



# ONDE INVESTIR EM 20 25

Navegue rumo às  
oportunidades

04 de dezembro de 2024

ECONOMIA

ESTRATÉGIA

INVESTIMENTOS

POLÍTICA

# Índice

- 01 Economia global**  
05 Novo equilíbrio pós-pandemia
- 02 Economia Brasil**  
10 Freio de arrumação
- 03 Política**  
15 Riscos e desafios do segundo biênio
- 04 Alocação**  
18 CDI, o algoz da diversificação em 2024
- 05 Renda fixa**  
24 Retornos atraentes com mais seletividade
- 06 Estratégia global**  
28 O admirável mundo além das magníficas
- 07 Estratégia Brasil**  
35 Uma visão neutra para a Bolsa brasileira em 2025
- 08 Estratégia quantitativa**  
41 Fatores no Brasil: Momentum e Qualidade se destacam
- 09 ESG**  
45 Cinco principais tendências para ficar de olho
- 10 Setores da Bolsa**  
49 Perspectivas e oportunidades para cada setor

# Nossos Experts



## Fernando Ferreira, CFA

Estrategista-chefe e head do Research



## Caio Megale

Economista-chefe



## Artur Wichmann, CFA

CIO da XP e presidente do Comitê de Alocação da XP Advisory Brasil



## Marcella Ungaretti

Head de Research ESG



## Danniela Eiger, CFA

Head de varejo e co-head de Equity Research



## Rodrigo Sgavioli, CFP®

Head de alocação



## Pedro Bruno

Head de transportes e co-head de Equity Research



## Paulo Gama

Head de análise política



## Camilla Dolle

Head de renda fixa do Research



## Andres Pardo

Estrategista Latam



## Paulo Gitz, CFA

Estrategista global do Research



## Vladimir Pinto, CFA

Head de energia e saneamento



## Bernardo Guttmann

Head do setor financeiro, tech, mídia e telecom



## Ygor Altero

Head de real estate



## Leonardo Alencar

Head de agro, alimentos e bebidas



## Regis Cardoso, CFA

Head de óleo, gás e petroquímicos



## Lucas Laghi

Head de mineração e siderurgia, papel e celulose e bens de capital

# Carta aberta

## Caro investidor,

Ao olharmos para 2024, vemos que globalmente muitas coisas foram bem, apesar das grandes incertezas que ainda pairam no horizonte. Na data em que escrevemos este relatório, as ações globais registravam alta de 19% no acumulado do ano, lideradas principalmente pelo mercado norte-americano, que sobe impressionantes 26%. Essa rentabilidade anual está entre os 25% melhores resultados históricos do S&P 500 nos últimos 30 anos.

A economia dos Estados Unidos continuou a desafiar a gravidade - e a visão do consenso - de que uma desaceleração forte era iminente. Os economistas agora esperam que o PIB dos EUA cresça 2,7% em 2024 e 2,1% em 2025. Isso está muito longe dos temores de recessão que foram uma fonte importante de preocupação desde que o Federal Reserve (Fed) começou a aumentar as taxas. Falando sobre o Fed, nossa equipe acertou que o banco central dos EUA começaria a cortar os juros em 2024 e deveria terminar o ano com as taxas em 4,5%. Esperamos que os cortes sigam em 2025, trazendo as taxas para 3,5%.

A eleição de Donald Trump e o controle do Congresso e do Senado pelos republicanos devem permitir que o novo presidente norte-americano avance com muitas de suas promessas de campanha - incluindo tarifas mais altas. Com isso, esperamos um mar mais agitado no cenário macroeconômico, possivelmente um dólar mais forte no mundo e uma perspectiva mais difícil para mercados emergentes.

Para o Brasil, esse cenário significa pressão contínua sobre o real e maiores desafios para atrair fluxos estrangeiros. Nossa equipe macro enxerga 2025 como um ano de “freio de arrumação” na economia. Sobre a política monetária, esperamos que o Banco Central continue a aumentar a taxa Selic, de 11,25% atualmente para 14,25% até o segundo trimestre. Além disso, o governo anunciou um plano para ajustar os gastos fiscais, que são a principal fonte de preocupação para os investidores. Em relação ao crescimento do PIB, nosso time espera ventos mais fracos e desaceleração de 3,5% em 2024 para 2,0% em 2025.

Ainda assim, as águas turbulentas no cenário macroeconômico trazem excelentes oportunidades de investimento e de retorno, na renda fixa e em outras classes de ativos no Brasil e no mundo. Manter a diversificação na carteira, respeitando a alocação adequada ao seu perfil de risco, segue sendo a fórmula do sucesso.

No mercado de ações, temos uma visão neutra para 2025. Do lado positivo, os papéis brasileiros continuam atrativos. Os fundamentos das empresas estão sólidos, como indicam os níveis recorde de retorno de caixa aos acionistas. Por outro lado, vemos riscos de revisões baixistas de lucros para 2025 devido a juros mais altos. Historicamente, os ciclos de aumento de juros não são os melhores momentos para as ações brasileiras. Nesse cenário, nosso posicionamento continua em nomes que demonstram forte geração de caixa, exposição de receitas em dólar e sólido crescimento de lucros.

Confira nosso relatório Onde Investir 2025 nas próximas páginas para mergulhar nos principais fatores que podem influenciar a economia, a política e os mercados. Nele, reunimos nossas recomendações para você saber navegar pelos desafios, aproveitando as melhores oportunidades. Boa leitura e ótimos investimentos!

