de força econômica nos EUA e de menos cortes por parte do Fed, no mês passado observamos novo *sell off* de bonds do tesouro dos EUA, novamente incorporando um ambiente de taxas "*higher for longer*", de modo que, após a reunião do Fed, tanto a renda fixa quanto as ações apresentaram retornos negativos. Os aumentos das taxas se concentraram na extremidade longa da curva, gerando uma *inclinação para baixo*, a taxa do tesouro de 2 anos aumentou para 4,26% e a taxa de 10 anos voltou a 4,67%.

Do lado da volatilidade, o índice MOVE - que mede a volatilidade implícita na curva de rendimentos dos títulos do Tesouro - subiu novamente após a reunião do Fed e atingiu 103 pontos, impulsionado por um novo *sell off* na parte longa da curva. Enquanto isso, os *breakevens* dos títulos do Tesouro de 5 e 10 anos, que representam as expectativas de inflação, foram ajustados para cima no mês passado, atingindo 2,53% e 2,42%, respectivamente, internalizando as maiores preocupações do Fed sobre a convergência inflacionária diante das políticas do governo Trump.

Com base no exposto, nesse ambiente de taxas mais altas por mais tempo e dados econômicos sólidos nos EUA, e tendo em vista a mudança de tom do Fed em direção a um aperto monetário mais lento, é mantida uma duração ligeiramente curta em relação ao *benchmark*. Nos títulos do tesouro, é adotada uma *OW* para os títulos de 2 anos, a neutralidade é mantida para os títulos de 10 anos e uma *UW* é adotada para os títulos de 30 anos, mantendo-se a preferência pela ponta curta da curva, em vista da forte pressão de alta na ponta longa, que é vulnerável à alta volatilidade. O *UW* em TIPS é mantido na expectativa de uma moderação nas expectativas de inflação

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Neutro mantido

No lado do *Investment Grade*, 2025 começa e a divergência econômica entre os países desenvolvidos se intensifica. Enquanto isso, os EUA estão se preparando para um segundo mandato de Trump com uma economia que continuará a crescer acima da tendência, o mercado de trabalho está mostrando sinais de resiliência novamente e a inflação permanece acima da meta e pode ser pressionada pelo impacto inflacionário do plano tarifário de Trump. Em contrapartida, na Europa, as principais potências da região, França e Alemanha, estão enfrentando problemas políticos internos, desencadeando uma crise de liderança na zona do euro. Assim, desde o último trimestre de 2024, observamos uma deterioração nas perspectivas econômicas e o crescimento na região foi revisado para baixo de 1,4% para 1% para 2025, diante das novas ameaças impostas pelo plano tarifário do governo Trump. Do lado da inflação, os riscos de alta da inflação são limitados e, embora o efeito da base de comparação nos preços da energia esteja desaparecendo, gerando um aumento nos preços da energia nos últimos meses, a demanda fraca deixa pouco espaço para as empresas aumentarem os preços e espera-se que a inflação convirja para a meta de 2% no segundo semestre do ano. Assim, na última reunião do ano, o Fed dos EUA e o Banco Central Europeu finalmente parecem tomar caminhos diferentes após manterem suas políticas monetárias relativamente alinhadas ao longo de 2024. O Fed retoma o discurso *hawkish* e, em vista da força econômica, modera seu ciclo de corte de taxas, estimando apenas 2 cortes de 25 bps, enquanto na Europa o BCE mantém a abordagem de aperto gradual e são esperados 4 cortes de taxas em 2025, o que manteria o euro sob pressão durante o ano.

