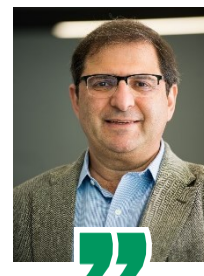




CARTA MENSAL

#dezembro/2024



Gilberto Kfour Jr.
CIO BNP Paribas Asset Management Brasil

“De fato, os dados macroeconômicos dos EUA apontam para uma economia muito forte, com crescimento puxado por um mercado de trabalho robusto e alta produtividade. Enquanto isso a inflação tem cedido lentamente, de forma não-monotônica. Essa dinâmica inflacionária mais persistente que o esperado levou o Fed a adotar uma postura mais cautelosa em relação ao ciclo de corte de juros, que acreditamos estar próximo do fim. (...)Vindo para o Brasil, encerramos o ano de 2024 com os ativos financeiros em níveis bastante estressados, refletindo a deterioração do risco fiscal e a possibilidade de o país ingressar em um regime de dominância fiscal, ainda que não seja o cenário base. Nossa taxa de câmbio fechou o ano em 6,18 reais, registrando uma depreciação de mais de 20% ao longo de 2024, um dos piores desempenhos entre as moedas de países Emergentes.”

ECONOMIA INTERNACIONAL

Entramos no ano de 2025 com uma perspectiva desafiadora para o cenário global. Os holofotes do mercado internacional permanecem nos EUA, sobretudo em relação às políticas que serão adotadas por Donald Trump e ao descasamento da política monetária americana em relação aos países pares, como Zona do Euro e China. Esperamos uma resiliência do dólar no mundo diante desse cenário, além de uma sustentação das taxas de juros americanas.

De fato, os dados macroeconômicos dos EUA apontam para uma economia muito forte, com crescimento puxado por um mercado de trabalho robusto e alta produtividade. Enquanto isso a inflação tem cedido lentamente, de forma não-monotônica. Essa dinâmica inflacionária mais persistente que o esperado levou o *Federal Reserve* (Fed, sigla em inglês para Reserva Federal dos Estados Unidos) a adotar uma postura mais cautelosa em relação ao ciclo de corte de juros, que acreditamos estar próximo do fim. Na última reunião do *Federal Open Market Committee* (FOMC, sigla em inglês para Comitê Federal de Mercado Aberto), a mediana da projeção de juros dos membros do comitê indicava somente dois cortes de juros para 2025 e Powell sinalizou uma manutenção de juros na próxima reunião. Adicionalmente, esperamos uma inflação mais pressionada ao longo do primeiro trimestre, o que pode levar o Fed a uma pausa mais prolongada do ciclo de cortes, não apenas um “pulo” de uma reunião.

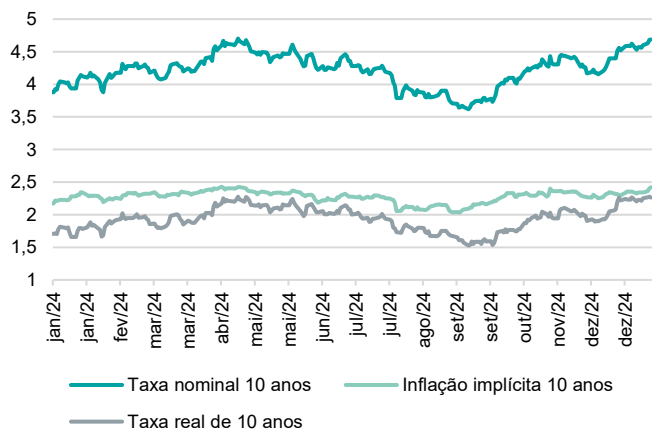
Além dos dados de curto prazo, o Fed se preocupa com o risco inflacionário de médio prazo, divulgado em suas projeções, apontando assimetria altista para 2025 e 2026. Este risco deriva, em grande parte, da possibilidade de execução das políticas anunciadas por Trump ao longo da campanha e que têm alto potencial inflacionário, sobretudo no que diz respeito às restrições à imigração e à adoção de tarifas de importação. Essa perspectiva tem pressionado a elevação do prêmio a termo de títulos longos americanos, contribuindo para o aumento da taxa nominal de 10 anos, que, por sua vez, subiu cerca de 100 bps desde setembro de 2024.

“Caso o Trump prossiga com a adoção de tarifas, veremos um impacto negativo sobre a economia de países como a Zona do Euro e China, especialmente se houver retaliação por parte destes, gerando guerras comerciais.”



Gráfico 01

Decomposição taxa de juros de 10 anos americana (%)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 8 de janeiro de 2025.