**Fernando Ferreira e time Research**

# 01.

## Economia global

Novo equilíbrio pós-pandemia

Por Andres Pardo,  
Marco Oviedo e Francisco Nobre

## 01. Economia global

### Novo equilíbrio pós-pandemia



A perspectiva de curto prazo nos Estados Unidos permanece favorável. O Federal Reserve começou a cortar as taxas de juros pela razão positiva (desinflação sustentável), não por recessão. No entanto, conflitos geopolíticos e o ambiente econômico pós-eleição representam um risco à continuidade de queda de inflação e juros. Na China, a economia deve seguir fraca apesar dos estímulos do governo, sugerindo que os preços de commodities não devem se recuperar no ano que vem.

#### Estados Unidos: dólar forte, economia resiliente e risco de inflação

**No cenário político, os resultados das eleições nos Estados Unidos aumentam a incerteza sobre o panorama econômico global em 2025.** A vitória de Donald Trump, combinada à maioria republicana no Congresso, tende a intensificar os impactos econômicos potenciais: maior crescimento econômico nos EUA (embora menor em outras regiões), fortalecimento do dólar, pressões inflacionárias adicionais, intensificação das preocupações fiscais e aumento das barreiras comerciais (especialmente com a China). Esse último ponto é particularmente preocupante, pois pode pressionar a inflação global e restringir o crescimento e a produtividade em escala mundial. Uma economia menos aberta tende a impactar diretamente países com fortes laços com os EUA, como China, Alemanha e México, além de gerar efeitos indiretos em outras economias.

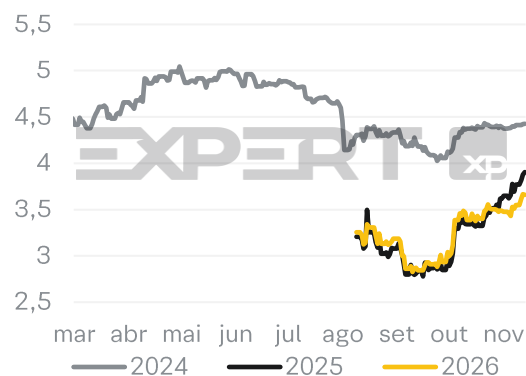
O efeito do dólar mais forte sobre as economias emergentes tende a ser mais acentuado do que em economias desenvolvidas. No entanto, ainda há grande incerteza sobre quais políticas serão efetivamente implementadas.

Com relação à economia dos EUA, a perspectiva de curto prazo é positiva. No ano passado, argumentamos que a economia norte-americana desaceleraria gradualmente em 2024, e o Fed reduziria as taxas de juros de forma moderada. Na época, prevíamos um crescimento do PIB de apenas 1%, inflação de 2,5% e a taxa de juros do Fed encerrando o ano em 4,5%. Acertamos sobre inflação e juros, mas a atividade econômica surpreendeu significativamente para cima: o PIB deve crescer quase o dobro que o projetado.

A desinflação permitiu ao Fed começar a cortar as taxas de juros. Até quanto as taxas podem cair? O Fed já reduziu sua taxa básica em 0,75 p.p., para 4,75%. No entanto, há considerável incerteza adiante, dado que os riscos relacionados à inflação não desapareceram completamente e existem dúvidas sobre o nível neutro de juros no pós-pandemia. O núcleo da inflação ainda está um pouco acima da meta (entre 2,5% e 3,0%), enquanto os conflitos geopolíticos e a incerteza econômica global pós-eleição representam uma possível ameaça à etapa final do processo de desinflação.

#### Volatilidade nas expectativas em relação ao ciclo de afrouxamento do Fed

Implícito pelo mercado de Swaps (a.a., %)



Fonte: BBG, XPResearch

## 01. Economia global

**Em 2025, esperamos que o Fed modere o processo de flexibilização.** Apesar de uma política monetária ainda restritiva, os fundamentos macroeconômicos não apontam risco de recessão. Em particular, o consumo das famílias permanece forte, o crescimento dos salários reais continua robusto, o setor bancário está bem capitalizado e os lucros das empresas seguem em alta. Projetamos alguma desaceleração, com um crescimento do PIB em torno de 1,5%, devido à política monetária ainda restritiva.

**Projetamos a inflação em torno de 2,5% ao longo do ano, um pouco acima da meta de 2% do Fed.** Nosso cenário não inclui um aumento significativo nas tarifas de importação da China, o que poderia adicionar um viés de alta às projeções. Nesse contexto, esperamos que o Fed realize mais um corte de juros em dezembro de 2024 e, em seguida, promova um corte a cada duas reuniões ao longo de 2025, encerrando o ano com uma taxa terminal de 3,5%. Acreditamos que 2025 será mais um ano de alta volatilidade nas taxas de juros dos títulos públicos (*US Treasuries*), o que tende a se refletir nos preços de ativos financeiros de todo o mundo.

### **Europa: condições para queda de juros são mais claras do que nos EUA, embora postura gradual do BCE deva prevalecer**

A inflação na Europa desacelerou em 2024, ainda que menos do que o esperado. A inflação geral caiu para a meta de 2,0%, mas as medidas de inflação subjacente (menos voláteis) permanecem acima de 2,5%. O crescimento econômico permaneceu estagnado ao longo do ano, com a Alemanha – a maior economia do bloco – em contração. Nesse cenário, acreditamos que os riscos para a economia estão equilibrados.

