empiricus GESTÃO

Carta do Gestor • 12/01/2024

Outlook 2024 • Uma visão macro do mercado

João Piccioni
Chief Investment Officer
joao.piccioni@empiricus.com.br

Marcos Neves
Head Produtos e Distribuição
marcos.neves@empiricus.com.br

Mariana Ferreira
Relacionamento com Investidores
mariana.ferreira@empiricus.com

Sumário

Retrospectiva e lições de 2023 3
1. Estados Unidos: resiliência fora do comum 3
2. Brasil: a chance quase escapou pelos dedos 9
De olho em 2024: em busca de novas surpresas 14
Amarrando o racional do cenário base para 2024 20
1. O BULL STEEPENING nos juros americanos 21
2. A valorização das Bolsas americanas 26
3. A economia brasileira 29
Macroalocações dos fundos da Empiricus Gestão 32
Considerações Finais 33
Anexo I 35
1) Renda Fixa Local 35
2) Renda Fixa Internacional 36
3) Ações 37
Outro Ativos 37
Anexo II – Retorno dos fundos da Empiricus Gestão em 2023 39
1) Renda Variável 39
2) Criptomoedas 40
3) Multimercados 40
4) Renda Fixa 41
5) Temáticos 41
6) Família Melhores Fundos 42
7) Fundos de Previdência 43
Disclaimer 44

Outlook 2024 • Uma visão macro do mercado

Retrospectiva e lições de 2023

1. Estados Unidos: resiliência fora do comum

De forma surpreendente, o ano de 2023 ficará marcado pela recuperação dos mercados financeiros globais. Mesmo em meio ao maior ciclo de aperto monetário dos últimos 40 anos, o apetite dos investidores por ativos de risco não cedeu e levou boa parte das bolsas mundiais às máximas históricas.

Índice	Moeda	Retorno (%)	
		Ano	24m
S&P 500	USD	24,23	0,08
Nasdaq	USD	43,42	-4,05
Dow Jones	USD	13,70	3,72
FTSE	Libra	3,64	4,58
CAC-40	Euro	16,52	5,45
DAX	Euro	20,31	5,46
Ibovespa	BRL	22,28	28,01

Índice	Moeda	Retorno (%)	
		Ano	24m
ETF IEF (US 7-10y)	USD	3,64	-12,06
CDI	BRL	13,05	27,03
IMA-B	BRL	16,05	23,44
Dólar	BRL	-8,94	-12,90
Bitcoin (BTC)	USD	153,46	-9,51
Ouro (XAU)	USD	13,14	12,77

Tabelas 1 e 2 – Retorno dos principais índices de mercado. Fonte: Koyfin, Bloomberg, Empiricus Gestão

No primeiro semestre do ano, a contraposição entre as incertezas relacionadas ao rumo da economia e o surgimento da narrativa ligada à Inteligência Artificial (IA), trouxe um dilema para o cenário dos investidores: trazer de volta as ações ligadas ao mundo da tecnologia de volta para a carteira ou aguardar sinais mais contundentes de que o pior ainda estaria por vir. Quem se manteve nas linhas de defesa acabou por deixar os índices dispararem frente às suas carteiras.

É verdade que o sentimento em meados de março de 2023 era péssimo. Isso porque as taxas de juros mais elevadas causaram sua primeira vítima. Os bancos regionais, costumeiramente denominados como motores da microeconomia americana, sofreram um golpe relevante com a marcação à mercado dos seus títulos públicos. O Signature, ligado ao mundo das criptomoedas, e o Silicon Valley Bank (SVB), principal financiador das startups, não aguentaram a pressão e precisaram pedir ajuda para o Federal Reserve. A quebra do First Republic veio em seguida, enquanto os investidores já começavam a avaliar os resultados fornecidos pelo programa de ajuda recém lançado pelo FED.

A instituição liderada por Jerome Powell agiu rapidamente e em menos de dois dias selou o destino dos mercados. Ao encerrar as atividades do SVB, o FED instituiu o BTFP (Bank Term Funding Program) e praticamente recolocou os bancos regionais no jogo. Ao prover os recursos necessários para a continuidade dos negócios bancários – US$ 100 bilhões em praticamente três meses –, o FED conseguiu manter a política monetária em curso e o combate contra a inflação, ao mesmo tempo que livrou o sistema financeiro de um choque capaz de descarrilar a economia.

Aqui cabem algumas reflexões sobre o comportamento dos mercados diante deste evento. Apesar do mau humor inicial acarretado pela ruptura do Silicon Valley — o índice S&P 500 perdeu 7,5% em cerca de 20 pregões —, a mudança repentina nas expectativas pôde ser percebida na curva de juros. Em questão de dias, os investidores empurraram fortemente as taxas de juros com vencimento em 2 e 10 anos para baixo, procurando se antecipar a um corte de juros por parte do FED. Tal medida não veio, mas o movimento nos juros e o suporte via o BTFP, foram suficientes para trazer a liquidez de volta ao mercado acionário e empurrar as ações para cima.

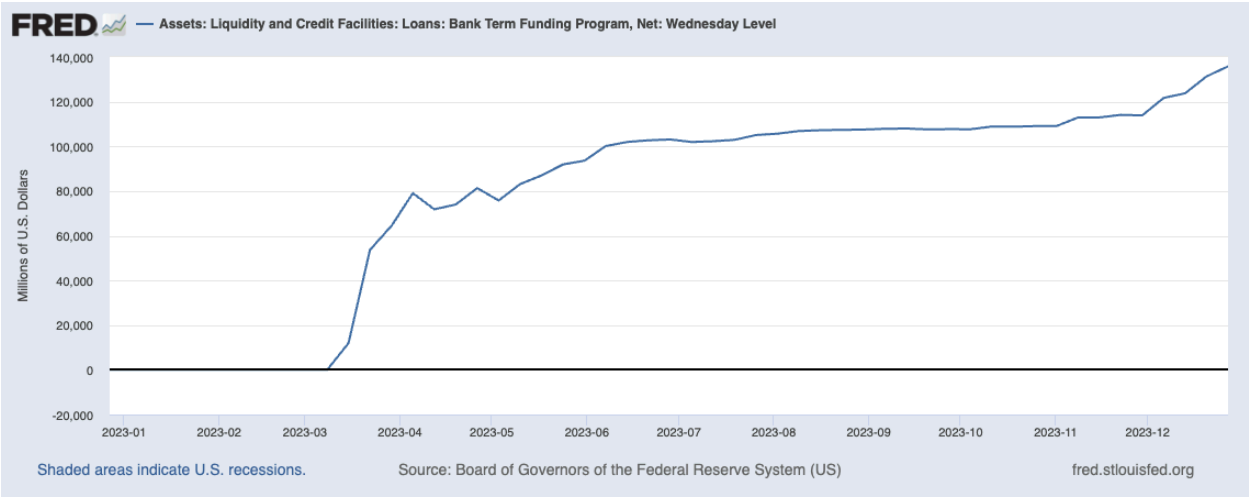

Gráfico 1 – Evolução do BTFP ao longo de 2023. Fonte: FRED | FED St Louis.

A lição número 1: o FED deixou de ser o "financiador de última instância" e passou a atuar mais ativamente para evitar problemas no mercado financeiro. Ele praticamente eliminou o "moral hazard" (situação na qual as instituições topam tomar mais riscos por não terem que pagar a conta ao apagar das luzes) ao fornecer a liquidez — ou lubrificação — necessária para as engrenagens não travarem e empurrou os investidores para o risco. Dado o tamanho da caixa de ferramentas disponível atualmente, os riscos de um evento do tipo Lehman Brothers parecem mitigados.

A percepção do poder de fogo dos Bancos Centrais globais trouxe uma confiança velada aos investidores. Diante dos números mais incertos das companhias ligadas à economia real e da solidez das Big Techs, claramente, a preferência se deu pelas últimas. As primeiras leituras bastante otimistas sobre a inteligência artificial impulsionaram o grupo composto por Microsoft, Apple, Nvidia, Meta, Alphabet, Amazon e Tesla, levando a construção do acrônimo "Magnificent Seven". Isso somado a mercado de derivativos extremamente afeito ao risco. Ao final do semestre, a diferença de rentabilidade entre o desempenho do índice S&P 500 contra o S&P 500 "equal weight" – no qual todas as ações detidas possuem as mesmas participações –, medido por meio dos ETFs SPY e RSP, respectivamente, superava a marca dos 13 pontos percentuais.

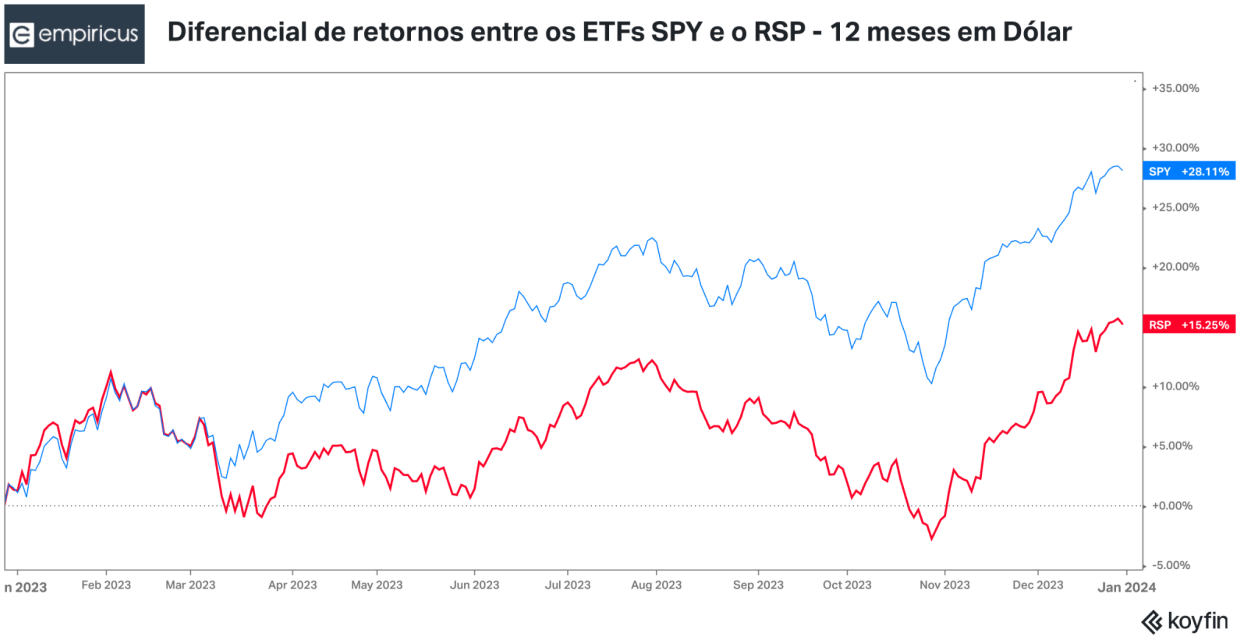

Gráfico 2 – Diferença de retorno dos últimos doze meses entre os ETFs SPY e RSP. Fonte: Koyfin.

A lição número 2: a percepção de riscos para boa parte dos investidores internacionais não pode ser avaliada como totalmente racional. Ou melhor, tomar riscos é inerente ao seu comportamento e deixar de participar de um eventual rali das bolsas, seja ele em qualquer um dos diferentes setores da economia, gera um sentimento sub-ótimo.

É por isso que ao longo do ano foi possível ver uma disparidade grande de teses de investimentos. Definitivamente, 2023 não foi um ano de consenso. Mas é possível dizer que o apetite ao risco e a busca por oportunidades foram estimulados fortemente pelo comportamento das ações ligadas à tese da Inteligência Artificial. Arrisco a dizer que sem ela, as condicionantes para o rali dos últimos dois meses do ano não teriam surgido.