Quanto ao *investment grade*, em dezembro, a classe de ativos teve um desempenho de -1,3%, explicado por uma combinação de spreads crescentes e aumentos da taxa básica de juros. Por outro lado, a classe de ativos ainda mantém certa atratividade de uma perspectiva de risco-retorno, com um *yield* de 5% e uma qualidade de crédito mais alta em relação a outros ativos. Entretanto, em termos de valorizações, apesar de algumas correções que observamos no mês passado, elas ainda parecem pouco atraentes e com espaço para maior ampliação do *spread*, especialmente na Europa, onde as perspectivas econômicas parecem mais adversas. Como resultado, **permanecemos neutros em relação ao *investment grade global***

GLOBAL HIGH YIELD: Neutro mantido

Quanto ao *high yield*, após um excelente ano de 2024, em que a classe de ativos *superou* todos os outros ativos de renda fixa, tanto na dívida de mercados desenvolvidos quanto na de mercados emergentes, em 2025 a classe de ativos continua atraente nesse ambiente de taxas altas e força econômica. Faltando poucos dias para o início do segundo governo Trump, a volatilidade começou a aumentar, especialmente na ponta longa da curva, de modo que a duração mais curta do *high yield* o protege do *sell off* dos bonds do Tesouro. Por outro lado, nos dados econômicos mais recentes, a atividade econômica continua forte, enquanto o mercado de trabalho continua resistente ao aperto monetário e a criação de empregos surpreende positivamente, de modo que o *soft landing* da economia dos EUA continua a ser adiada e a probabilidade de *no landing*, o que dá suporte aos baixos níveis de *spread*.

Em dezembro, observamos um *sell off* de *Treasuries* dos EUA, empurrando as taxas para cima, e o *high yield* permaneceu mais defensivo do que outros ativos de renda fixa e caiu -0,2% durante o mês. Por outro lado, embora a classe de ativos ainda ofereça um alto *rendimento* de 7,3%, os atuais níveis baixos de *spreads* não nos parecem ser um ponto de entrada

atraente, portanto, continuamos cautelosos diante da incerteza dos primeiros dias da administração Trump, onde poderemos ver algumas correções. Com base no exposto, **permanecemos neutros em relação ao Global HY.**

DÍVIDA EMERGENTE: posição *UW* em dívida soberana, posição *OW* em bonds corporativos *HY* e *IG* e neutra em mercados locais

Com relação à dívida emergente, em 2024 houve uma forte correlação entre as taxas do Tesouro dos EUA e as taxas dos mercados emergentes. Durante o ano, observamos alta volatilidade, com os *treasuries* de 10 anos se movimentando em uma faixa de 3,6% a 4,7%, e os ativos de renda fixa emergentes acompanhando os movimentos das taxas dos EUA. Entretanto, apesar dessa alta correlação entre as taxas nas diferentes regiões, a dívida emergente encerrou o ano passado com um desempenho superior em relação à dívida desenvolvida, tanto no lado soberano quanto no corporativo.

Com relação à dívida soberana emergente, a classe de ativos acumulou um desempenho de 6,5% (em USD) em 2024, superando a dívida soberana desenvolvida. Entretanto, apesar do bom desempenho no ano anterior, o cenário para 2025 se torna mais desafiador. Após a reunião de dezembro do Fed, o discurso se tornou muito mais *hawkish*, o que se refletiu nas projeções de corte deste ano, que foram corrigidas para baixo para apenas dois cortes esperados em 2025. No ambiente volátil atual, a qualidade de crédito mais baixa da classe de ativos a torna mais vulnerável a correções de *spread*, principalmente devido à incerteza econômica e política gerada pelo novo governo Trump, de modo que a preferência pela dívida corporativa emergente em relação à soberana é mantida. Nessa linha, decidimos assumir uma posição *UW* (de neutra) em dívida soberana emergente.

No lado da dívida corporativa emergente, o overweight a títulos corporativos de *investment grade* é mantido. A qualidade de crédito mais alta da classe de ativos oferece maior proteção contra a volatilidade e a incerteza atuais, ao mesmo tempo em que mantém *rendimentos* atraentes, fechando 2024 com um rendimento de 5%. Além disso, a classe de ativos tem uma duração na parte intermediária da curva, o que proporciona maior proteção contra a volatilidade das taxas longas do último mês. Por outro lado, apesar da moderação do Fed em seu ciclo de aperto, espera-se que os bancos centrais dos países emergentes continuem, ainda que de forma mais moderada, com o aperto monetário, o que abre espaço para um bom desempenho da queda das taxas nos mercados emergentes.