Avaliamos que o cenário para a Zona do Euro é compatível com mais flexibilização monetária gradual, estimando espaço para cortes adicionais de 1,0 p.p. nas taxas de juros. Projetamos que o Banco Central Europeu (BCE) retome uma frequência de cortes “em reuniões alternadas” no início de 2025. Os juros devem permanecer em território levemente restritivo até que o BCE tenha confiança suficiente na convergência sustentável da inflação à meta. Antecipamos a taxa de depósito em torno de 2,25% ao final do ciclo de cortes, no terceiro trimestre de 2025.

No Reino Unido, apesar do progresso considerável no processo de desinflação este ano, o Banco da Inglaterra (BoE) espera que a política fiscal expansionista adicione pressões inflacionárias nos próximos períodos, mantendo a inflação acima da meta de 2% ao longo de 2025. Além disso, os indicadores de crescimento econômico permanecem sólidos, e o orçamento pode elevar o PIB em até 0,75 p.p. em seu impacto máximo dentro de um ano.

Assim, prevemos que o BoE implementará um ciclo cauteloso de corte de juros, encerrando o ano de 2025 com uma taxa básica (*Bank Rate*) de 3,25%.

## 01. Economia global

### China: crescimento moderado; preços de commodities estáveis

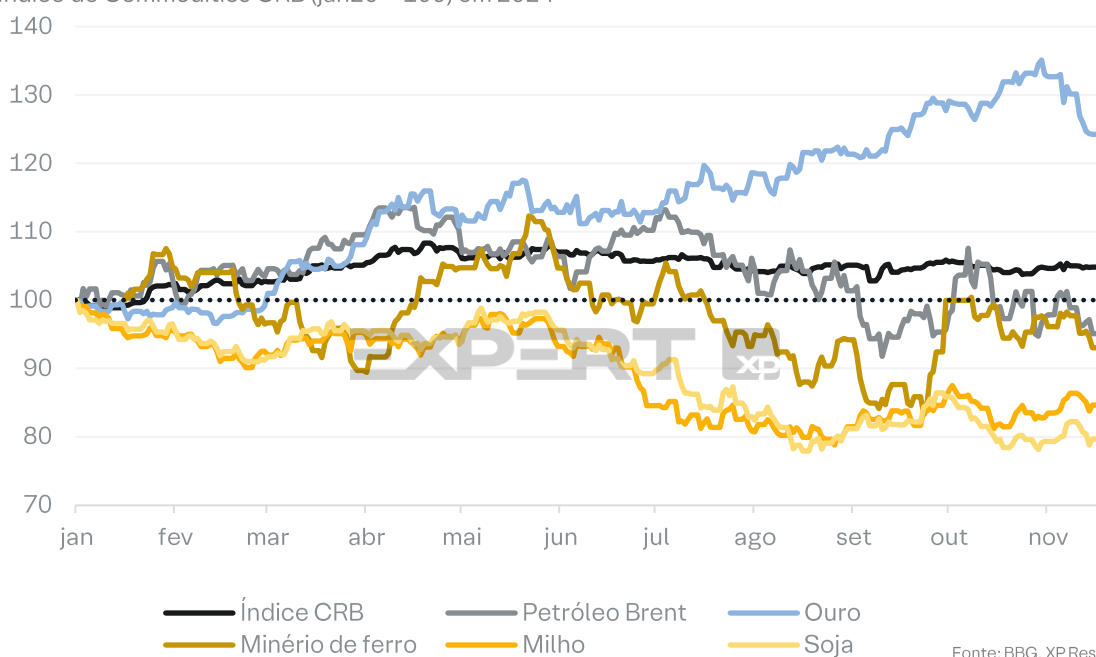
2024 foi marcado pelas dificuldades da China em impulsionar uma recuperação econômica em meio a exportações em queda e à crise no setor imobiliário. Nesse cenário, o Banco Popular da China (PBoC) anunciou ao longo do ano uma série de estímulos para reduzir os custos de crédito e aumentar a demanda interna, enquanto o governo implementou estímulos fiscais significativos. Em nossa visão, essas medidas devem permitir que a economia atinja a meta de crescimento de 5%, embora seja improvável que esta taxa se sustente adiante.

Neste cenário, os preços internacionais das commodities - sensíveis à dinâmica de crescimento da China - vêm se estabilizando em patamar mais baixo do que nos anos passados. O preço do petróleo Brent tem reagido também à instabilidade geopolítica no Oriente Médio. Por outro lado, o ouro superou o desempenho de outras commodities ao longo do ano, com investidores buscando ativos de proteção em meio à incerteza global.

A estabilização dos preços das commodities nos níveis atuais (grãos, metais e outros) favorece o processo global de desinflação, mas é um risco para países exportadores, como o Brasil.

### Preços de commodities relativamente estáveis, embora com desempenhos divergentes

Índice de Commodities CRB (jan20 = 100) em 2024



A geopolítica deve permanecer como um dos principais riscos em 2025. Em especial, a guerra entre Rússia e Ucrânia, o conflito no Oriente Médio e a intensificação da pressão militar da China sobre Taiwan. Esses eventos têm aumentado a incerteza em relação à integração econômica global e impactado os preços das commodities. É pouco provável que esses conflitos sejam resolvidos em breve, eles permanecerão como um dos principais fatores de risco ao longo de 2025, especialmente sob a nova administração de Trump.