O segundo semestre do ano foi inicialmente marcado pelas dúvidas envolvendo a política fiscal conduzida pelo governo Biden. A onda desenfreada dos gastos públicos americanos trouxe preocupação ao forçar a alta dos juros globais. A falta de recursos no caixa do tesouro americano acarretada pelos estímulos fiscais exagerados, pelas medidas emergenciais do Estado da Califórnia (suspenderam a coleta de impostos no primeiro semestre do ano em função das queimadas em seu território) e pelo erro de Janet Yellen na gestão da emissão dos títulos de dívida (enquanto os juros ainda estavam baixos, ela deu preferência pela emissão de títulos com vencimentos curtos), levou a

Fitch a rebaixar a nota de crédito da dívida americana, e fez com que investidores passassem a requerer taxas mais gordas para estacionar seus recursos no dólar.

Em um primeiro momento, além da deterioração da situação fiscal americana, houve a crença de que o discurso de Jerome Powell — o "higher for longer" — fosse levado à risca. Isto implicou, inclusive, nas discussões sobre o ressurgimento do chamado "term premia", que seria nada menos do que o prêmio requerido pelo investidor por manter seus recursos alocados nos títulos mais longos. Os Treasuries americanos com vencimento em 10 anos (US10y) bateram suas máximas em meados de outubro (5,21% ao ano).

O movimento, entretanto, perdeu fôlego. Em parte porque o governo americano conseguiu encher suas reservas — Treasury General Account (TGA) — para níveis vistos somente em maio de 2022; e, também, porque, no mês de outubro, houveram os primeiros sinais econômicos de arrefecimento da economia americana.

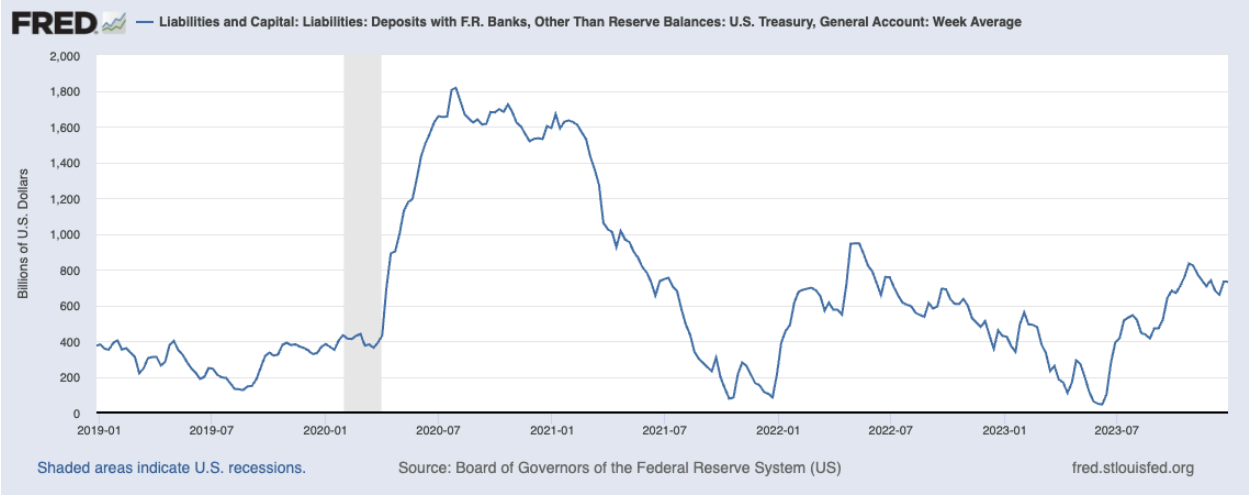

Gráfico 3 – Volume de recursos disponíveis na conta do Tesouro Americano (TGA). Fonte: FRED | FED St Louis.

As reuniões do FED realizadas em novembro e dezembro foram suficientes para suscitar a mudança de sentimento dos investidores em relação aos ativos de risco. As palavras "duras" de Powell proferidas nos últimos meses deixaram de apresentar a mesma força de outrora e a manutenção do juros no patamar que vai dos 5,25% aos 5,5% ao ano, geraram mudanças nas expectativas quanto aos próximos passos da política monetária

e, consequentemente, alterações de posicionamento em relação à curva de juros, que voltou a flertar com os níveis vistos nas semanas seguintes à quebra dos bancos regionais.

A verdade é que parte do rali das Bolsas neste final de ano também pode ser justificado pelo pulso de liquidez no sistema, provocado pela redução da necessidade de recursos do governo americano e pelos programas monetários. A outra metade se deve aos dados econômicos, que ainda mostram uma dicotomia entre o processo desinflacionário e resiliência do consumo, e aos números positivos do mundo corporativo, que voltaram a surpreender no terceiro trimestre.

Quadro 1 – Os efeitos dos vetores de liquidez no começo de 2024

Os vetores de liquidez têm exercido um papel relevante no movimento dos mercados.

O primeiro deles está ligado ao financiamento das contas do governo americano. O TGA (Treasury General Account) é a conta do governo americano utilizada para bancar seus gastos.

No meio do ano, diante do desequilíbrio das contas públicas promovido por Joseph Biden, o Tesouro americano precisou conduzir um volume elevado de novas emissões, sob pena de faltar dinheiro para dar continuidade às atividades públicas. A captação de recursos por meio dessas emissões alcançou a marca dos US$ 750 bilhões. O excesso de oferta de títulos forçou seus preços para baixo (ou suas taxas para cima) e acabou por criar o movimento do "bear steepening".

Tradicionalmente, nos primeiros meses de cada ano, a TGA é reduzida devido à sazonalidade natural do pagamento de impostos, ou seja, os recursos são colocados na economia via os gastos públicos. Já as captações de títulos do tesouro programadas para janeiro e março contribuirão com a redução do volume de recursos alocados no Reverse Repo (RRP), instrumento utilizado pelo pelo FED para enxugar a liquidez em excesso do sistema financeiro. Ao comprar os títulos públicos por meio das suas tesourarias, os bancos trazem de volta os

recursos para a economia e, pelas regras da regulação, liberam recursos nos seus balanços para aumentar o volume de crédito.

Em paralelo, o FED continuará a expandir o BTFP neste começo de ano. Esse mecanismo de injeção de recursos nos bancos médios continuará a ser utilizado até que as taxas de juros de curto prazo voltem para níveis considerados razoáveis, nos quais as perdas da marcação à mercado possam ser absorvidas. Em outras palavras, é um programa que ainda não tem hora para acabar.

As emissões a serem realizadas pelo governo americano nesse começo de ano devem retirar cerca de US$ 300 bilhões do Reverse Repo por mês neste primeiro trimestre e alimentar uma espécie de "quantitative easing". De acordo com a Steno Research, o volume de recursos a serem colocados no mercado podem encostar nos US$ 900 bilhões e praticamente ocultar os esforços do Quantitative Tightening que vem sendo realizado pelo FED. Tal movimento provavelmente ajudará na formação do pulso de liquidez neste começo de ano.

A lição número 3: acompanhar os indicadores de liquidez é um aspecto crucial para se avaliar as condições do mercado. Neste ano, por exemplo, os saltos no mercado acionário (e outros como o Bitcoin) só vieram após as condições de liquidez melhorarem. Os drenos de liquidez, como a reposição do TGA, o Quantitative Tightening ou o aperto das condições creditícias precisam ser acompanhados de perto.

Diante desse quadro positivo para os ativos de risco é que entramos em 2024. Como sempre, o caminho deve ser tortuoso, mas dado o momento do ciclo econômico e a continuidade do processo de expansão de liquidez, o cenário que vai se desenhando parece suficiente para destravar os goldilocks. Antes de explorar nossa visão e as macroalocações dos fundos da casa, vou passar brevemente pela retrospectiva sobre o mercado local (e as lições que ficaram de 2023).

2. Brasil: a chance quase escapou pelos dedos

Dizer que a dinâmica do mercado financeiro brasileiro possui inércia própria é uma grande bobagem. Ao longo de 2023, foi perceptível que os altos e baixos da bolsa local

estiveram muito mais correlacionados ao comportamento dos mercados internacionais do que aos dados da economia brasileira, cujo desempenho deixou a desejar.

Totalmente dependente do agronegócio, o PIB brasileiro veio se deteriorando ao longo do ano e não deu trégua aos resultados corporativos. Em especial no primeiro semestre do ano, a dificuldade para as companhias mostrarem números razoáveis foi grande. Setores específicos como o financeiro e o varejo tropeçaram com os problemas de inadimplência e com a fraude das Americanas. O vestuário, por sua vez, sofreu com a queda dos preços dos seus produtos, abatidos pela retração da demanda no setor.

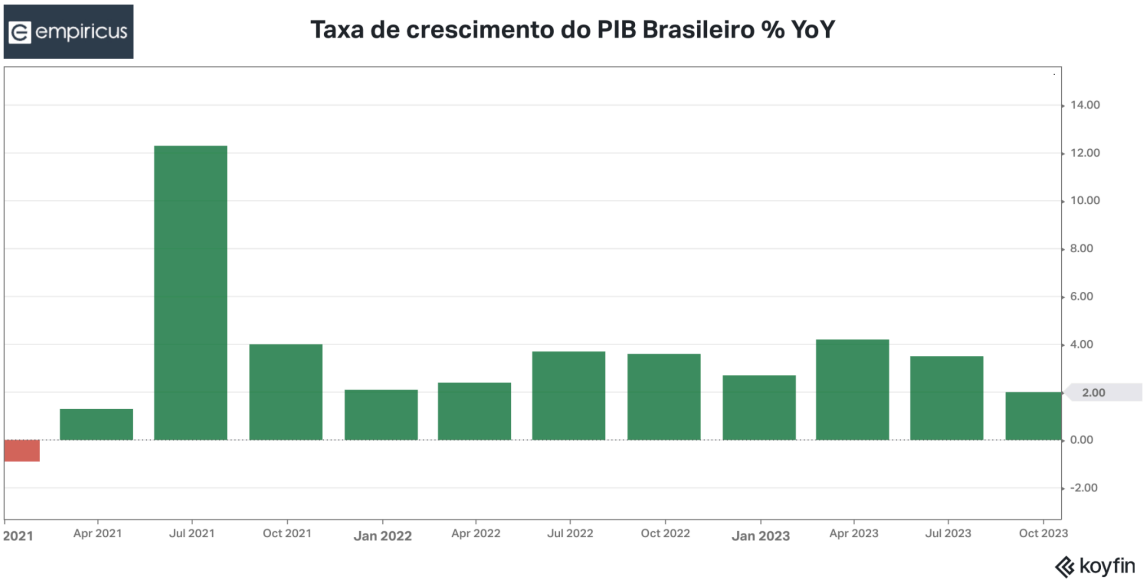

Gráfico 4 – Dinâmica de crescimento do PIB brasileiro. Note a desaceleração ao longo do ano. Fonte: Koyfin, IBGE

Do lado da política monetária, o primeiro semestre foi marcado pelo discurso duro de Roberto Campos Neto. Apesar do processo desinflacionário brasileiro ter se iniciado após a virada do ano, foram necessárias algumas reuniões do Copom para que o grupo de diretores votasse a favor do início do ciclo de queda da Selic.