Em relação à possível imposição de tarifas e importação, é cedo para sabermos os eventuais desdobramentos. No entanto, os objetivos de Trump são claros: 1) defender a indústria doméstica, incentivando a produção e o emprego; 2) negociar concessões de outros países, como a redução de imigração ilegal, redução do tráfico de drogas e forçar acordos comerciais em setores estratégicos; e 3) elevar a arrecadação do governo e possivelmente amortecer o impacto dos cortes de impostos sobre a dívida. Caso Trump prossiga com a adoção de tarifas, veremos um impacto negativo sobre a economia de países como a Zona do Euro e China, especialmente se houver retaliação por parte destes, gerando guerras comerciais.

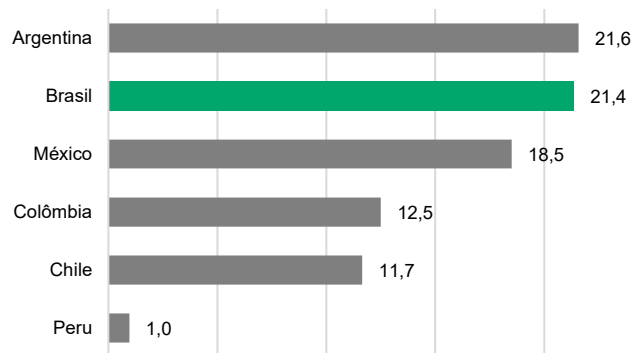
Do lado da Zona do Euro, já é esperado um crescimento econômico anêmico neste ano e, por isso, um afrouxamento adicional da política monetária. Em um cenário de guerra comercial contra os Estados Unidos e incerteza elevada, o aperto de condições financeiras deve prejudicar ainda mais o crescimento da região. Do lado da China, a expectativa é continuidade da desaceleração do crescimento, refletindo a demanda doméstica fraca e o setor de imóveis ainda debilitado. O esforço do governo via estímulo monetário e fiscal compensará apenas parcialmente tais problemas estruturais da China e uma possível guerra comercial agravará o impacto sobre a atividade. Tudo isso contribui para a resiliência do dólar globalmente. Por outro lado, caso Trump opte por políticas menos agressivas em relação aos pares, haveria espaço para alguma melhora.

ECONOMIA BRASILEIRA

Vindo para o Brasil, encerramos o ano de 2024 com os ativos financeiros em níveis bastante estressados, refletindo a deterioração do risco fiscal e a possibilidade de o país ingressar em um regime de dominância fiscal, ainda que não seja o cenário base. Nossa taxa de câmbio fechou o ano em 6,18 reais, registrando uma depreciação de mais de 20% ao longo de 2024, um dos piores desempenhos entre as moedas de países Emergentes. Ao final do ano, os fluxos intensos de saída do dólar (em parte, sazonais) e uma restrição atípica de liquidez levaram a uma intervenção do Banco Central, que injetou mais de R\$ 32 bilhões no mercado por meio de leilões à vista e de linha. Como resultado, as reservas internacionais registraram uma queda de 9,2%, a maior desde 2005.

Gráfico 02

Moedas LATAM (% desvalorização em 2024)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 9 de janeiro de 2025.

Já é possível observar um repasse da depreciação cambial para os preços de bens e serviços domésticos e, ao longo desse ano, essa situação deve se agravar, levando a inflação a rodar acima do teto do intervalo de tolerância da meta de inflação. Segundo as nossas projeções, a inflação de 2025 deve encerrar o ano em 5,6% somando-se ao impacto da depreciação cambial, uma inflação elevada de alimentos (choque de carnes), uma persistência de inflação de serviços diante do superaquecimento da demanda e expectativas de inflação desancoradas.

A escalada da inflação exige uma resposta dura do Banco Central em relação à determinação da taxa de juros. Em janeiro de 2024, estávamos em meio a um ciclo de corte de juros, com o Banco

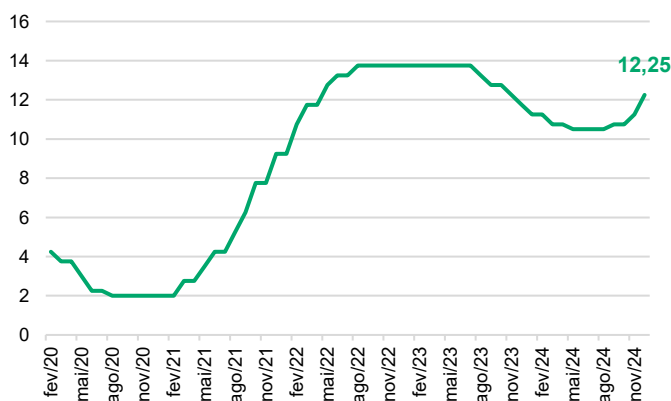


“Já é possível observar um repasse da depreciação cambial para os preços de bens e serviços domésticos e, ao longo desse ano, essa situação deve se agravar, levando a inflação a rodar acima do teto do intervalo de tolerância da meta de inflação.”