## 01. Economia global

### América Latina: riscos fiscais e incertezas globais afetam política monetária

Os efeitos do cenário internacional complexo descrito acima são distintos sobre os países da região. O México tende a ser o mais negativamente impactado por barreiras comerciais dos EUA devido aos seus fortes laços econômicos. Contudo, um ambiente global mais inflacionário, com taxas de juros mais altas e dólar mais forte, terá efeitos indiretos em toda a região.

Outro risco é de uma queda adicional dos preços das commodities, afetando mais intensamente países exportadores como Brasil e Chile.

**Fiscal expansionista, monetário cauteloso.** No âmbito doméstico, o agravamento das contas públicas, em meio a políticas fiscais expansionistas, continua sendo um fator de risco comum entre os países da região. Os governos enfrentam dificuldades para reduzir despesas e os níveis de endividamento público devem aumentar nos próximos anos. O fiscal expansionista reforça a cautela na condução da política monetária e adicionaram um viés de alta às projeções de juros nos países que acompanhamos.

**Ativos financeiros parecem baratos, mas aversão a risco reduz a atratividade.** No curto prazo, não parece haver um gatilho claro para a melhoria dos ativos de risco. No entanto, persiste um otimismo moderado em relação ao futuro, condicionado ao ambiente pós-eleições nos EUA. Se governos e autoridades monetárias locais forem capazes de enfrentar de forma crível os riscos específicos de cada país em 2025, poderá haver espaço para uma recuperação dos ativos da região.

#### Projeções Latam XP

	2020	2021	2022	2023	2024 (P)	2025 (P)
<b>Brasil</b>						
Inflação (% a/a, fim de período)	4,5	10,1	5,8	4,6	5,0	5,2
Crescimento do PIB (var. real %)	-3,9	4,6	3,9	2,9	3,5	2,0
Taxa de juros (var 12m%, fim de período)	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	13,25
Taxa de câmbio (BRL/USD, fim de período)	5,20	5,58	5,28	4,86	6,00	5,85
<b>México</b>						
Inflação (% a/a, fim de período)	3,2	7,4	7,8	4,7	4,5	4,0
Crescimento do PIB (var. real %)	-8,0	4,7	3,9	3,2	1,3	0,8
Taxa de juros (var 12m%, fim de período)	4,25	5,50	10,50	11,25	9,75	7,50
Taxa de câmbio (MXN/USD, fim de período)	19,91	20,53	19,50	16,97	20,50	21,50
<b>Colômbia</b>						
Inflação (% a/a, fim de período)	1,6	5,6	13,1	9,3	5,1	3,7
Crescimento do PIB (var. real %)	-6,8	11,0	7,5	0,6	1,7	2,8
Taxa de juros (var 12m%, fim de período)	1,75	3,00	12,00	13,00	9,25	6,50
Taxa de câmbio (COP/USD, fim de período)	3430	4080	4853	3875	4300	4500
<b>Chile</b>						
Inflação (% a/a, fim de período)	3,0	7,2	12,8	3,9	4,6	3,7
Crescimento do PIB (var. real %)	-6,2	11,7	2,4	0,2	2,3	2,0
Taxa de juros (var 12m%, fim de período)	0,50	4,00	11,25	8,25	5,00	4,25
Taxa de câmbio (CLP/USD, fim de período)	712	852	851	881	940	900

Fonte: IBGE, INEGI, DANE, INE, Bloomberg, XP Research

# 02.

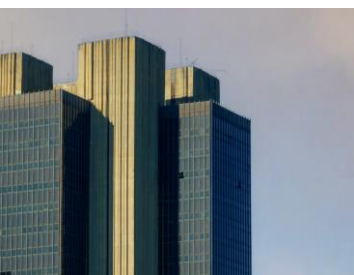
## **Economia Brasil**

Freio de arrumação

Por Caio Megale, Rodolfo Margato,  
Tiago Sbardelotto e Alexandre Maluf

## 02. Economia Brasil

### Freio de arrumação



A economia brasileira não desacelerou em 2024 como se esperava anteriormente e agora pode estar saindo dos trilhos. O câmbio depreciou devido a fatores internos e externos, em um movimento que tende a ser mais duradouro. A inflação ultrapassou o limite superior da meta, e a dívida pública segue em alta. O déficit em conta corrente vem aumentando por conta da aceleração de importações. Nesse contexto, a política monetária precisa se tornar mais restritiva, enquanto a política fiscal deve ser menos expansionista, com o objetivo de reequilibrar a economia. Em nossa visão, o principal risco é o cenário de “no landing”, que deixaria o Banco Central em uma posição ainda mais desconfortável.

#### 2024: o ajuste que não veio

No relatório “Onde Investir” do ano passado, afirmamos que a economia brasileira parecia estar se reequilibrando após a pandemia e o período eleitoral. A inflação estava convergindo para o intervalo da meta, permitindo que o Banco Central gradualmente levasse a taxa Selic para um território menos restritivo. A política fiscal – bastante expansionista nos anos anteriores – deveria ser menos estimulativa com a adoção do novo arcabouço fiscal, desenhado para conter o crescimento das despesas.