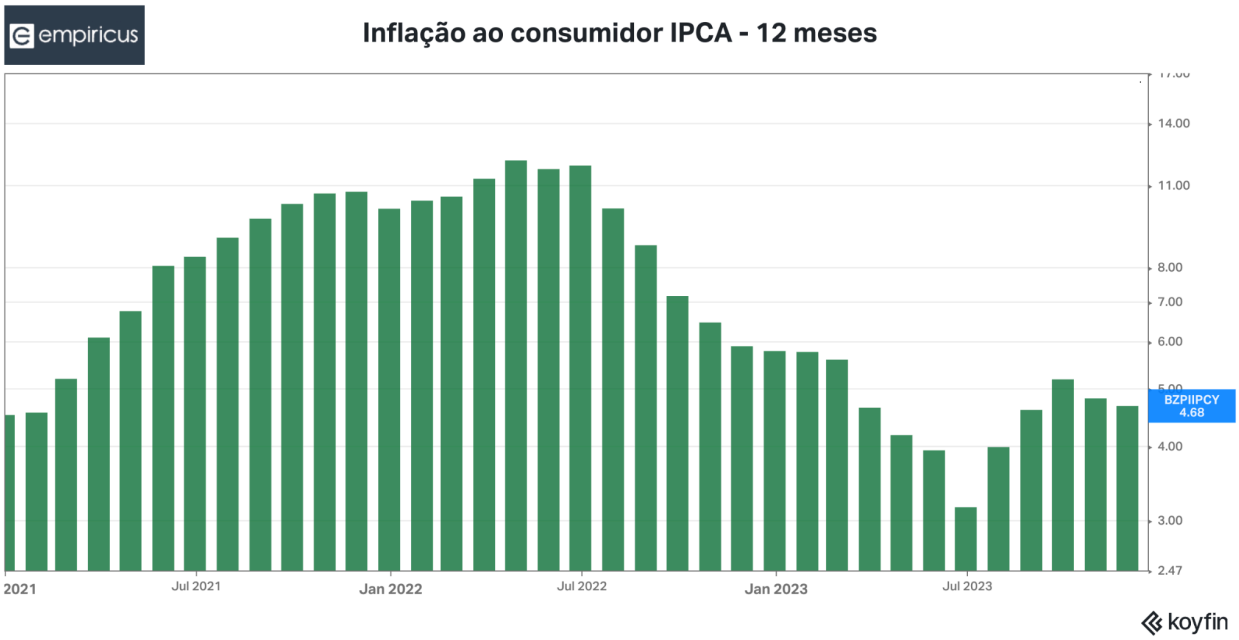

Gráfico 5 – Desinflação do IPCA ao longo dos últimos anos. Fonte: Koyfin, IBGE

Os investidores, inclusive, ensaiaram o retorno para os ativos de risco diante das expectativas de quedas mais rápidas dos juros. Em junho, por exemplo, houve uma pequena janela de ofertas de ações, rapidamente preenchida pelas grandes corporações. Naquele instante, boa parte das ações listadas na B3 atingiram suas máximas do ano.

Mas foi aí que o processo do ciclo de liquidez dos mercados globais acabou por prejudicar a recuperação da bolsa brasileira. Logo após a decisão do Copom de agosto, na qual a Selic caiu os primeiros 50 pontos base, o Ibovespa apresentou perdas em 13 pregões consecutivos, um recorde negativo. A armadilha de liquidez afetou substancialmente todas as bolsas globais e fez com que os juros subissem bastante mundo afora. Mesmo em meio a visível melhora no cenário local, os ativos de risco brasileiros ficaram à mercê do comportamento internacional.

Os efeitos positivos do ciclo de afrouxamento monetário em curso só foram apropriados pelos investidores na reta final do ano, após a mudança de direção do apetite pelo risco. De fato, foram os estrangeiros que aproveitaram a deixa e mandaram volumes grandes de recursos para comprar ações no Brasil, enquanto os locais permaneceram de fora. O rali de Natal confirmou a estatística por mais um ano e o Ibovespa atingiu suas máximas

históricas (135 mil pontos). Mas é preciso ter em mente que se tirarmos da conta a forte valorização das ações da Petrobras no ano — cerca de 95% —, o índice dificilmente teria atingido a marca dos 120 mil pontos.

A lição número 4: apesar das discussões políticas terem prevalecido nas manchetes dos jornais, muito pouco do retorno dos ativos de riscos locais se devem a elas. As decisões políticas provocam ruídos, mas são incapazes de se imporem frente à onda de liquidez global.

O que nos leva à lição número 5: definitivamente, os ciclos da política monetária no Brasil detêm uma relevância muito maior no apreçamento dos ativos do que as discussões (e reformas) advindas do governo. Como havia escrito no Diário de Bordo do dia 28 de novembro, o efeito do juro baixo é muito mais relevante para o mundo corporativo brasileiro.

No último ciclo de afrouxamento monetário, o índice de Small Caps foi o grande vencedor da Bolsa brasileira. Das mínimas do início de 2016 até as máximas atingidas em 2021, o ETF Smal11 apresentou avançou mais de 320%.

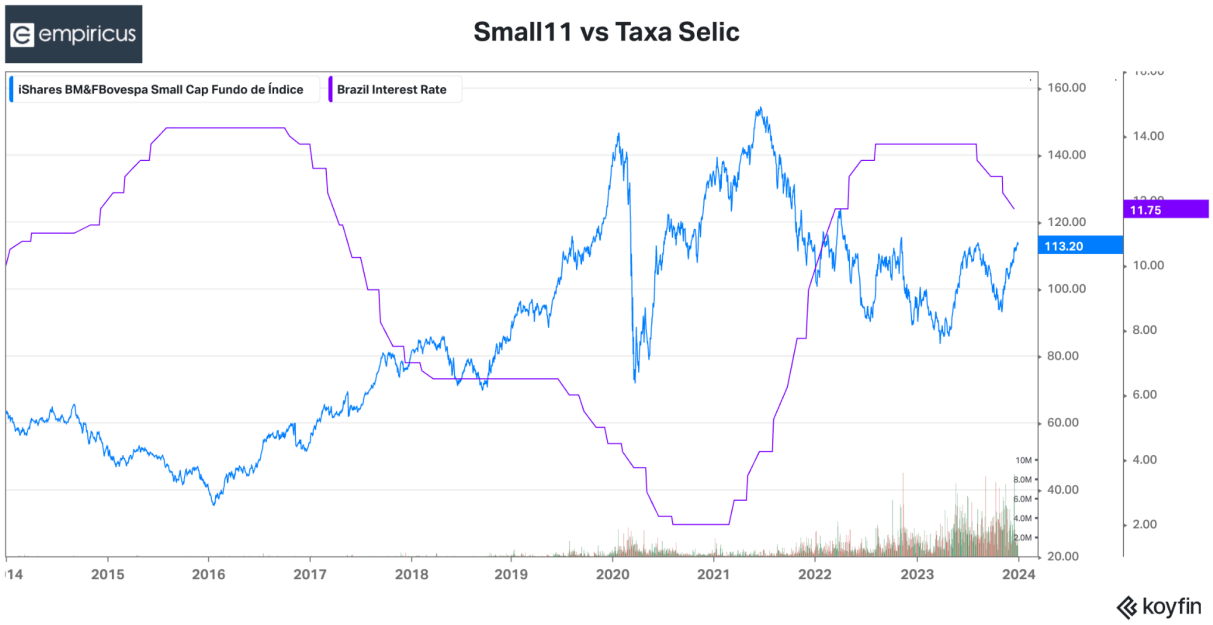

Gráfico 6 – Avanço do ETF de Small Caps (SMAL11) ao longo do último ciclo de afrouxamento monetário. Fonte: Koyfin.

Trecho do Diário de Bordo de 28 de novembro de 2023: "Especialmente no Brasil, esse efeito (queda da Selic) será ainda maior. Isso porque a redução da taxa básica de juros afeta mais intensamente a dinâmica operacional das empresas. Além dos custos financeiros menores associados à estrutura de capital (o dinheiro mais barato permite uma alavancagem financeira maior), automaticamente, há efeitos de segunda ordem no financiamento de capital de giro das companhias (a estrutura da cadeia produtiva também se torna mais barata)."

Agora, vamos ao cenário base para 2024 e suas variantes.

De olho em 2024: em busca de novas surpresas

Em termos de surpresas, não há porque esperar que 2024 seja muito diferente do ano que ficou para trás. Apesar de uma visão um pouco mais construtiva, as dúvidas que aparecerão no radar são praticamente as mesmas: será que a inflação se tornará mais insistente que na última década? Será que o Federal Reserve voltará atrás na questão do aperto monetário a tempo de segurar uma deterioração mais forte da economia? Será que as economias globais aguentariam mais um ano com os juros nas alturas?

As respostas para essas perguntas são inconclusivas. Hoje, por exemplo, percebe-se que a resiliência das economias globais diante de choques monetários é muito maior do que se esperava. Mesmo os países europeus e a China, que passam por um processo moroso de recuperação econômica, acabaram por trafegar sem maiores problemas nesta janela de aperto dos juros. Os EUA, por sua vez, continuou apresentando crescimento econômico, suportado pela política fiscal do governo Biden e pelo dinamismo da sua microeconomia.

Das cinco previsões que fiz para o ano de 2023 em meu antigo relatório MoneyRider, da Empiricus Research, derrapei feio talvez na mais importante de todas: a expectativa da taxa de juros dos títulos de 10 anos (veja o quadro 2). E isso balizou boa parte das minhas decisões sobre a condução da carteira recomendada. Diante do quadro econômico que se avizinhava, o sentimento era de que as economias globais não aguentariam níveis de taxas de juros reais elevadas e que o processo de aperto monetário seria estancado muito antes das taxas superarem os 5% ao ano.

QUADRO 2 – As cinco previsões de 2023

Abaixo listei as cinco previsões chave que havia feito para o ano de 2023. Um exercício que tenho repetido há algum tempo e que guarda estruturação baseada no tradicional relatório "As dez surpresas para o ano" dos reconhecidos Byron Wein e Joe Zidle, diretores seniores da Blackstone. Aliás, 2024 será marcado como o primeiro ano sem o sagaz Byron Wein, cujo falecimento ocorreu recentemente. **Vale ter em mente que esse é um exercício**

voltado para desenvolver as ideias e dar um direcionamento para o desenho do cenário, e não tem pretensão nenhuma de acertar seus alvos na mosca.

1. Os índices S&P 500 e Nasdaq parecem incapazes de repetir o desempenho do biênio 20-21, mas não espero resultados amplamente negativos, como vimos em 2022. Uma valorização na casa de um dígito para o S&P 500 parece algo condizente com o cenário atual. O processo, no entanto, promete ser tortuoso: o S&P 500 deve fazer o seu fundo no segundo trimestre do ano.

O que aconteceu: o índice S&P 500 fez seu fundo ainda no primeiro trimestre do ano, mais especificamente em março de 2023 (3.600 pontos) e acabou o ano surpreendendo os investidores com uma valorização de 25%.

2. Os títulos públicos americanos parecem uma boa pedida para o ano. Em especial, aqueles com vencimento mais distantes. Se a economia caminhar para a recessão, a tendência é de que as taxas dos vencimentos mais distantes continuem a fechar (cair). Esperamos que as taxas de 10 anos se aproximem novamente dos 2,85%, faixa superior do desvio-padrão da média dos últimos dez anos.

O que aconteceu: os títulos públicos americanos não estiveram nem perto de serem uma boa pedida para o ano. Em especial, aqueles com vencimentos distantes. A marcação à mercado machucou os investidores durante o ano inteiro e somente os mais resilientes que conseguiram ultrapassar a arrebentação conseguiram recuperar parte das perdas dos últimos anos. Os ETFs IEF e TLT, por exemplo, compostos por títulos mais longos da dívida americana (10 e 20 anos) avançaram apenas 3,64% e 2,78% em dólar, respectivamente.

3. O ouro e os metais preciosos, de forma geral, voltarão a ser boas apostas para 2023. A recessão que se avizinha voltará a comprimir as taxas de juros reais de longo prazo, trazendo de volta a atratividade dessas commodities. Se os juros reais de longo prazo caminharem para a marca do 1%, o ouro provavelmente voltará a superar a marca dos US$ 2 mil onça-troy.

O que aconteceu: na reta final do ano, os juros reais realmente caíram, mas ficaram bem acima da marca de 1%. O ouro, entretanto, avançou razoavelmente bem (13% em dólar), suportado pelos conflitos bélicos e pela

queda mais acentuada dos juros de longo prazo na reta final do ano. No fechamento do dia 29 de dezembro, o preço do metal era de US$ 2.064,57 a onça-troy.

4. Não enxergamos espaços para quedas acentuadas do preço do petróleo. A hipótese que sustenta a tese de manutenção dos preços nos patamares atuais é a mesma do ano passado: restrição de oferta. Por outro lado, não existe força de demanda suficiente para levar os preços para cima. A não ser que outro choque surja no radar, ou que a recessão se torne ainda mais forte do que o esperado, os preços do petróleo WTI devem ficar próximos aos US$ 80 no final do ano.

O que aconteceu: o preço do barril WTI terminou o ano cotado a US$ 71,46, apesar dos choques recorrentes no setor (conflitos, problemas nos estreitos de Hormuz e Canal de Suez, cortes de produção da OPEP, etc). No final, a tese da demanda mais fraca, associada ao avanço do volume de produção norte-americana, guiou o preço da commodity.