Central reduzindo a taxa Selic para 11,25% e com o mercado precipitando o alcance de uma taxa de um dígito à frente. Agora, em janeiro de 2025 estamos imersos em um ciclo de alta de juros, com uma Selic de 12,25% e perspectiva de alcançar o maior patamar dos últimos 20 anos (próximo de 15%), mas com alto grau de incerteza diante de um cenário tão volátil.

Gráfico 03

Taxa Selic (%)



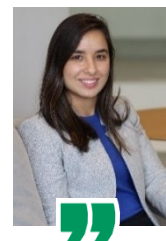
Fonte: Banco Central. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 31 de dezembro de 2024.

O aperto monetário vem como contraponto à política fiscal mais frouxa nessa primeira metade de governo Lula. No ano passado vivemos diversos episódios que minaram a credibilidade fiscal e culminaram no estresse atual dos nossos ativos. Iniciamos o ano de 2024 com um impulso fiscal muito forte gerado pelo pagamento de precatórios e reajuste real do salário mínimo, indexador de diversas despesas obrigatórias do governo. O governo alterou as metas de primário para os anos subsequentes, embora tenha mantido a meta de 2024, mirando o cumprimento do seu piso. O orçamento era uma peça de ficção, com gastos subestimados (especialmente a previdência) e receitas superestimadas (como as geradas por processos julgados no CARF e por concessões), enquanto o governo relutava em corrigir tais cifras para evitar contingenciamentos significativos. Ao mesmo tempo, ficou claro que o ritmo de crescimento das receitas

obrigatórias não caberia dentro do arcabouço fiscal proposto pelo próprio governo, cujo limite de despesas deveria crescer no máximo 2,5% real a cada ano. Promessas de pente-fino de programas sociais foram demasiadamente otimistas, bem como as compensações para a desoneração da folha de pagamentos. Ao final do ano, o pacote de “corte de gastos” veio aquém do esperado, incapaz de equacionar o teto de gastos para além de 2026, tampouco a perspectiva da dívida pública, cuja dinâmica é explosiva.

O governo inicia 2025 sem planos concretos para recuperar a credibilidade fiscal. Pelo contrário, a intenção é de avançar com a agenda de isenção do IRPF para rendas de até R\$ 5 mil, que, segundo estimativas do governo, pode acarretar uma perda de até R\$ 35 bilhões caso não haja a devida compensação. Esse é um risco elevado para este ano, especialmente ao considerarmos a relação conflituosa entre Executivo e Congresso, com baixo apetite deste último em aprovar qualquer elevação de impostos. Esperamos, portanto, mais um ano desafiador e de alta volatilidade no mercado doméstico.

Andressa Castro
Economista-chefe



RENDA FIXA E MULTIMERCADO

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Os índices de renda fixa fecharam em território negativo, com o IMA-B5+ caindo -4,37% e IMA-B -2,62%. Esses índices encerraram o ano com performance negativa, com -8,63% e -2,44%, respectivamente.

NOSSA VISÃO

Confirmado o pressentimento expresso na carta passada de que poderíamos estar mudando de patamar na crise fiscal – as múltiplas intervenções do Banco Central e Tesouro validam essa percepção – é relevante pensar sobre o que acontece agora? Um preço que avançou bastante foi a inflação implícita nas NTN-Bs, que saltaram cerca de 100bps no miolo da curva – boa parte da curva de inflação está acima de 7% – para patamares que já lembram o segundo governo Dilma. Diferente do passado, a inflação corrente ainda não teve a mesma deterioração. Embora elevado, o núcleo do IPCA corrente está em torno de 4,20% a.a., enquanto em 2016 rodava acima de 8% a.a., uma divergência importante.

A inflação implícita antecipa forte deterioração de inflação a frente, em virtude da persistência de um real mais desvalorizado, que por sua vez, além de responder a uma valorização global da divisa americana desde novembro (efeito Trump), é o ativo que incorpora o receio de perda de controle das contas públicas, à medida que reflete saídas relevantes de recursos do país – prévia USD -24bi somente em dezembro. Portanto, a dinâmica do dólar será crucial para a renda fixa no período a frente.