#### Projeções XP para 2024 comparadas

	Anterior (Onde Investir 2024)	Atual
Crescimento do PIB (var. real %)	1,5	3,5
IPCA (var. 12m %)	3,9	5,0
Selic (% a.a, fim de período)	10,00	12,25
Taxa de câmbio (R\$/US\$, fim de período)	4,80	6,00
Dívida bruta - DBGG (% PIB)	78,1	78,0
Balança comercial (US\$ Bi)	80,0	67,0

\* Exclui precatórios fora do limite e auxílio ao RS

Fonte: IBGE, BCB, Bloomberg, XP Research

No entanto, as políticas fiscais (e parafiscais) permaneceram expansionistas, com efeito sobre a demanda final. Além disso, a concessão de crédito privado acelerou e as emissões de dívida corporativa atingiram níveis recorde, com *spreads* historicamente baixos. O crescimento acabou sendo o dobro do previsto. Como consequência, a inflação voltou a subir, afastando-se ainda mais da meta de 3,0% do Banco Central. A depreciação do câmbio, causada pela valorização global do dólar, pela queda dos preços das commodities e por um prêmio de risco doméstico mais alto, exerceu pressão adicional sobre os preços. O Banco Central não teve outra opção senão reverter o ciclo de afrouxamento monetário, voltando a subir a taxa Selic.

## 02. Economia Brasil

### 2025: um freio mais intenso desta vez

Com a economia em risco de desequilíbrio, a necessidade de ajuste tornou-se mais clara desta vez. Tanto a política monetária quanto a fiscal estão se movendo para territórios mais restritivos (ou menos expansionistas, no caso do fiscal). O momento é agora: 2026 é ano eleitoral, quando é bem menos provável que ajustes sejam feitos. A grande questão é se os esforços serão suficientes para sugerir sustentabilidade fiscal e reverter a tendência de alta da inflação. Este, em nossa visão, é o principal risco para a economia no próximo ano.

Esperamos que os setores cíclicos desacelerem, enquanto os setores ligados a commodities devem permanecer fortes. Nosso cenário-base assume que políticas econômicas mais restritivas surtirão efeito e que o crescimento econômico finalmente se acomodará. Estimamos que os setores mais sensíveis ao ciclo econômico (PIB total excluindo agricultura e indústria extrativa) crescerão cerca de 1,5% no próximo ano, com menor crescimento da renda e do crédito.

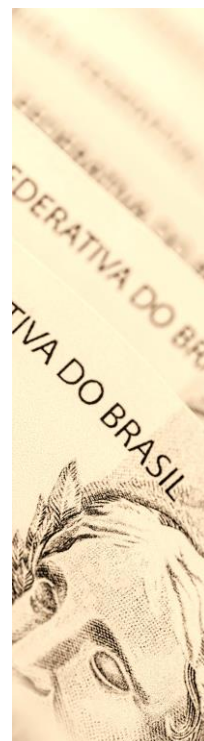
Por outro lado, a safra de grãos poderá atingir um recorde histórico em 2025, impulsionada especialmente pela soja, cuja produção deve registrar expansão um pouco acima de 10%. As condições climáticas melhoraram, e a maioria das culturas agrícolas deve apresentar aumento na produção. Essa dinâmica favorável mais do que compensará a contração esperada na pecuária. A indústria extrativa também deve se destacar nos próximos trimestres, impulsionada pelo setor de petróleo e gás.

**Tudo considerado, projetamos que o PIB cresça 2,0% em 2025, desacelerando em relação aos 3,5% de 2024.**

A menor expansão fiscal, se confirmada, ajuda no reequilíbrio da economia, mas pode não ser suficiente para equilibrar as contas públicas. O cumprimento das metas orçamentárias continuará desafiador. As medidas de contenção do ritmo de despesas ainda não convenceram os mercados, voltando a pressionar os prêmios de risco. As despesas primárias crescerão menos em 2025 do que nos anos anteriores, mas ainda terão um crescimento real em torno de 4,0% acima da inflação.

Projetamos um déficit de R\$ 88,3 bilhões (0,7% do PIB) para 2025, incluindo o pagamento de precatórios além do limite constitucional. A relação dívida bruta sobre PIB deve aumentar 4 p.p., alcançando 82,0%.