Quanto ao *High Yield*, em 2024, ele consolidou sua posição como a classe de ativos de renda fixa com melhor desempenho, acumulando um rendimento de 11,7% e mantendo um *desempenho superior* em relação ao *High Yield* desenvolvido. Além disso, a dívida de risco de crédito emergente continua a oferecer um alto *rendimento* de 8,2%. Os *spreads* acompanharam os movimentos do restante dos instrumentos de renda fixa, comprimindo-se para valores próximos aos mínimos de cinco anos, dada a força da economia dos EUA e as expectativas geradas em torno das políticas de desregulamentação que Trump poderia implementar. Ao mesmo tempo, apesar do aumento das expectativas de *inadimplência* para o final de 2024 (3,6%), as estimativas mostram que elas diminuiriam até 2025, chegando a 2,7%. Assim, o overweight em dívida emergente *High Yield* é mantido.

No lado dos *mercados locais*, as moedas emergentes fecharam o ano de 2024 negativas em relação a um dólar forte, tanto por causa da vitória eleitoral de Trump quanto pela força da economia dos EUA. O DXY subiu 7% durante o ano passado e deve permanecer forte pelo menos durante a primeira parte do ano devido à incerteza gerada pela chegada de Donald Trump à Casa Branca e ao efeito inflacionário que suas políticas podem trazer. Além disso, o Fed está ajustando

sua perspectiva, reduzindo o número de cortes até 2025, o que, somado ao que foi dito acima, geraria uma perda de valor nas moedas emergentes.

De acordo com o acima exposto, **é adotada uma posição UW em dívida soberana, neutra em mercados locais e OW em títulos corporativos HY e IG.**

Exposição a moedas | Janeiro de 2025

Moedas	Bench.	Dez	Nov	OW/UW		Câmbio	
USD	57,5%	57,2%	58,1%	OW	0,6%	0,9%	+
EUR	7,5%	7,3%	6,8%	UW	-0,7%	-0,5%	-
GBP	1,5%	1,6%	1,0%	UW	-0,5%	-0,5%	-
JPY	2,5%	2,1%	2,6%	OW	0,1%	0,5%	+
GEMs	31,0%	31,9%	31,5%	OW	0,5%	-0,4%	-
	100,0%	100,0%	100,0%				