5. O dólar deve se manter forte frente às demais moedas dos países desenvolvidos (DXY > 100). Essa proposição é compatível com o cenário de recessão econômica e de juros de curto prazo mais elevados nos EUA. A exceção talvez seja a moeda japonesa, que por conta das possíveis mudanças no arcabouço da sua política monetária, pode voltar a atrair capital e se valorizar frente ao dólar. Para as demais moedas (Euro, Franco Suíço e Libra Esterlina) superarem o dólar, seria necessário a manutenção do crescimento econômico da região mesmo com o aperto monetário do Banco Central Europeu. Dados os prognósticos dos países periféricos e da Itália, a probabilidade disto acontecer é muito pequena.

O que aconteceu: o dólar se manteve em posição de destaque frente às demais moedas dos países desenvolvidos, apesar de ter perdido um pouco de espaço na reta final do ano. O iene, por sua vez, perdeu mais espaço frente à moeda americana, ao passo que não houve mudanças no arcabouço da sua política monetária – esse, muito provavelmente, foi um dos "trades" mais frustrantes do ano, já que não eram poucos os gestores que apostaram no fim do "yield curve control" japonês.

Diante do ambiente de resiliência da economia americana e do aumento de probabilidade das economias passarem por um processo de afrouxamento monetário, lançamos a seguir as previsões para 2024 que trazem o embasamento para o nosso cenário base:

1. As taxas de juros de 10 anos devem terminar o ano entre os 3,5% e 4%, ao passo que o FED deverá iniciar o processo de afrouxamento monetário ao longo do primeiro semestre do ano. A curva de juros nos EUA voltará a ficar positivamente inclinada (os juros de 10 anos pagarão mais do que os juros de 2 anos), refletindo expectativas mais racionais sobre a economia — desaceleração econômica e continuidade do processo desinflacionário. Este processo no qual os juros de curto prazo caem com maior velocidade é conhecido como "Bull Steepening" e tende a criar uma percepção positiva sobre os ativos de risco das economias.

Se este movimento se confirmar, os principais índices da Bolsa americana atingirão novas máximas. Suportados pela liquidez do sistema advinda dos programas do Federal Reserve e da menor necessidade de caixa por parte do governo americano, o reapreçamento das ações que ficaram para trás nestes últimos anos poderá acontecer.

2. O ano de 2023 será positivo para as ações americanas. O ciclo de liquidez positivo deve impulsionar os principais índices para as máximas históricas — as chances são grandes de o S&P 500 se aproximar dos 6.000 pontos no final do ano. É provável que o segmento de "small caps" se destaque, reflexo das fortes quedas dos últimos anos. As Magnificent Seven devem continuar chamando atenção com a implementação das iniciativas ligadas à Inteligência Artificial.

As commodities, por sua vez, apresentarão sinais dúbios. Do lado do setor de energia, se por um lado não vejo espaço para quedas acentuadas do preço do barril de petróleo, também não enxergo a possibilidade deles voltarem à casa dos US$ 100, supondo um ambiente que não haja ruptura física da oferta do produto (em outras palavras, sem uma guerra contundente).

Nos últimos meses do ano passado, vimos as primeiras dissidências entre os membros da Opep. Apesar da Arábia Saudita forçar o corte de produção, alguns dos países

decidiram levantar o tom. Os efeitos dos cortes de produção realizados ao longo de 2023 acabaram sendo inócuos e o preço do barril terminou o ano na casa dos US$ 71.

Um dos fatores que inibiu o avanço dos preços dos barril de petróleo veio dos próprios EUA. As empresas ligadas à exploração do xisto (shale) conseguiram expandir suas produções mesmo com um volume de investimentos reduzido. As novas tecnologias inseridas no segmento, aumentaram substancialmente a produtividade do setor. Agora, mesmo com um número menor de funcionários e de poços, a EIA estima que a produção de petróleo nos EUA supere a marca dos 13,4 milhões de barris por dia.

3. O preço do barril de petróleo deve oscilar ao redor dos US$ 80 ao longo de 2024 e terminar o ano mais perto dos US$ 70. Sob essa ótica, o investimento no setor continuará sendo direcionado para as ações das companhias ao invés da commodity. As companhias continuarão retornando fortes volumes de capital aos seus acionistas, por meio das recompras de ações e distribuição de proventos, e, dado o posicionamento dos Hedge Funds nos papéis do setor, as ações têm tudo para surpreender.

Em um ambiente movido pela retomada da liquidez, o dólar deve perder algum espaço. É bem verdade que a situação econômica europeia ainda requer mais atenção, dada a dificuldade de reação sem o suporte de políticas fiscais mais fortes. Os comentários da presidente do BCE, Christine Lagarde, sobre a necessidade de se manter os juros básicos da região nos níveis atuais (4% ao ano) foram lidos com desdém pelo mercado, já que o FED vem aliviando seu discurso. Se Largarde der um passo à frente, e a economia europeia voltar a chamar atenção, podemos ver momentaneamente um fluxo para o euro (e para as bolsas europeias).

4. Se o Bull Steepening se confirmar, o dólar perderá força frente às demais moedas globais. O pulso de liquidez levará os recursos para outras regiões do globo e para outras reservas de valor. O DXY voltará a romper a marca dos 100 pontos e caminhará para os níveis pré-pandemia (97 pontos). Neste sentido, os ativos de reserva de valor também voltarão a ganhar espaço. Tanto o Ouro quanto o Bitcoin voltarão a fazer novas máximas ao longo do ano. O primeiro deve superar a marca dos US$ 2.500 a onça-libra, enquanto o Bitcoin deve ganhar o impulso dos ETFs que devem ser aprovados e do "Halving", e superar a marca dos US$ 70 mil.

Os países emergentes continuarão a ser destaque (e aqui vale a menção especial para o Brasil). Até mesmo as ações chinesas podem receber algum fluxo, especialmente se a situação econômica por lá der sinais de recuperação. Dessa vez, o processo de afrouxamento monetário nos países emergentes não impactará substancialmente no câmbio, já que a leitura é de que o Fed deve seguir pelo mesmo caminho. As economias emergentes estão combalidas e precisam de impulso monetário para voltarem a crescer com qualidade.

5. O desempenho agregado das bolsas dos mercados emergentes deve superar o retorno a ser obtido pelo S&P 500. O Brasil, em especial, está em um "sweet spot" para receber recursos estrangeiros e o Ibovespa deverá superar a marca dos 170 mil pontos até o final do ano.

Para complementar o desenho do cenário e partirmos para as alocações dos principais fundos da casa, vou me arriscar a fazer três previsões para os ativos de risco brasileiros, cuja dinâmica para 2024 parece bastante favorável. Vamos lá.

6. As taxas de juros que vencem daqui a dois anos (jan/26) terminarão o ano de 2024 abaixo do nível da Selic terminal projetada pelo Focus (8,5%). O processo desinflacionário em curso, gerado pelo fraco desempenho da economia brasileira, deixará o caminho livre para Roberto Campos Neto e seus diretores acelerarem o passo de queda da Selic ao longo do ano. O reflexo disso virá da forte queda do juro real brasileiro, que voltará aos níveis de 2018-19.

7. As ações da Petrobras não repetirão a dose de 2023 — valorização de 95% —, mas entregarão um retorno superior ao Ibovespa para os seus acionistas. O índice de Small Caps finalmente superará o retorno do Ibovespa no ano fechado.

8. Os primeiros meses de 2024 serão extremamente desfavoráveis para o dólar frente ao real. Rapidamente ele deve atingir a marca dos R$ 4,50. Entretanto, para que ele não se fortaleça na reta final do ano, a economia brasileira precisará dar sinais mais contundentes de recuperação e ir além do agronegócio. Caso essa recuperação não apareça, a moeda americana terminará o ano como começou, na casa dos R$ 4,80.

Essas oito proposições são os alicerces do nosso cenário base para 2024. Sobre eles que as carteiras dos fundos da casa se apoiarão na entrada do ano.

Amarrando o racional do cenário base para 2024

1. O BULL STEEPENING nos juros americanos

O biênio 2022-23 trouxe surpresas positivas para a economia americana. Mesmo em meio ao maior aperto monetário desde a década de 1980, a resiliência do consumidor, associada às políticas de estímulo do governo Biden, fizeram com que a maior potência do mundo crescesse a "taxas chinesas".

Entretanto, parece que o combustível para manter esse voo de cruzeiro está acabando. Os sinais de desaceleração, evidentes durante todo o ano, ganharam um pouco mais de reverberação na reta final de 2023, com o aumento marginal da taxa de desemprego e a tendência de queda do número de abertura de postos de trabalho.

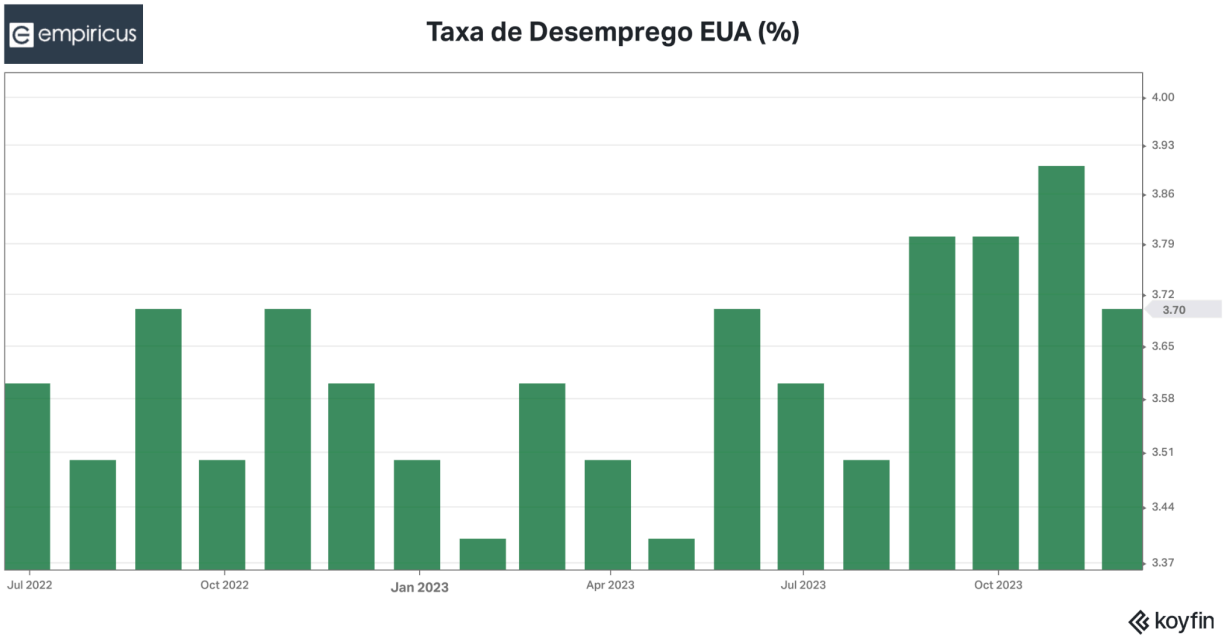

Gráfico 7 – Taxa de Desemprego nos EUA. Fonte: Koyfin, US Bureau

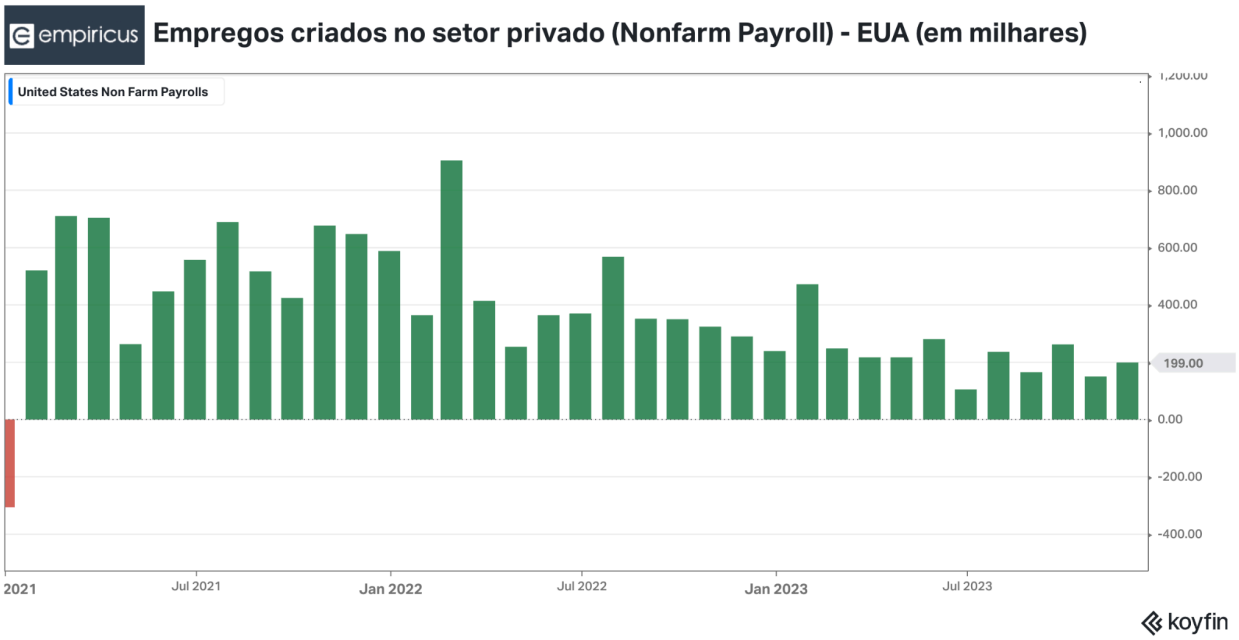

Gráfico 8 – Empregos criados no setor privado (Nonfarm Payroll). Fonte: Koyfin, US Bureau