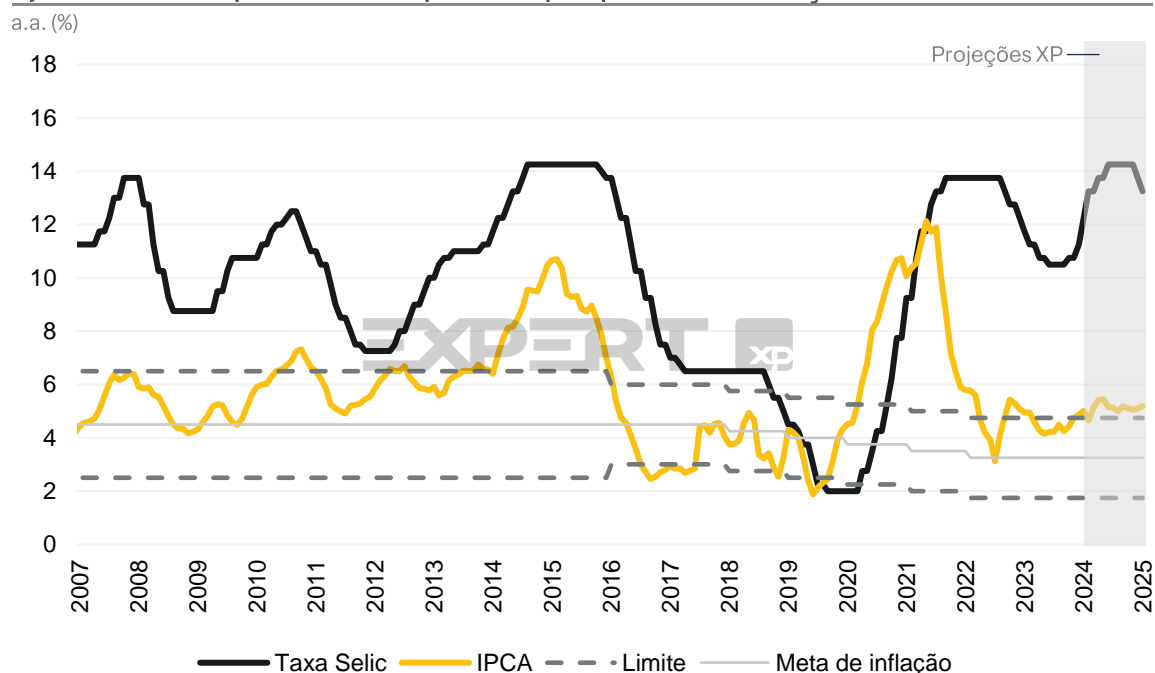
**Desvalorização do real tende a ser mais permanente.** Os determinantes da taxa de câmbio mudaram ao longo de 2024, sugerindo que a depreciação do real tem respaldo nos fundamentos. A vitória de Trump resultou em um dólar globalmente mais forte, enquanto os preços das commodities exportadas pelo Brasil (grãos, petróleo, minério de ferro) caíram cerca de 15% no acumulado do ano. No lado doméstico, incertezas fiscais e políticas aumentaram; e a forte demanda interna elevou as importações, ampliando o déficit em transações correntes.



## 02. Economia Brasil

**Incertezas devem persistir para 2025, tornando menos provável uma valorização nominal do câmbio.** Apesar dos fatores mencionados acima, ainda vemos o balanço de pagamentos como positivo e o diferencial de juros elevado. Isso deveria justificar alguma valorização real da taxa de câmbio, que atingiu neste final de ano os níveis mais depreciados em muitas décadas. Mas, diante da crescente desancoragem das expectativas (especialmente de inflação), o ajuste do câmbio real tende a vir por inflação e não por apreciação nominal da paridade. Assim, projetamos que o dólar se mantenha próximo dos valores atuais ao longo do ano, fechando 2025 em torno de R\$ 5,85. Entendemos que a reação mais dura da política monetária (ver abaixo) ajuda a conter uma eventual depreciação adicional.

### Ajuste monetário para reverter a piora das perspectivas de inflação



Fonte: IBGE, BCB, XP Research

**IPCA acima do limite superior da meta.** O crescimento econômico mais lento e a estabilização do câmbio tendem a reduzir a inflação, mas com defasagem. Para 2025, especialmente no primeiro semestre, ainda vemos pressões altistas sobre o IPCA. Nesse cenário, projetamos que a inflação do IPCA feche o ano que vem em 5,2% - acima do topo da banda de tolerância ao redor da meta (4,50%) - refletindo os fundamentos econômicos e fatores não cíclicos: atividade aquecida, desvalorização cambial de 2024, alta no preço de carnes no mercado doméstico.

O Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) deve seguir ajustando os juros para conter a pressão inflacionária. Estimamos que a taxa Selic alcance 14,25% no pico do ciclo de alta, com aumentos de 1,0 p.p. nas próximas duas reuniões de política monetária (dezembro e janeiro), seguidos de alta de 0,50 p.p. em março e em maio. Entendemos que a reação mais firme do Copom no curto prazo é fundamental para reverter o processo de desancoragem das expectativas e aumento dos prêmios de risco nos mercados.

## 02. Economia Brasil

Com a desaceleração econômica, estabilização do câmbio e atuação firme do Copom no curto prazo, esperamos espaço para cortes na Selic no final do ano. Prevemos dois cortes de 0,50 p.p. em novembro e dezembro, com o ciclo de afrouxamento gradual continuando em 2026.

**O maior risco é um cenário de “no landing”,** no qual os fatores de produção continuam apertados, mantendo a inflação em alta. Identificamos duas situações em que isso pode ocorrer. Primeiro, se efeitos defasados de estímulos passados continuarem sustentando o forte momento econômico ao longo de 2025, mesmo com as reações monetária e fiscal. Segundo: reversão fiscal insuficiente por razões políticas (de olho nas eleições de 2026), acompanhada de expansões fiscal e parafiscal adicionais.

Nesse cenário, o peso sobre a política monetária pode se tornar difícil de assimilar, levando a discussões delicadas sobre dominância fiscal ou potenciais alterações na meta de inflação de 3,0%.