O resultado da alocação da 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 globais do TAACo | Dezembro 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%	52%	2%	-1,8%	-0,89%	-1,0%	-0,1	-5,3
Renta Fija	50%	48%	-2%	-1,6%	-0,82%	-0,8%	-0,1	0,9
Caja	0%	0%	0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0	0,0
Oro	0%	0%	0%	-1,6%	0,0%	0,0%	0,0	0,0
Cobertura						0,0%	-2,3	
Portfólio					-1,71%	-1,8%	-2,5	-4,4
Desempenho superior / desempenho inferior (bps)								
Europa, exceto Reino Unido	14,0%	13,0%	-1,0%	-2,4%	-0,33%	-0,31%	0,6	
Europa Small Cap ex Reino L	1,0%	1,0%	0,0%	-1,9%	-0,02%	-0,02%	0,0	
REINO UNIDO	3,0%	3,0%	0,0%	-2,8%	-0,08%	-0,08%	0,0	
Crescimento de grandes cap	17,0%	17,0%	0,0%	2,2%	0,38%	0,38%	0,0	
Valor Large Cap dos EUA	15,0%	16,0%	1,0%	-6,9%	-1,03%	-1,10%	-5,1	
Pequenas empresas dos EUA	4,0%	4,0%	0,0%	-7,8%	-0,31%	-0,31%	0,0	
Japão	5,0%	4,0%	-1,0%	-0,4%	-0,02%	-0,02%	-1,3	
Desarrollados	59,0%	58,0%	-1,0%	-2,4%	-1,42%	-1,46%	-5,8	
América Latina	5,0%	6,0%	1,0%	-6,1%	-0,31%	-0,37%	-4,3	
LatAm Small Cap	1,0%	1,0%	0,0%	-7,7%	-0,08%	-0,08%	0,0	
China	10,0%	10,0%	0,0%	2,7%	0,27%	0,27%	0,0	
EM Ásia ex China	20,0%	20,0%	0,0%	-1,0%	-0,20%	-0,20%	0,0	
EM Ásia Small Cap	5,0%	5,0%	0,0%	-0,7%	-0,04%	-0,04%	0,0	
Emergentes	41,0%	42,0%	1,0%	-0,9%	-0,35%	-0,41%	-4,3	
Ações					-1,77%	-1,87%	-10,2	
Títulos do Tesouro 2Y	5,9%	5,9%	0,0%	0,2%	0,01%	0,01%	0,0	
Títulos do Tesouro 10Y	12,4%	12,4%	0,0%	-2,7%	-0,33%	-0,33%	0,0	
Títulos do Tesouro 30Y	7,2%	7,2%	0,0%	-6,2%	-0,45%	-0,45%	0,0	
Dicas dos EUA	2,8%	0,8%	-2,0%	-1,6%	-0,04%	-0,01%	-0,1	
IG corporativo global	27,5%	27,5%	0,0%	-2,0%	-0,54%	-0,54%	0,0	
HY corporativo global	4,3%	4,3%	0,0%	-0,6%	-0,03%	-0,03%	0,0	
Deuda Desarrollados	60,1%	58,1%	-2,0%	-2,3%	-1,38%	-1,35%	-0,1	
EMBI	10,8%	10,8%	0,0%	-1,4%	-0,15%	-0,15%	0,0	
EM Corporativo IG	3,3%	4,3%	1,0%	-0,9%	-0,03%	-0,04%	0,8	
EM Corporativo HY	4,8%	5,8%	1,0%	-0,4%	-0,02%	-0,02%	1,3	
Mercados locais EM	21,0%	21,0%	0,0%	-0,3%	-0,07%	-0,07%	0,0	
Emergência	39,9%	41,9%	2,0%	-0,7%	-0,26%	-0,28%	2,0	
Renda fixa					-1,65%	-1,63%	1,9	

*Anualizado ** Desde

Dados em 31 de dezembro de 2024

Em dezembro, optou-se por um OW em ações (52%), financiado por uma UW em títulos (48%), deixando a carteira sem caixa. Em 31 de dezembro, o portfólio teve uma perda mensal de 1,8%, mostrando um leve *desempenho inferior* ao *benchmark* (-1,7%).

Durante o mês, a *atribuição de performance*, (i) a **alocação de ativos** subtraiu valor, uma vez que as ações caíram mais do que a renda fixa (ii) a **seleção de ativos** foi negativa: a posição vendida na Europa gerou ganhos, mas a posição comprada na América Latina, US Large Cap Value e a posição vendida no Japão detraíram. Em bonds, os títulos corporativos emergentes comprados foram contribuidores.