Nesse aspecto, sobram incertezas relevantes. Haverá uma inversão no fluxo negativo de notícias vindo do fiscal? Pois até o momento não vimos sinais nessa direção, mesmo com câmbio acima de 6. Sendo justo, o presidente fez afagos à futura independência de Galípolo a frente do BC, mas longe de qualquer aceno de recuo no fiscal. O fluxo cambial extraordinariamente negativo de dezembro cessará, ou pessoas físicas continuarão o movimento de expatriação de recursos? Quão intenso será a agenda tarifária de Trump? A China permitirá desvalorização do yuan? Todos os fatores apontam para o risco de um real mais fraco que, se concretizado, respaldaria o elevado prêmio de risco nos ativos de renda fixa.

Sobre nossas posições, janeiro será um mês de IPCA próximo a zero, um carregamento baixo para as NTN-Bs. Reduzimos taticamente posições nas NTN-Bs intermediárias e posição comprada em inflação implícita. Mas seguimos aplicados em juro real, prontos para implementar proteções via DI caso cenário se deteriore ainda mais.



Michael Kusunoki
Head Renda Fixa & Multimercados



CRÉDITO PRIVADO

O mercado de crédito continua resiliente, porém, os fundos de crédito privado registraram resgate líquido - que somaram aproximadamente R\$ 24,4 bi negativos - pelo segundo mês consecutivo. As emissões no mercado primário registraram o maior valor do ano, de R\$ 95 bi em títulos de crédito, acima do volume de novembro de R\$ 40 bi, sendo 60% do volume registrado distribuídos no mercado. O mercado secundário segue com alto volume de negociações, em linha com os meses anteriores.

No mercado de CDI, a média simples dos spreads de crédito no mercado secundário registrou um aumento. Isso sinaliza uma redução de apetite dos investidores em alocar nos níveis atuais e já mostra um ajuste de preço dos ativos. No mercado de IPCA, os spreads se mantiveram estáveis, com um leve fechamento.

Para as nossas carteiras de crédito privado que investem primordialmente em ativos indexados ao CDI, continuamos com as alocações em ativos com prazo até 36 meses, de forma muito seletiva e com atuação maior no mercado secundário. Setorialmente, a alocação em títulos de crédito bancário segue com bastante força, fato que se deve à redução do diferencial de prêmio de risco entre os ativos dos bancos e os ativos corporativos não financeiros. Dessa forma, buscamos manter a nossa alocação em ativos de crédito com os prazos médios das carteiras dentro das faixas que estabelecemos, otimizando da melhor forma a relação risco-retorno. Seguimos estrategicamente cautelosos e atuando de modo mais conservador em decorrência dos seguintes riscos percebidos: a incerteza sobre a política fiscal e a execução orçamentária no Brasil, a volatilidade trazida pelas políticas adotadas durante o próximo governo Trump, o rumo da política monetária dos EUA e a doméstica, e a permanência das tensões geopolíticas.

Na nossa estratégia de infraestrutura, a alocação em risco IPCA está próxima dos 90%. O prazo médio da carteira é superior ao IMA-B5 em função da menor alocação em títulos até 2025 e maior alocação em títulos no meio da curva, de 2026 até 2030. Acreditamos que os ativos indexados à inflação com *duration* intermediária oferecerão uma boa oportunidade de diversificação. Pontuamos mais uma vez que o nível atual dos *spreads* para os ativos em IPCA, mesmo que menores que os observados no início de 2024, associado ao nível ainda elevado da curva de juros real, torna os ativos de infraestrutura atraentes.

Henri Rysman de Lockerente
Head de Crédito Privado



RENDA VARIÁVEL

O ano de 2024 foi marcado por uma dinâmica complexa na performance dos ativos de risco entre as diferentes economias globais. Podemos começar falando do mercado norte-americano, que viu o índice S&P 500 bater máximas históricas mês após mês, fechando o ano com uma alta de 23,3%. Essa forte performance da bolsa norte-americana foi causada por alguns fatores, como a resiliência da economia e lucros crescentes das empresas, além dos avanços tecnológicos, especialmente no uso da inteligência artificial. Isso, combinado com um cenário mais benigno na política monetária dirigida pelo Fed, e um dólar mais apreciado frente às principais moedas globais, impulsionou o mercado. Em menor magnitude, outros mercados desenvolvidos também fecharam o ano em alta, com o Euro Stoxx subindo 8,2% e o MSCI World ganhando 17%.