### Projeções XP

	2020	2021	2022	2023	2024 (P)	2025 (P)
<b>Brasil</b>						
Crescimento do PIB (var. real %)	-3,3	4,8	3,0	3,2	3,5	2,0
Taxa de desemprego (%; dessaz., fim de período)	14,7	11,7	8,3	7,6	6,3	6,8
IPCA (var. 12m %)	4,5	10,1	5,8	4,6	5,0	5,2
Selic (% a.a, fim de período)	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	13,25
Taxa de câmbio (R\$/US\$, fim de período)	5,20	5,58	5,28	4,86	6,00	5,85
Resultado primário do governo central (% PIB)	-9,8	-0,4	0,5	-2,4	-0,4	-0,7
Resultado primário para apuração da meta (% PIB)*	--	--	--	--	-0,2	-0,4
Resultado primário do setor público (% PIB)	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,3	-0,6
Dívida bruta - DBGG (% PIB)	86,9	77,3	71,7	73,8	78,0	82,0
Balança comercial (US\$ Bi)	35,7	42,3	51,5	92,3	67,0	73,5
Exportações (US\$ Bi)	210,7	284,0	340,2	343,8	344,0	353,5
Importações (US\$ Bi)	175,0	241,7	288,7	251,5	277,0	280,0
Conta corrente (US\$ Bi)	-24,9	-40,4	-40,9	-21,7	-56,0	-52,0
Conta corrente (% PIB)	-1,7	-2,4	-2,1	-1,0	-2,5	-2,4
IDP (US\$ Bi)	38,3	46,4	74,6	62,0	70,0	66,0
IDP (% PIB)	2,6	2,8	3,8	2,8	3,2	3,1
PIB nominal (US\$ Bi)	1.475	1.670	1.951	2.190	2.198	2.138
PIB nominal (R\$ Bi)	7.610	9.012	10.080	10.943	11.784	12.676

Fonte: IBGE, BCB, Bloomberg, XP Research

# 03.

**Política** Por XP Política

Riscos e desafios do segundo biênio

### 03. Política

## Riscos e desafios do segundo biênio



Pela ótica dos mercados, o ano de 2025 na política brasileira será mais um momento de teste da resiliência da agenda defendida pela equipe econômica. Depois de meses de discussão, o governo apresentou no final de novembro um pacote de revisão de despesas obrigatórias que, embora contasse com medidas estruturais de contenção do crescimento de gastos, acabou tendo diluída durante as negociações internas a sua capacidade de reforçar o cumprimento do arcabouço fiscal no segundo biênio do mandato.

Para além disso, por decisão do presidente Lula, o pacote foi anunciado em conjunto com a proposta de ampliação da faixa de isenção do Imposto de Renda. As duas coisas, somadas, acabaram por levantar dúvidas sobre a disposição do governo de empreender novas medidas que se façam necessárias para a manutenção do arcabouço fiscal a partir de 2025.

Nas três semanas de atividade legislativa que nos separam do ano que vem, será relevante ver o empenho do Executivo para fazer avançar no Congresso essa primeira parte do pacote apresentado na semana passada – a dos projetos de revisão de gastos –, bem como a disposição do Legislativo de promover ajustes positivos nas matérias. A aprovação dessas medidas, que permitirão alterações na proposta de lei orçamentária ainda a ser votada pelo Congresso nesse restante de 2024, tenderia a facilitar o cumprimento do Orçamento do ano que vem.

Em 2025, **as atenções se concentrarão no calendário e no conteúdo das discussões sobre a reforma da tributação sobre renda**, que inclui a revisão da tabela do Imposto de Renda mencionada no início. A proposta de incluir os que ganham até R\$ 5 mil no grupo dos isentos vai exigir uma renúncia de receitas que deve ser compensada, segundo o governo, pelo estabelecimento de uma alíquota efetiva mínima de 10% para os que ganham acima de R\$ 50 mil mensais, entre outros pontos. Mercados acompanharão as discussões internas no governo para a formulação dessa proposta e a força que o Executivo terá para evitar que o projeto que vier a ser aprovado pelo Congresso abandone a neutralidade fiscal anunciada e implique renúncia de receitas.

Ainda no tema das receitas, é provável que o Executivo precise, mais uma vez, ir em busca de novas fontes de arrecadação para manter de pé a meta de um déficit zerado no Orçamento de 2025 – iniciativas que tendem a enfrentar resistência do Congresso, caso necessitem de aprovação legislativa. As decisões políticas sobre contingenciamento e bloqueio de despesas, anunciadas no momento de apresentação dos relatórios bimestrais de avaliação de receitas e despesas, tendem a permanecer como pontos de atenção relevantes para os mercados.



### 03. Política

Seguindo nas questões tributárias, o governo se empenhará também para concluir a regulamentação da reforma da tributação sobre o consumo. O primeiro projeto tem espaço para ser aprovado de maneira definitiva pelo Legislativo ainda em 2024, mas restarão temas em aberto para serem deliberados no decorrer do próximo ano.

Importante ressaltar que todas as discussões junto ao Congresso no ano que vem se darão com as duas casas sob nova direção: **Câmara e Senado escolhem, no início de fevereiro, os presidentes que ditarão agenda e ritmo de votações nos dois próximos anos.** Na Câmara, a candidatura favorita é a de Hugo Motta, deputado pelo Republicanos da Paraíba. Com perfil de centro-direita, mas com boa relação com o governo, Motta foi impulsionado pela escolha de Arthur Lira e arregimentou apoio de bancadas da direita à esquerda.