O aumento do nível de desemprego é a última escala necessária para forçar um cavalo de pau por parte do Federal Reserve. Por ora, aos níveis atuais de empregabilidade, a força do consumo das famílias americanas permanece intacta e não dá sinais claros de sufoco. Ainda serão necessários alguns meses até que a deterioração do mercado de trabalho afete os números da economia. Isso se deve ao elevado nível de poupança do americano, construído ao longo de 2021 e reforçado no início de 2023. Em novembro, o volume de poupança acumulada superava a marca dos US$ 830 bilhões.

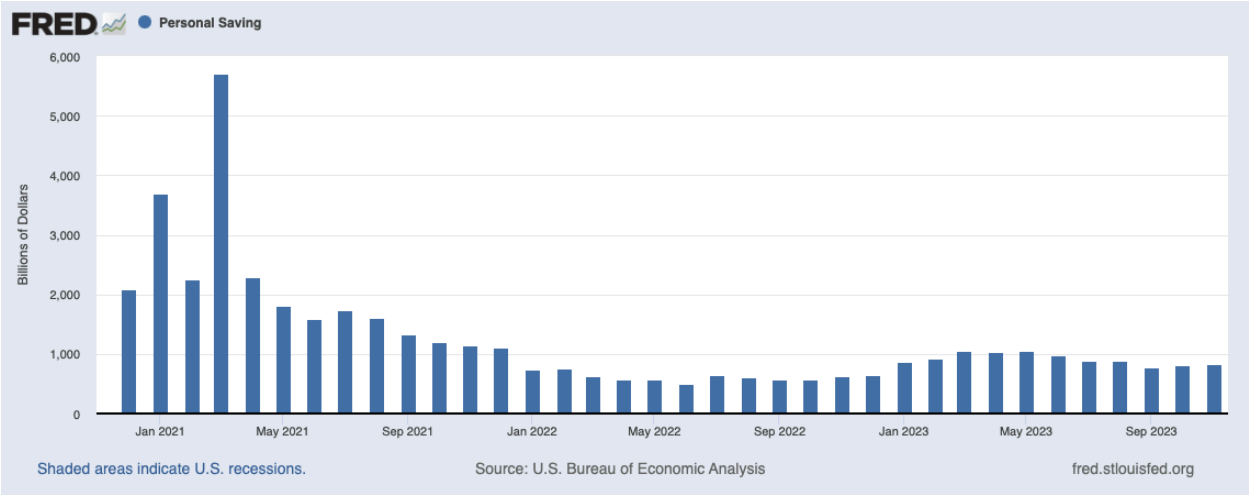

Gráfico 9 – Poupança acumulada das pessoas físicas (EUA). Fonte: FRED | FED St Louis.

E se por um lado o volume de poupança é elevado, por outro, o nível de inadimplência do cartão de crédito — principal instrumento utilizado pelos americanos para realizar compras — aumentou consideravelmente nos últimos meses, atingindo níveis vistos somente no período pós Grande Recessão. Em uma economia movida pelo crédito, a combinação do aumento das taxas de juros e inadimplência restringe o poder de compra das famílias.

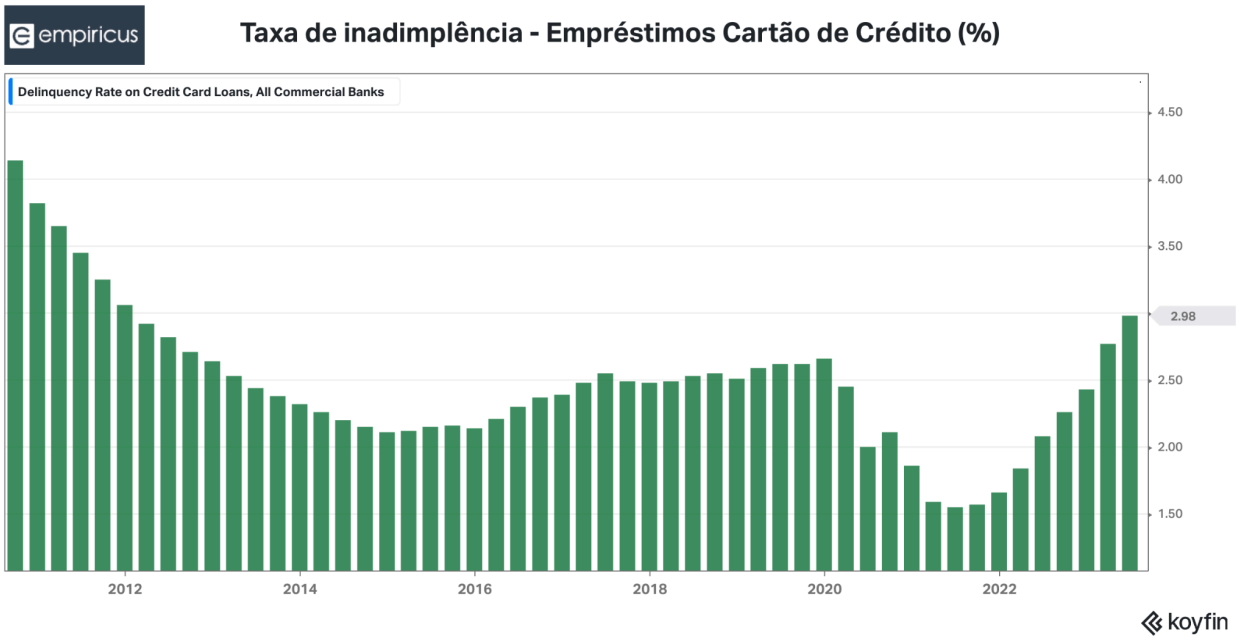

Gráfico 10 – Taxa de inadimplência - Empréstimos Cartão de crédito. Fonte: Koyfin, FRED | FED St Louis.

Já o ritmo da produção industrial se manteve bem mais lento durante todo o ano. E não deve melhorar subitamente. De acordo com o relatório do PMI da manufatura, realizado pelo Institute for Supply Management, a indústria vem se desacelerando sequencialmente ao longo de todo o ano e os indicadores qualitativos ligados às perspectivas apontam para uma deterioração mais intensa na margem. No último relatório de 2023, referente ao mês de novembro, 14 dos 17 segmentos industriais reportaram contração.

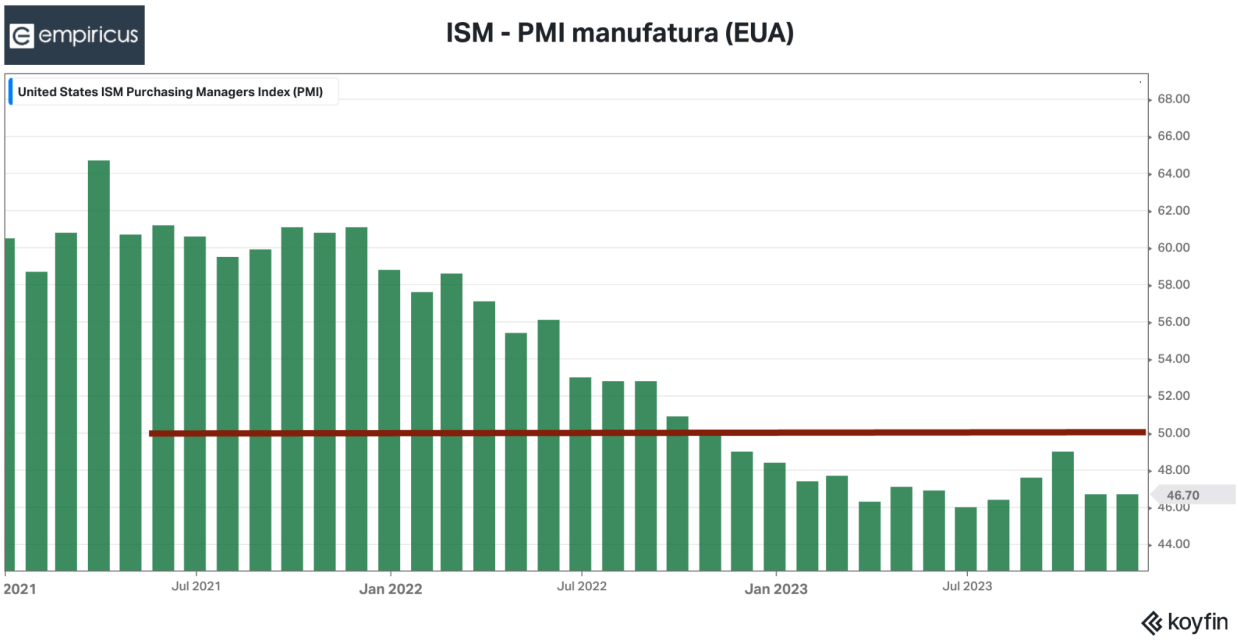

Gráfico 11 – ISM - PMI da manufatura. Fonte: Koyfin, Institute for Management Supply (ISM).

Por fim, é preciso mencionar o quadro de desinflação que assola a economia americana. Como bem pontuado no mesmo relatório do ISM, a normalização das cadeias produtivas já ocorreu e as companhias têm procurado ajustar estoques por meio de promoções. De forma direta, também é perceptível a continuidade do processo por meio do PCE Index (índice de inflação utilizado pelo FED). Apesar de lenta, por ora, a hipótese da desaceleração econômica sem sobressaltos tem ganhado mais adeptos e um maior espaço na matriz de probabilidades.

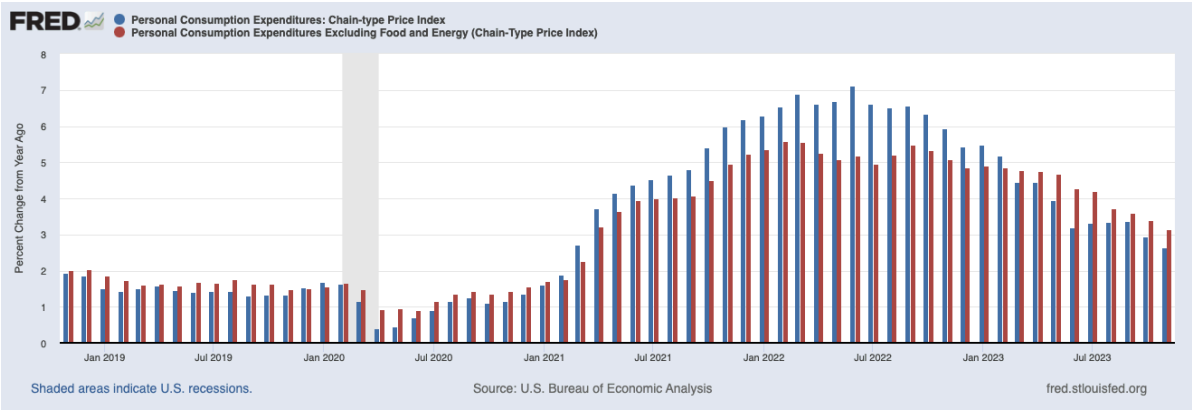

Gráfico 11 – Personal Consumption Expenditure (PCE). Fonte: FRED | FED St Louis.