Nos mercados emergentes, 2024 foi um ano desafiador, com o crescimento econômico chinês sendo o principal tema do ano. Os temores de uma demanda interna mais fraca geraram incertezas sobre o ritmo de crescimento da economia chinesa, levando o governo a implementar pacotes para aquecer a economia e manter a trajetória de crescimento. Isso causou bastante volatilidade nos ativos chineses e nas economias emergentes com relações comerciais com a China. Mesmo com esses desafios, o Hang Seng, principal índice acionário chinês, fechou o ano com uma alta de 17,6%, acelerada no segundo semestre após as medidas de estímulo do governo. O MSCI Emerging Markets subiu de forma mais moderada, com uma alta de 5,05% no ano, destacando-se positivamente as performances da Índia e da China, enquanto Brasil e Coreia do Sul foram os detratores.

No mercado de commodities, o ano foi marcado por extrema volatilidade nos preços de todos os ativos, influenciada principalmente por novos confrontos geopolíticos que eclodiram em 2024 e dúvidas quanto ao crescimento econômico global, com especial preocupação em relação ao ritmo de crescimento da China. Além disso, fatores microeconômicos específicos de cada commodity, como o aumento da oferta de petróleo pela OPEP, também influenciaram no preço. O barril de petróleo fechou o ano praticamente nos mesmos patamares de 2023, com valorização de 0,1%, ao preço de USD 71,71. Já o minério de ferro apresentou queda relevante, fechando o ano ao preço de USD 100,97 por tonelada, com uma desvalorização de 26%.

Falando do Brasil, 2024 foi um ano extremamente complexo para o mercado acionário brasileiro, com os principais índices fechando o ano em queda (Ibovespa caiu 10,36%, Small Caps caiu 25,03%). Esse movimento foi causado principalmente por incertezas domésticas, especialmente a crescente preocupação com a situação fiscal do país, aumento nos gastos públicos e falta de clareza sobre a trajetória da dívida. Esses fatores geraram um movimento de aversão ao risco em praticamente todos os ativos brasileiros, fazendo com que a curva futura de juros precisasse uma taxa Selic terminal para 2025 acima de 16,5%, além de uma

desvalorização de mais de 20% do real frente ao dólar. Esses fatores macroeconômicos contribuíram para uma correção no preço dos ativos de maior risco, levando os índices acionários brasileiros a uma performance negativa durante o ano. Além disso, houve uma redução na indústria de capitais, com os fundos multimercados e de ações sofrendo resgates relevantes durante todo o ano, aumentando a saída de capital da bolsa local. O investidor institucional retirou 36 bilhões de reais, enquanto o investidor estrangeiro retirou mais de 30 bilhões de reais. Dentro do Ibovespa, o destaque positivo foram as empresas com grande parcela da receita dolarizada, como WEG e Petrobrás, que, mesmo com o petróleo lateralizado, performaram bem graças aos contínuos pagamentos de dividendos. As exportadoras de carne também tiveram um ano muito forte. Negativamente, destacam-se as empresas com alta alavancagem, que sofreram em um ambiente de juros mais altos, especialmente nos setores de consumo discricionário e saúde.

O ano de 2025 será desafiador para os ativos de risco brasileiros. Dada a recente volatilidade desses ativos, o retorno ajustado ao risco atual precisa ser relevante para compensar a elevada volatilidade observada no final deste ano.

Dito isso, 2025 promete trazer muitas informações e riscos importantes ao longo do ano.

Começando pelo cenário externo, Donald Trump assumirá a presidência dos Estados Unidos em 20 de janeiro. Seus discursos recentes indicam que ele deve impor tarifas logo no início de seu mandato. As ameaças à China são as mais claras, mas outros países com pautas de exportação para os EUA também devem enfrentar grande volatilidade com esses anúncios.

Além disso, há a questão do aumento do risco geopolítico global com o novo presidente. Isso não se deve apenas à insatisfação com as tarifas, mas também porque Trump já declarou que não apoiará determinadas causas.

Outra variante desse assunto é o impacto das tarifas sobre a inflação americana e qual será a postura do Banco Central americano se a inflação aumentar devido às tarifas ou restrições de imigração.

Também podemos considerar o impacto sobre a moeda americana e seu comportamento em relação às moedas globais. Esse será outro tema importante para 2025. Com um dólar forte em relação a outras moedas, teremos impactos significativos em diversos mercados, como commodities, juros globais e, obviamente, o câmbio.

No contexto brasileiro, um dólar forte pode impactar a moeda nacional e, consequentemente, a inflação local. Isso influenciaria a postura do Banco Central, possivelmente elevando os juros a patamares ainda mais altos.