Desempenho histórico

TAACo Global	Desempenho						Desde o início**	Volatilidade 5 anos*
	1 mes	3 meses	1 ano	3 anos*	5 anos*	10 anos*		
TAACo	-1,8%	-4,2%	5,8%	0,4%	3,1%	4,1%	5,0%	10,4%
Benchmark	-1,7%	-4,2%	6,3%	-0,4%	2,4%	3,4%	3,8%	10,2%
Perf. inferior/superior (bps)	-7	-5	-46	84	66	66	125	
Ações	-1,9%	-4,9%	10,5%	1,3%	5,4%	5,4%	3,9%	15,2%
Benchmark	-1,8%	-4,8%	10,9%	1,2%	5,3%	5,4%	3,5%	15,1%
Europe ex UK	-2,4%	-10,8%	-2,1%	-2,3%	3,0%	3,2%	2,7%	19,9%
Europe Small Cap ex UK	-1,9%	-11,3%	-5,9%	-7,9%	1,4%	4,5%	6,5%	24,0%
UK	-2,8%	-6,8%	7,5%	5,3%	4,5%	3,9%	4,5%	19,5%
US Large Cap Growth	2,2%	8,5%	37,2%	11,0%	20,2%	17,2%	--	21,6%
US Large Cap Value	-6,9%	-3,4%	13,7%	5,1%	7,8%	7,8%	--	17,1%
US Small Caps	-7,8%	0,8%	11,6%	2,7%	8,9%	8,7%	9,2%	24,4%
Japão	-0,4%	-3,7%	6,3%	0,7%	2,7%	4,2%	2,0%	16,0%
Desenvolvidos	-2,6%	-0,2%	18,7%	6,3%	11,2%	9,9%	7,1%	18,4%
América Latina	-6,1%	-15,8%	-26,4%	2,1%	-3,4%	0,4%	6,6%	30,4%
LatAm Small Cap	-7,7%	-17,4%	-32,0%	-6,1%	-10,0%	-3,6%	4,6%	33,2%
China	2,7%	-7,7%	19,4%	-6,1%	-3,4%	1,9%	7,3%	28,0%
EM Asia ex China	-1,0%	-8,0%	8,5%	1,5%	8,2%	7,2%	--	20,1%
EM Asia Small Cap	-0,7%	-7,3%	7,2%	1,9%	11,0%	6,7%	9,2%	19,6%
EM Europe and Middle East	0,8%	-4,3%	1,7%	-9,5%	-5,3%	-2,8%	2,2%	19,7%
Emergentes	-0,1%	-8,0%	7,5%	-2,0%	1,5%	3,7%	7,7%	18,4%
Renda Fixa	-1,6%	-3,5%	1,8%	-1,9%	-0,5%	1,5%	4,1%	6,5%
Benchmark	-1,6%	-3,6%	1,8%	-2,2%	-0,8%	1,2%	3,5%	6,5%
Treasuries 2Y	0,2%	-0,2%	3,7%	0,9%	1,1%	1,2%	2,2%	2,0%
Treasuries 10Y	-2,7%	-5,2%	-1,7%	-5,4%	-2,1%	0,1%	3,3%	8,4%
Treasuries 30Y	-6,2%	-9,5%	-8,0%	-14,7%	-6,9%	-1,7%	3,8%	16,6%
TIPS dos EUA	-1,6%	-2,9%	1,8%	-2,3%	1,9%	2,2%	4,3%	6,3%
Global Corporate IG	-2,0%	-4,0%	1,1%	-2,6%	-0,2%	1,6%	4,2%	9,2%
Global Corporate HY	-0,6%	-1,1%	7,2%	2,1%	3,2%	4,4%	6,8%	10,0%
Divida desenvolvidos [1]	-2,3%	-4,3%	0,0%	-3,4%	-1,0%			
EMBI	-1,4%	-1,9%	6,5%	-0,9%	0,1%	3,1%	6,8%	11,6%
EM Corporativo IG	-0,9%	-1,6%	4,9%	-1,1%	0,8%	2,8%	--	6,6%
EM Corporativo HY	-0,4%	-0,1%	11,5%	1,1%	1,6%	5,0%	--	10,7%
Mercados locais EM	-0,3%	-3,5%	1,5%	-0,1%	-0,5%	1,1%	--	9,4%
Divida emergentes [1]	-0,7%	-2,4%	4,3%	-0,3%	0,1%			
Caixa	0,4%	1,2%	5,3%	4,0%	2,5%	1,7%	1,6%	0,7%
Ouro	-1,6%	-0,8%	25,5%	13,0%	11,5%	8,0%	10,2%	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 se concretizarão. 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.