De forma geral, o quadro da economia ainda não é ruim. Existem setores com mais dificuldades, como o imobiliário, por exemplo, mas nada capaz de estrangular a capacidade de crescimento. No decorrer do ano, à medida que a atividade for desacelerando, a justificativa para o aperto monetário atual deixará de existir e abrirá espaço para o Federal Reserve soltar o freio de mão. O equilíbrio tênue virá na condução do Quantitative Tightening (enxugamento do balanço do FED), que continuará acontecendo, e do BTFP, que teoricamente deveria ser encerrado em março, mas não será. Isto posto, abriria o espaço para a queda da taxa básica de juros e para normalização da curva de juros.

Sob a ótica do longo prazo, entretanto, a inércia da economia deverá trazer um ciclo arrítmico para os preços. A inflação provavelmente aparecerá em bolsões, suscitando eventuais dúvidas sobre a condução da política monetária. Quando olhamos para as questões que podem alimentar processos inflacionários, nos deparamos com os problemas das cadeias produtivas, que estão sendo reconstruídas (reshoring); a dificuldade de se avançar com a transição energética; além da própria questão associada ao endividamento dos governos. Os EUA, em especial, passará por um processo eleitoral bastante árduo, repleto de ruídos, cujo resultado é uma incógnita em termos fiscais.

Essas questões devem manter as taxas de juros de longo prazo em níveis mais elevados do que aqueles vistos na última década. A taxa livre de risco da economia americana — a taxa de 10 anos — deverá continuar girando dentro da faixa dos 3,5% aos 4% ao ano, nível que abre espaço para a tomada de risco em diferentes classes de ativos.

2. A valorização das Bolsas americanas

Depois de anos difíceis para os balanços das companhias, 2024 promete dar uma folga nas margens operacionais. De acordo com as estimativas de mercado compiladas pela FactSet, as receitas consolidadas das companhias que compõem o S&P 500 devem crescer ao redor dos 5,5%, enquanto os lucros devem crescer ao redor dos 11,5%. As margens operacionais devem avançar cerca de 200 pontos base e dar o conforto necessário para as companhias continuarem retornando um bom volume de recursos aos seus acionistas via proventos e recompra de ações.

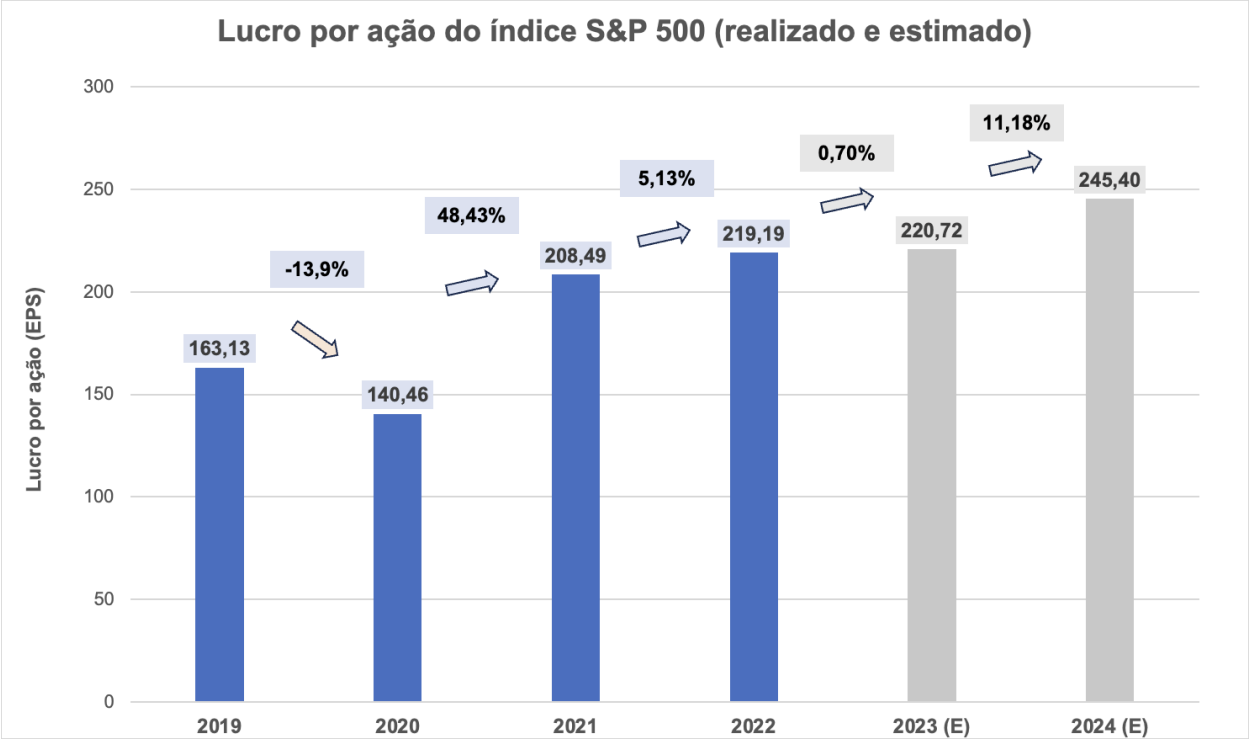

Gráfico 12 – Lucro por ação do índice S&P 500 (realizado e estimado). Fonte: FactSet, Empiricus Gestão.

Outro ponto relevante diz respeito ao endividamento das companhias. Se levarmos em consideração que o "Bull Steepening" ocorrerá na curva de juros americana, uma janela interessante para o refinanciamento se abrirá para as small caps, hoje as mais endividadas do espectro corporativo. Neste sentido, os olhos dos investidores deverão se voltar até para os REITs, cuja situação ainda não parece favorável, mas que podem se tornar excelentes oportunidades à frente.

Além disso, é preciso ter em mente que o prêmio nas bolsas americanas também se deve à mudança estrutural de boa parte dos modelos de negócio. Nesta última década, com o avanço da tecnologia, não foram poucas as empresas de serviços que migraram a forma de monetização dos seus produtos do "one time" para assinatura, o que fortalece a recorrência na geração de caixa das empresas. Em especial no B2B, esse modelo fortalece as vantagens competitivas das empresas que possuem bom serviços e que sejam capazes de expandir seu escopo ao longo do tempo. As Big Techs, em especial, direcionaram seus esforços para esses tipos de negócio há alguns anos e agora conseguem empilhar suas receitas com maior facilidade.

Por fim, vale mencionar que o pulso de liquidez nos mercados acionários deve provocar um vento de cauda suficiente para empurrar as ações dos setores da economia que ficaram muito para trás ao longo destes últimos anos, o que por sua vez, deve ajudar a levar os índices da Bolsa americana para cima. Vale ter em mente que mesmo com o excelente ano para as bolsas americanas, o volume de recursos mantidos nos fundos de caixa ("money markets") alcançou o recorde de US$ 5,3 trilhões. É o chamado "dry powder" que pode alimentar os mercados nos próximos 12 meses. A recente redução de volatilidade (o VIX — índice do medo — retornou para a faixa que vai dos 12 aos 14 pontos), também contribui para a continuidade do movimento de ascensão dos preços das ações.

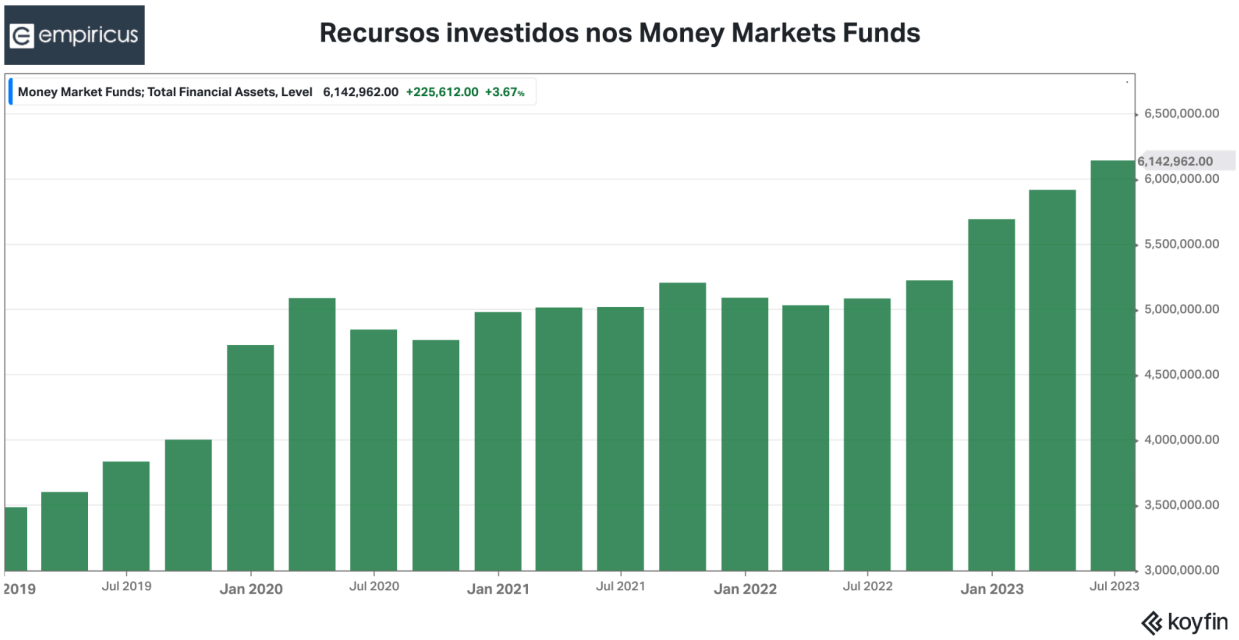

Gráfico 13 – Recursos investidos nos Money Markets Funds. Fonte: Koyfin, FRED | FED St Louis.

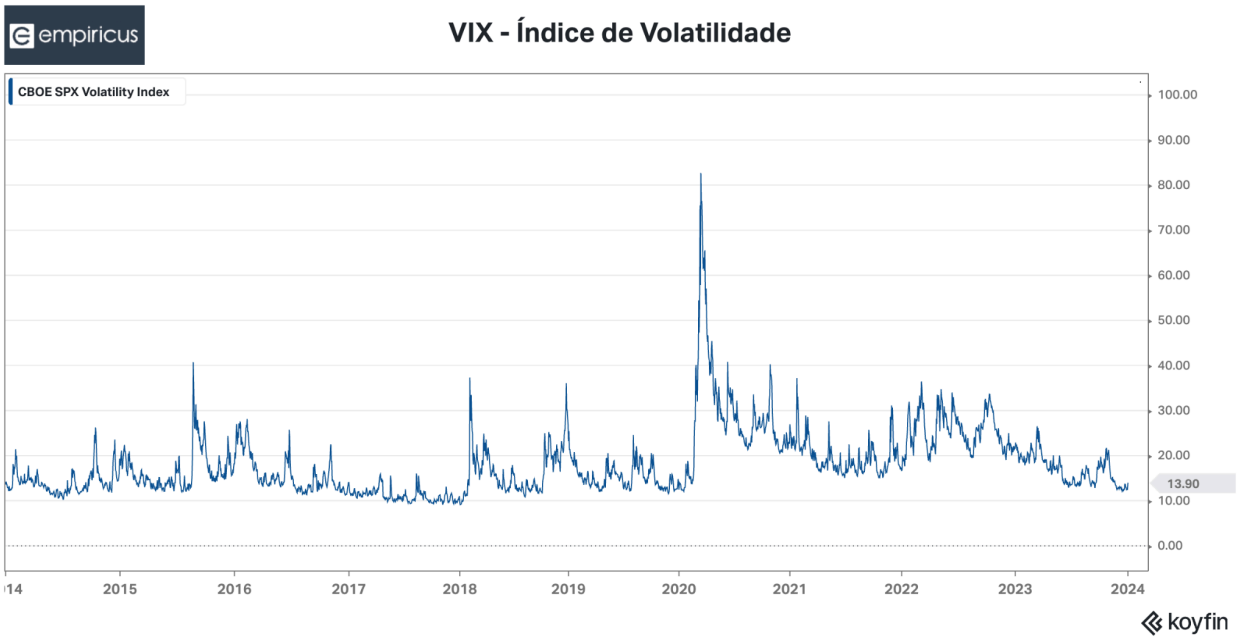

Gráfico 14 – VIX - Índice de Volatilidade. Fonte: Koyfin.