Além disso, surge a preocupação com a atividade econômica brasileira, que pode não se sustentar em níveis de crescimento mesmo com juros elevados. Outra questão derivada é:



com uma possível desaceleração econômica, qual será a política fiscal adotada? E, por fim, qual seria a postura do Banco Central diante de um cenário de impulso fiscal para conter a desaceleração?

Toda essa incerteza gera volatilidade para 2025 e tende a aumentar ou sustentar a volatilidade dos ativos de risco. Com a taxa de juros em patamares elevados, será que o custo de oportunidade de investir em ativos de risco com alta volatilidade trará retornos atrativos aos investidores?

Portanto, como se posicionar durante esse ano?

Acreditamos que, devido à alta volatilidade do mercado, a melhor postura é manter-se em ativos conservadores, com menor volatilidade e alta geração de caixa, de preferência com baixa alavancagem.

Isso nos leva a considerar setores como utilidade pública, shoppings e telecomunicações.

No setor de utilidades públicas, mais uma vez destacamos os segmentos de distribuidoras de energia e saneamento básico. O segmento de distribuição de energia elétrica, a despeito da volatilidade política, possui um histórico de regulação robusta com uma receita e uma regulação por incentivos onde as empresas que entregam uma boa qualidade de serviço aliada a um custo eficiente conseguem extrair retornos acima do retorno regulado. Dito isto, achamos que as boas empresas do setor devem manter uma performance financeira resiliente e robusta independente do ruído macroeconômico que tem impactado fortemente a performance do segmento. Também lembramos que, pelo fato de o setor possuir um retorno ajustado periodicamente para considerar o custo de capital do segmento, eventualmente choques que impactam o custo de capital das empresas acabam se traduzindo em um maior retorno regulado para as empresas. Em outras palavras, mesmo em um ambiente macroeconômico de maior custo de capital o retorno de capital das empresas acaba sendo preservado. Observamos hoje *players* de qualidade nesse segmento precificados a uma TIR (Taxa Interna de Retorno) real de cerca de 13%, isso representa um patamar de TIR próximo de picos históricos para algumas empresas. Comparado a NTN-B, temos um spread positivo de 550bps comparado a uma média histórica de 390bps. Achamos esse spread atual exagerado considerando as perspectivas de geração de caixa e arcabouço regulatório das empresas.

Na parte de saneamento básico, as mudanças estruturais do setor vindas do novo marco do saneamento devem persistir ao longo de 2025. A perspectiva de aumento de investimentos advindo de privatizações e leilões de PPPs no setor continua promissora, especialmente levando em conta o grande déficit de acesso a água e esgoto que temos no país que demandará um grande montante de investimentos ao longo dos próximos anos. Além disso, o movimento de *turnaround* operacional das empresas privatizadas

ao longo de 2024 deve continuar forte neste ano. Enxergamos os ativos do setor precificando uma TIR real de cerca de 13%, um spread positivo de cerca de 550bps versus a NTN-B, comparado a média histórica de 600bps. Apesar de um spread ligeiramente menor comparado a patamares históricos, é importante lembrar que após o novo marco do saneamento e as recentes privatizações o segmento hoje opera com uma perspectiva de rentabilidade e patamar de investimento muito melhor e diferente do histórico do segmento antes dominado por empresas estatais. Dito isto, achamos que a nova realidade do setor justifica um menor prêmio vs. a NTN-B, comparado a média histórica e consideramos os níveis de retorno atuais atrativos.

Em shoppings vemos uma combinação de diversos fatores: vendas dos lojistas seguem fortes, crescendo na casa de um dígito e acelerando quando olhamos os números do último trimestre reportado pelas companhias listadas; IGP voltando a ter efeito no aumento dos aluguéis; bom carregamento, com algumas empresas retornando capital aos acionistas seja via dividendos ou recompras e *valuation* atrativo, com múltiplos próximos a mínimas históricas. Além disso, vemos o setor mais racional do ponto de vista da oferta, o que pode indicar um aumento na disputa pelas áreas já existentes. Os principais pontos de atenção para o setor seguem sendo a alocação de capital, tanto na venda quanto na compra ou no desenvolvimento de novos ativos, e a performance de vendas, que é o que permite o crescimento sustentável dos aluguéis.

No setor de telecomunicações a perspectiva para o ano continua sólida. Os fundamentos do setor continuam intactos com uma melhora estrutural na rentabilidade do setor, forte geração de caixa, pagamento de dividendos atrativos e crescimento sustentável olhando para frente. A perspectiva de crescimento do setor aliada a uma geração de caixa resiliente e pagamento de dividendos atrativos destaca o setor especialmente em meio a um cenário macroeconômico mais desafiador em 2025. Em termos de *valuation*, enxergamos hoje as empresas do setor precificando um múltiplo de 3,5x EV/EBITDA comparado a um histórico de 4,5x. Acreditamos que isso não reflete a perspectiva atual do setor e representa uma clara oportunidade de geração de valor.

Além disso, com a forte depreciação cambial, decidimos aumentar nossa exposição a ativos que geram receita em moedas fortes, como empresas exportadoras ou aquelas com receita em outros países.

Em resumo, com a Selic na casa dos dois dígitos, é um desafio para que qualquer outro ativo ajustado pela volatilidade entregue um resultado acima desse patamar.



Marcos Kawakami
Head Renda Variável



FUNDO DE FUNDOS

O ano de 2024 termina, mas as incertezas continuam para 2025. Tanto no mercado internacional quanto no local, tivemos um mau desempenho dos ativos de risco, com aberturas de curvas e depreciação das bolsas e das moedas em relação ao dólar.

Nos Estados Unidos, seguimos com a dinâmica de uma atividade ainda resiliente, com expectativas de crescimento para o PIB próximas a 3% e com o mercado de trabalho dando sinais lentos de desaceleração, porém, ainda robusto, o que contribuiu para o crescimento da renda e consumo. Do lado da inflação, tivemos uma surpresa altista, interrompendo dados sequentes de desaceleração, girando acima da meta do Banco Central americano. Os dados mostram uma acomodação e arrefecimento da inflação no ano de 2025 substanciados principalmente pelo mercado de trabalho e imóveis. Com esses novos dados de uma atividade mais forte e inflação acima da meta, o Fed optou por uma postura mais agressiva. Ao final do mês de janeiro, teremos a posse do Congresso e do Presidente Trump, e um provável cenário de volatilidade dada a pauta eleitoral sobre tarifas e imigração. Na Europa, a dinâmica tem seguido em ritmo linear, com a desaceleração da economia e o Banco Central Europeu seguindo com os cortes.

No cenário doméstico, seguimos com uma piora dos preços dos ativos, das expectativas de inflação e da taxa de juros terminal após o anúncio do pacote de corte de gastos, que na visão do mercado, não conseguirá produzir uma trajetória positiva e convergente da dívida. Com todo esse cenário de incerteza e piora dos ativos, o Banco Central elevou a taxa em 100bps e já sinalizou mais duas altas (100bps cada) para conter as expectativas. Tivemos também relevantes intervenções do BCB no mercado de câmbio para controlar a depreciação do real, que chegou à marca de R\$ 6,30. Dado esse cenário mais incerto, o mercado tem revisado a inflação para 2025 e algumas casas já projetam 6%.

Em relação aos portfólios, nos mandatos CDI+, o resultado foi aquém do esperado. Mesmo com a maioria da nossa seleção de Multimercados superando o CDI, a nossa parcela de Long Short e Long Bias acabaram detraindo a performance com a queda da bolsa local. Nos benchmarks compostos os resultados ficaram levemente acima do benchmark no perfil moderado e agressivo, principalmente pela ajuda da classe Renda Fixa ativa. No perfil

conservador, a performance abaixo do benchmark veio da abertura dos spreads no mercado de crédito.

Na parte das movimentações, com a recente abertura de juros, no mês de dezembro decidimos zerar as nossas alocações em IMA-B. Estamos cientes dos prêmios elevados no cenário local, mas no curto prazo não vemos nenhum gatilho para reverter essa tendência adversa. No cenário internacional, adicionamos uma posição ainda pequena em Bolsa Americana.

Algumas reflexões das movimentações durante 2024:

Finalizamos novembro e dezembro de 2023 mais positivos, principalmente com cenário internacional. Inflação dos Estados Unidos mais comportada e algumas sinalizações de que o Banco Central Americano já iniciaria o corte de juros levou os ativos de risco a performarem extremamente bem ao final de 2023. No início do ano de 2024, a correção veio a galope, com o Fed revisando seu discurso para um tom mais duro. Tivemos uma realização em todos os mercados e ativos, com dois meses muito desafiadores. Com a nova realidade de um Fed mais austero recalculamos a rota dos nossos mandatos. Reduzimos o risco, principalmente de Renda Fixa Ativa, trouxemos todas as classes para o *target* e mexemos na seleção dos fundos. Essas decisões foram importantes para que pudéssemos preservar o capital e atravessar o cenário de falta de apetite por risco. Uma revisão acertada em nossa gestão em 2024. Para 2025, iniciamos o ano mais cautelosos dada a incerteza mencionada no início da carta.