3. A economia brasileira

Apesar das expectativas de crescimento do PIB brasileiro para 2023 superarem os 3%, o dinamismo da atividade econômica brasileira vem perdendo força. Ao longo do ano, o agronegócio foi o grande motor do país, em contrapartida à indústria e a formação bruta de capital fixo (FBCF) que mostram estagnação.

Uma parte desse marasmo se deve à política monetária restritiva, necessária para conter o dragão da inflação após os anos de política fiscal expansionista. Mas a demora do governo e do congresso em aprovar medidas capazes de trazer a confiança nas contas públicas do país também foi responsável por limitar o apetite do investimento privado. A solução do governo para conter o déficit fiscal pautada no aumento dos impostos será posta à prova ao longo de 2024, ao passo que para reduzir efetivamente o custo de capital do país será necessário segurar os gastos públicos.

Por ora, o mercado financeiro global está abrindo uma janela extremamente favorável. Em dezembro, o volume de recursos estrangeiros injetados na Bolsa brasileira superou a marca dos R$ 55 bilhões, levando o Ibovespa para sua máxima histórica (135 mil pontos).

Os discursos sóbrios feitos pelo presidente do BC, Roberto Campos Neto, e pelo ministro da Fazenda, Fernando Haddad, abriram espaço para que o CDS (Credit Default Swap) brasileiro voltasse para os níveis de 2019, ao redor dos 130 pontos. Tal indicador reflete a confiança na moeda brasileira e dá margem para manobra, especialmente sobre a questão da dívida pública. O cercadinho está mais vivo do que nunca.

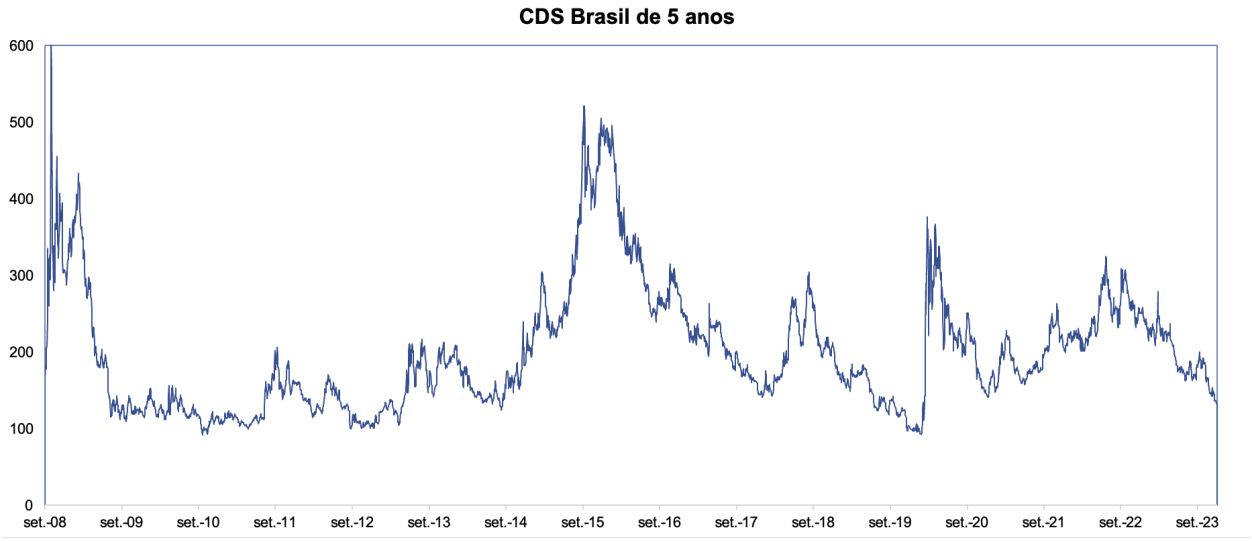

Gráfico 15 – Credit Default Swap (CDS) brasileiro de 5 anos. Fonte: Investing, Empiricus Gestão.

Esse salto de confiança é que tem levado a curva de juros brasileira para níveis bem mais baixos do que aqueles vistos há 12 meses. Com a inflação dentro da meta, o espaço para a queda da Selic aumenta e puxa para baixo os vértices mais distantes. O único risco aqui vem de uma deterioração do quadro fiscal. É um ponto de atenção, pois a perda do equilíbrio pode gerar um processo de "Bear Steepening", no qual os juros longos subiriam mais rapidamente do que os curtos, expulsando o capital de risco. A probabilidade de um cenário desse tipo parece baixa, dado o esforço do ministro da Fazenda de se fazer compreendido. Mas no Brasil, tudo é possível.

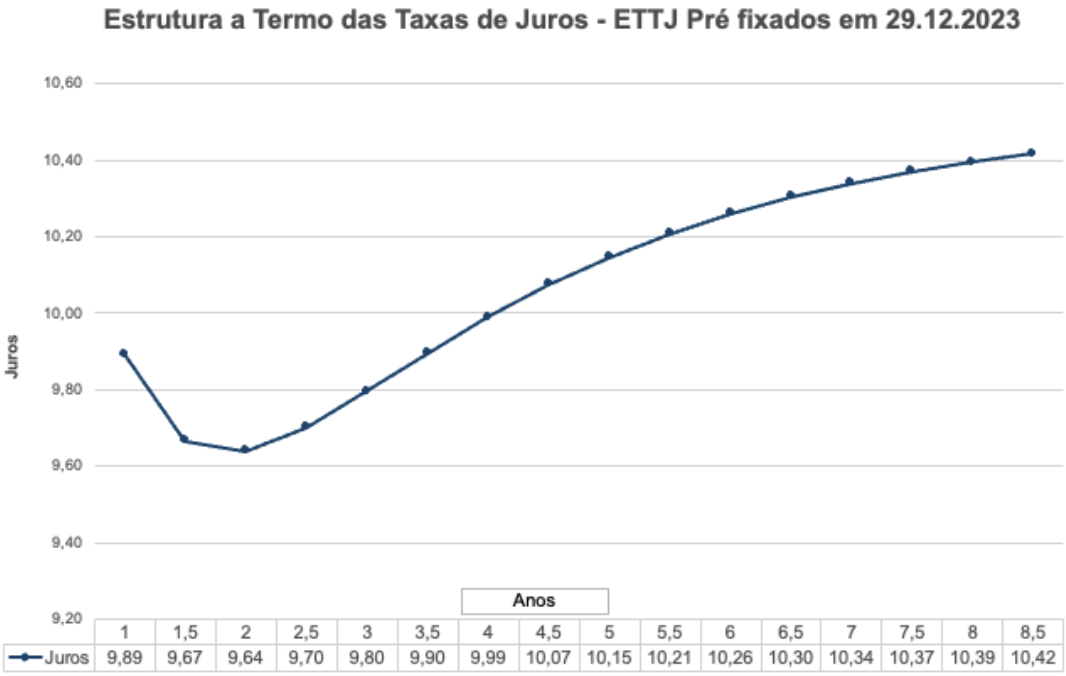

Gráfico 16 – Estrutura a Termo das Taxas de Juros. Fonte: Anbima, Empiricus Gestão.

Sob a ótica da renda variável brasileira, a descompressão nos fluxos de caixa das empresas parece ser a chave para que os preços das ações deslanchem. Ao longo dos últimos anos, a maior parte das companhias fez o trabalho de casa, enxugando os excessos e otimizando a estrutura de capital para se adaptar à situação mais adversa da economia brasileira. Isso significa que elas entrarão no ano que vem com balanços mais leves e mais aptos a gerar valor para os acionistas. Alguns casos, em especial, merecem atenção dado o seu diferencial competitivo — veja as teses de investimento descritas na carta do Empiricus Deep Value Brasil FIA, por exemplo.

Além disso, o ambiente mais propício para a renda variável abre espaço para a retomada das ofertas públicas (IPOs). Normalmente, quando essa janela se abre, há um re-apreçamento importante dos ativos já listados em bolsa. O ciclo de IPOs visto no primeiro semestre de 2021 deixou essa premissa às claras. Apesar de suportado por taxas de juros extremamente baixas, os múltiplos de lucros de diversos setores da bolsa avançaram substancialmente. É uma questão de oferta e demanda: quando os recursos para se comprar empresas são abundantes, por maior que seja o número de ativos, aquelas empresas que guardam diferenciais claros na execução e na capacidade de

gerar valor para seus acionistas acabam por aglutinar maiores volumes de recursos e prêmio frente aos pares.

De forma geral, o ambiente que se avizinha para os mercados brasileiros é bem mais positivo do que aquele visto nos últimos dois anos. Se o fluxo de recursos dos investidores locais voltar aos mercados, poderemos ter surpresas muito positivas ao longo do ano.

Macroalocações dos fundos da Empiricus Gestão

Nosso cenário base indica um início de ano bastante favorável para os ativos de risco globais. Sustentadas pelo pulso de liquidez, maior apetite ao risco e uma dinâmica ainda favorável nos balanços das companhias, as ações devem gerar bons retornos para os portfólios, em especial nestes primeiros meses do ano. A renda fixa também deve entregar um pouco mais da sua gordura e, com as quedas das taxas, gerar prêmio em relação aos benchmarks.

Diante desse quadro, os fundos da Empiricus Gestão (internacionais e nacionais que não seguem os relatórios da Empiricus Research) iniciaram o ano sobre alocados em risco. Nos fundos de ações, aproveitaremos eventuais movimentos de queda dos mercados para realinhar as carteiras. Nos fundos de renda fixa, manteremos posições aplicadas nos juros mais curtos – com vencimento em 2 anos – e posicionados em títulos atrelados à variação da inflação na ponta mais longa (famíla Renda Fixa Ativo FI RF)

Na renda fixa em dólar, alguma atenção é necessária. O processo de desinversão da curva de juros americana deve ser tortuoso e não deve gerar ganhos fáceis nos títulos dolarizados. Ainda preferimos os títulos que vencem em prazos mais curtos (posição comprada). Por fim, gostamos do risco de crédito brasileiro negociado lá fora. A queda do risco Brasil deve gerar um prêmio interessante nesse tipo de ativo ao longo do ano.

De forma resumida, as macroalocações dos fundos da Empiricus Gestão podem ser vistas no Anexo I. Note que a tabela delineia os fundos que são inspirados nos relatórios e teses da Empiricus Research (ER) e os fundos cujas alocações são delineadas e estruturadas pela área de análise da gestora (EG). Além disso, nesse mapa, não constam as alocações dos fundos de previdência, cujas estratégias acompanham os

fundos aqui citados; dos fundos ligados ao segmento de criptomoedas (em breve teremos um relatório específico sobre eles); dos fundos temáticos e/ou passivos, como o Urânio FIM ou Inflação Curta FI RF; e, da família Melhores Fundos, cuja análise da macroalocação requer a explosão individualizada de cada um dos fundos presentes nas carteiras.

Reforço, a ideia aqui é dar um panorama sobre as classes de ativos presentes nas carteiras da Empiricus Gestão. Ao longo dos demais materiais da gestora (Cartas dos fundos e Diário de Bordo), exploraremos mais detalhes sobre as alocações dos fundos. Não perca as próximas leituras.

Considerações Finais

A estruturação de um cenário base é o ponto de partida para a condução da gestão dos fundos. Mudanças de rota, entretanto, são costumeiras e precisam fazer parte do arcabouço estratégico da equipe de gestão.