Um agradecimento especial aos nossos clientes e obrigado pela parceria.



João Uchoa Borges
Head Fundo de Fundos



ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Dezembro	0,93%	-1,66%	-0,59%	-2,62%	-0,28%	2,29%	-4,28%	-4,38%	-7,83%
2024	10,87%	1,86%	5,10%	-2,44%	6,16%	27,91%	-10,36%	-9,71%	-25,03%
12 meses	10,87%	1,86%	5,10%	-2,44%	6,16%	27,91%	-10,36%	-9,71%	-25,03%

DISCLAIMER

Este documento foi produzido pelo Banco BNP Paribas Brasil S.A. ou por suas empresas subsidiárias, coligadas e controladas, em conjunto denominadas 'BNP Paribas Brasil', com fins meramente informativos não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento de ativos. O BNP Paribas Brasil é instituição financeira regularmente constituída e em funcionamento no país e devidamente autorizada pelo Banco Central do Brasil e habilitada pela Comissão de Valores Mobiliários para a distribuição de cotas de fundos de investimentos. A BNP Asset Management Ltda. é a instituição devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários como prestador de serviços de administração de carteiras categoria gestor de carteira.

Apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, o BNP Paribas Brasil não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem sofrer mudanças a qualquer momento sem aviso prévio. Esse material não caracteriza nenhuma oferta de investimento. Antes de qualquer decisão de investimento, é obrigatório certificar-se sobre o seu perfil de risco X perfil de risco do produto pretendido, nos termos da regulamentação em vigor. Esse documento contém informações e declarações prospectivas referentes ao BNP Paribas Brasil e ao mercado em geral. Essas declarações não constituem fatos históricos e abrangem projeções financeiras e estimativas, bem como hipóteses sobre as quais estão baseadas declarações relativas a projetos, objetivos e expectativas relacionadas às operações, produtos e serviços futuros ou performances futuras. Essas declarações prospectivas podem ser identificadas pelas palavras «esperar», «antecipar», «acreditar», «planejar» ou «estimar», bem como por outros termos similares; Informações e opiniões contidas neste documento foram obtidas de fontes públicas por nós consideradas confiáveis, porém nenhuma garantia, explícita ou implícita, é assegurada de que as informações são acuradas ou completas, e em hipótese alguma podemos garantir a sua ocorrência. O BNP Paribas Brasil não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. Este documento foi produzido para uso exclusivo do seu destinatário, não podendo ser reproduzido, ao todo ou em parte, sem prévio consentimento do BNP Paribas Brasil. Caso V.Sa. não seja o destinatário pretendido, qualquer divulgação, cópia, distribuição ou qualquer ação conduzida ou omitida para que se baseie nisso, é proibida e pode ser considerada ilegal. O BNP Paribas Brasil não se responsabiliza por eventual perda causada pelo uso de qualquer informação contida neste documento. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros.

Em dezembro/2023, a Fitch Ratings reafirmou o Rating Qualidade de Gestão de Investimentos da BNP Paribas Asset Management Brasil Ltda. ("BNPP AM Brasil") para "Excelente". A Perspectiva do Rating é Estável. A reafirmação do rating 'Excelente' da BNPP AM Brasil reflete a opinião da Fitch de que a gestora tem capacidade de investimento e características operacionais fortes. Os Ratings de Qualidade de Gestão de Investimentos seguem uma escala Global e são atribuídos em escala descritiva de cinco graus que vão de "Excelente" até "Fraco". Os ratings mais elevados - 'Excelente' e 'Forte' - são aplicados a gestores de recursos que atendam ou excedam os padrões tipicamente aplicados pelos investidores institucionais nos mercados internacionais. A metodologia de Atribuição de Ratings de Qualidade de Gestão de Investimentos da Fitch Ratings foi projetada para sistematicamente capturar, avaliar e reportar os principais atributos da plataforma operacional e de investimentos de um gestor de recursos, focando cinco pilares principais: processo de investimento; recursos de investimento; gestão de riscos; desempenho do investimento; e companhia, incluindo atendimento aos clientes. Para obter informações adicionais sobre a metodologia, acesse o website da agência, 'www.fitchratings.com.br'.

Você poderá acessar a Ouvidoria pelo telefone – 0800-7Des15999 ou através do e-mail: ouvidoria@br.bnpparibas.com – O horário de funcionamento da Ouvidoria é de segunda-feira à sexta-feira, das 9h às 18h. Acesse: brasil.bnpparibas (Administrador) ou bnpparibas-am.com/pt-br (Gestor). MATERIAL DE DIVULGAÇÃO. Janeiro/2025.



CP3.2025