Por isso que, em primeiro lugar, as previsões feitas neste documento não têm o intuito de serem totalmente certeiras, mas sim popular as ideias e dar um direcionamento para as estratégias de alocação dos fundos. Neste sentido, avaliar os possíveis cenários adversos e pensar nas formas de proteger as carteiras caso eles aconteçam é uma tarefa recorrente da equipe.

Para o ano que começa, os riscos geopolíticos parecem ser aqueles mais capazes de fazer desandar as nossas previsões. Isso porque eventuais problemas no comércio global causados por uma "guerra quente" (conflito bélico real), poderiam encarecer as cadeias e trazer de volta o risco inflacionário. Vale ter em mente, que as frentes de conflito já estão presentes na Europa (Ucrânia e Rússia), Ásia (Taiwan e China), Oriente Médio (Israel, Gaza, Iêmen, Líbano, Irã, etc), América do Sul (Venezuela e Guiana); isso sem contar a questão da imigração na Europa, que já causa transtornos maiores na sociedade.

Apesar de existente, descarto o risco de liquidez advindo de políticas monetárias mais restritivas do Bancos Centrais. Se a situação dos mercados culminarem em efeitos diretos na economia, o FED correrá para salvar os agentes com problemas.

Enfim, o ano de 2024 guardará novos (e bons) desafios. Tomando emprestadas as palavras do sábio Howard Marks, estamos no meio de campo, sem conseguir cravar exatamente em qual lado (em direção à recessão ou a um novo salto de crescimento econômico), mas estamos preparados para enfrentá-los e gerar retornos para nossos fundos e cotistas. Vamos em frente.

Forte abraço,

João Piccioni

Anexo I

1) Renda Fixa Local

Fundos de Investimento Macroalocações			Renda Fixa Local							
			Títulos Públicos					Crédito Privado / Bancário / FIDCs		
			Short Duration			Long Duration				
	Nome	Teses	Selic	Prefixado	IPCA +	Prefixado	IPCA +	CDI +	% CDI	IPCA +
Fundos de Renda Fixa	Empiricus Renda Fixa Ativo FI RF	EG	X	X	X		X	X	X	
	Empiricus Cash Yield FI RF	EG	X						X	
	Empiricus Selic FI RF Simples	EG	X							
Fundos Multimercado	Empiricus Wealth Trading FIM	EG	X	X			X			
	Empiricus Carteira Universa FIM	ER	X				X			
	Empiricus Money Rider HF FIM IE	EG	X							
	Empiricus Atrium FIC FIM	EG	X					X	X	
	Empiricus Bonds USD FIM IE	EG	X				X			
	Empiricus Dólar Income FIM	EG	X							
	Empiricus Renda Extra FIM	ER	X				X			
	Empiricus Petroleo FIM	EG	X				X			
	Empiricus Agro Brasil FIM	EG	X				X			

2) Renda Fixa Internacional

Fundos de Investimento Macroalocações		Renda Fixa Internacional					
		Títulos Públicos					Crédito Privado / Bancário
		Short Duration			Long Duration		
Nome	Teses	Float (USD)	Prefixado	TIPS (inflação)	Prefixado	TIPS (inflação)	Prefixado
Fundos Multimercado							
Empiricus Wealth Trading FIM	EG						
Empiricus Carteira Universa FIM	ER	X					
Empiricus Money Rider HF FIM IE	EG	X	X				X
Empiricus Atrium FIC FIM	EG						
Empiricus Bonds USD FIM IE	EG	X					X
Empiricus Dólar Income FIM	EG	X	X		X		
Empiricus Renda Extra FIM	ER						
Empiricus Petroleo FIM	EG	X					
Empiricus Agro Brasil FIM	EG	X					

3) Ações

Fundos de Investimento Macroalocações		Ações							
		Local				internacional			
		Small Caps	Large Caps						
Nome	Teses	Small	Ibovespa (Cmdty)	Quality	Value	Growth	Quality	Value	Tech
Fundos Multimercado									
Empiricus Wealth Trading FIM	EG	X	X			X			
Empiricus Carteira Universa FIM	ER	X	X	X	X	X			
Empiricus Money Rider HF FIM IE	EG		X			X	X	X	X
Empiricus Atrium FIC FIM	EG								
Empiricus Bonds USD FIM IE	EG								
Empiricus Dólar Income FIM	EG								
Empiricus Renda Extra FIM	ER		X		X				
Empiricus Petroleo FIM	EG		X					X	
Empiricus Agro Brasil FIM	EG		X						
Fundos Ações									
Empiricus Tech Select FIA BDR	EG	X	X			X	X		X
Empiricus MoneyBets FIA BDR	EG					X			X
Empiricus Money Rider FIA BDR	EG						X	X	X
Empiricus WB90 FIA	EG	X					X	X	
Empiricus Deep Value Brasil FIA	EG	X	X		X				
Empiricus MicroCap Alert FIA	ER	X							
Empiricus Oportunidades FIA	ER	X	X	X	X				
Empiricus MAB FIA	ER		X	X	X				
Empiricus Dividendos FIA	ER		X	X	X				
Market Makers FIA	MM	X	X						

4) Outro Ativos

Fundos de Investimento Macroalocações			Outros Ativos						
			Local	internacional					
			FIIs	Cripto	Metais preciosos x				
	Nome	Teses				Petróleo	Urânio	Energia Limpa	
Fundos Multimercado	Empiricus Wealth Trading FIM	EG		X					
	Empiricus Carteira Universa FIM	ER	X	X	X	X			
	Empiricus Money Rider HF FIM IE	EG		X	X	X	X		X
	Empiricus Atrium FIC FIM	EG							
	Empiricus Bonds USD FIM IE	EG							
	Empiricus Dólar Income FIM	EG							
	Empiricus Renda Extra FIM	ER	X			X			
	Empiricus Petroleo FIM	EG							
	Empiricus Agro Brasil FIM	EG							
Fundos Ações	Empiricus Tech Select FIA BDR	EG							X
	Empiricus Money Bets FIA BDR	EG					X	X	X
	Empiricus Money Rider FIA BDR	EG				X			
	Empiricus WB90 FIA	EG				X			
	Empiricus Deep Value Brasil FIA	EG				X			
	Empiricus MicroCap Alert FIA	ER							
	Empiricus Oportunidades FIA	ER				X			
	Empiricus MAB FIA	ER							
	Empiricus Dividendos FIA	ER							
	Market Makers FIA	MM							

Anexo II – Retorno dos fundos da Empiricus Gestão em 2023

1) Renda Variável

Fundo	Classe	Ideias	Ano
Ibovespa Index	RV Local	Gestão	22,86%
Ibovespa (+/-)			0,58 p.p.
MAB	RV Local	Research	18,54%
Ibovespa (+/-)			-3,74 p.p.
Oportunidades de Uma Vida	RV Local	Research	9,67%
Ibovespa (+/-)			-12,61 p.p.
Microcap	RV Local	Research	50,55%
SMLL (+/-)			33,43 p.p.
Dividendos	RV Local	Research	22,44%
Ibovespa (+/-)			0,16 p.p.
Market Makers	RV Local	Market Makers	35,46%
Ibovespa (+/-)			13,18 p.p.
Deep Value	RV Local	Gestão	22,17%
Ibovespa (+/-)			-0,11 p.p.
Money Rider Ações Dinâmico	RV Exterior	Gestão	8,23%
S&P500 (+/-)			-8,95 p.p.
WB90	RV Exterior	Gestão	10,56%
S&P500 (+/-)			-6,61 p.p.
Tech Select	RV Exterior	Gestão	40,32%
S&P500 (+/-)			23,15 p.p.
Money Bets	RV Exterior	Gestão	7,19%
S&P500 (+/-)			-9,98 p.p.

2) Criptomoedas

Fundo	Classe	Ideias	Ano
Criptomoedas	Cripto	Research	82,48%
ICE U.S. (+/-)			86,27 p.p.
Cripto High Beta	Cripto	Research	70,24%
ICE U.S. (+/-)			74,03 p.p.
Coin Cripto	Cripto	Research	84,88%
ICE U.S. (+/-)			87,39 p.p.
Cripto Metals Blend	FoF	Gestão	9,20%
Ouro (+/-)			15,16 p.p.

3) Multimercados

Fundo	Classe	Ideias	Ano
Carteira Universa	Multimercado	Research	10,72%
CDI (%)			82%
Money Rider Hedge Fund	Multimercado	Gestão	-1,76%
ICE U.S. (+/-)			2,03 p.p.
Wealth Trading	Multimercado	Gestão	11,65%
CDI (%)			89%
Renda Extra	Multimercado	Research	22,19%
CDI (%)			170%
Universa Rider Blend	Multimercado	Research	9,56%
CDI (%)			73%
Atrium	Multimercado	Gestão	15,59%
CDI (%)			120%
Bonds USD	Multimercado	Gestão	-2,11%
CDI (%)			-16%

4) Renda Fixa

Fundo	Classe	Ideias	Ano
Renda Fixa Ativo	RF Local	Gestão	13,16%
CDI (%)			101%
Inflação Curta	RF Local	Gestão	11,86%
CDI (%)			91%
Inflação Longa	RF Local	Gestão	22,27%
CDI (%)			171%

5) Temáticos

Fundo	Classe	Ideias	Ano
Dólar	Moedas	Gestão	-2,47%
Dólar (+/-)			-4,74 p.p.
Moedas LIFE	Moedas	Gestão	-4,94%
Dólar (+/-)			-2,27 p.p.
Ouro	Moedas	Gestão	-5,16%
Ouro (+/-)			-0,80 p.p.
Prata	Temáticos	Gestão	-15,07%
Ouro (+/-)			9,11 p.p.
Cobre	Temáticos	Gestão	-6,97%
CDI (%)			-54%
Petróleo	Temáticos	Gestão	-14,30%
CDI (%)			-110%
Urânio	Temáticos	Gestão	32,87%
CDI (%)			252%
Carbono	Temáticos	Gestão	-15,88%
Euro (+/-)			11,97 p.p.
Agro	Temáticos	Gestão	7,98%
CDI (%)			61%

6) Família Melhores Fundos

Fundo	Classe	Ideias	Ano
FoF MF *	FoF	Research	15,00%
CDI (%)			115%
FoF MF Ações	FoF	Research	26,04%
Ibovespa (+/-)			3,76 p.p.
FoF MF MM	FoF	Research	9,59%
CDI (%)			73%
FoF MF Conservador	FoF	Research	11,62%
CDI (%)			89%
FoF MF Novas Ideias	FoF	Research	12,71%
CDI (%)			97%
FoF MF Retorno Absoluto	FoF	Research	7,66%
CDI (%)			59%
FoF MF Global *	FoF	Research	3,22%
ICE U.S. (+/-)			7,07 p.p.
FoF MF Global Equities	FoF	Research	16,43%
MSCI ACWI (+/-)			2,49 p.p.
FoF MF Blend	FoF	Research	13,51%
CDI (%)			104%
FoF Commodities	FoF	Gestão	-2,54%
CDI (%)			-19%
Essencial Moderado	FoF	Gestão	11,92%
CDI (%)			91%

7) Fundos de Previdência

Fundo	Classe	Ideias	Ano
FoF SP	Previdência	Research	16,56%
CDI (%)			127%
FoF SP2	Previdência	Research	15,99%
CDI (%)			123%
FoF Prev Cons	Previdência	Research	12,29%
CDI (%)			94%
FoF Prev Arroj	Previdência	Research	21,95%
Ibovespa (+/-)			-0,33 p.p.
FoF SP Ações	Previdência	Research	25,63%
Ibovespa (+/-)			3,35 p.p.
Carteira Universa Prev	Previdência	Research	12,43%
CDI (%)			95%
Oportunidades de Uma Vida Prev	Previdência	Research	8,53%
Ibovespa (+/-)			-13,75 p.p.
Cripto Prev	Previdência	Gestão	23,95%
CDI (%)			184%
Global Real Return Prev	Previdência	Research	16,00%
CDI (%)			123%
Nova SuperPrevidência	Previdência	Research	15,30%
CDI (%)			118%

Disclaimer

Os fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Para avaliação da performance do fundo de investimento é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Os fundos multimercados com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.