No Senado, deve se consolidar o retorno de Davi Alcolumbre, do União Brasil do Amapá, à presidência da Casa que ele liderou em 2019 e 2020. Também de perfil de centro-direita, embora tenha feito indicações de aliados ao governo atual, tende a manter negociações abertas com o governo sobre a agenda do Executivo na Casa.

**A virada de ano marca também o início do último biênio do atual mandato de Lula** e, com isso, a proximidade do período eleitoral deve entrar cada vez mais no radar da política e do mercado. No campo governista, mercados acompanharão o impacto fiscal e econômico das medidas que o Executivo pode tentar empreender para impulsionar a aprovação da atual gestão em pesquisas de opinião pública – a reforma do Imposto de Renda entre elas. Deve ser monitorado também o papel que a equipe econômica terá para conferir responsabilidade às iniciativas. Nesse contexto, ganha relevância a elaboração do Orçamento do ano eleitoral de 2026: o período de foco começa em abril, com o envio da Lei de Diretrizes Orçamentárias, e passa por agosto, com a apresentação da lei orçamentária em si.

No campo da oposição, as discussões sobre a manutenção da inelegibilidade do ex-presidente Jair Bolsonaro continuarão no radar. A partir disso, a dinâmica para a organização de uma candidatura de oposição, incluindo discussões sobre nomes como os dos governadores Tarcísio de Freitas, Ronaldo Caiado e Romeu Zema, tendem a concentrar atenções. Embora o período seja profícuo para as especulações, é provável que o cenário só fique mais claro no início do ano de 2026.



# 04.

## Alocação

Por Artur Wichmann, CFA  
Rodrigo Sgavioli, CFP® e Eduardo Melo, CFA

CDI, o algar da diversificação em 2024

## 04. Alocação

# CDI, o algoz da diversificação em 2024



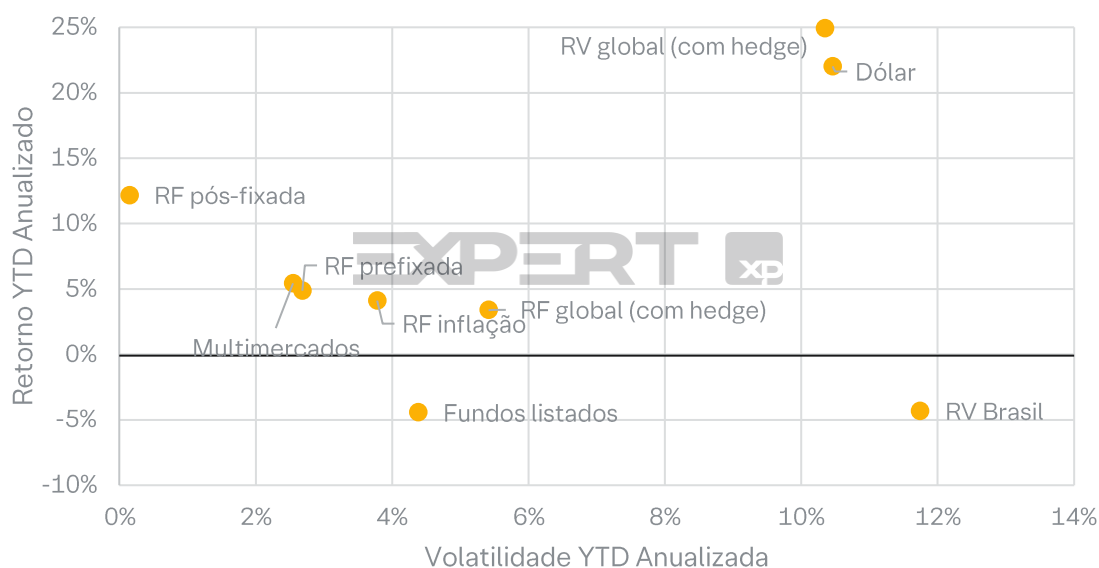
De maneira geral, 2024 foi um ano desafiador para a maior parte das classes de ativos, especialmente as domésticas.

Muito se falou sobre a diversificação não ter funcionado mesmo nos portfólios que estão seguindo à risca a alocação ideal para seu nível de risco, pois a grande maioria desses portfólios obteve retornos abaixo do CDI no ano.

O problema parece não residir na diversificação em si, mas sim no fato de que nenhuma ou quase nenhuma classe de ativo conseguiu apresentar desempenho superior ao CDI (renda fixa pós-fixada) em 2024 (e nos últimos anos).

### Aonde chegaram as classes de ativo em 2024

Retorno anualizado e volatilidade anualizada das classes de ativos em 2024



Fonte: Quantum, Bloomberg. Elaboração: Alocação XP. Dados até 25/11/2024

O destaque positivo do ano, mais uma vez, foi o desempenho da renda variável global, com retorno acumulado em reais de mais de 25% no ano. Números próximos ao desempenho do dólar frente ao real, que não é exatamente uma classe de ativo, mas expressa o efeito positivo que pode ter trazido à parcela dos investimentos do portfólio que estão denominados na moeda norte-americana.

No mais, nenhuma outra classe de ativo sequer chegou perto de obter desempenho próximo ao da renda fixa pós-fixada, que acumulou até aqui em 2024 mais de 12% de retorno anualizado, com baixa volatilidade. Algumas classes de ativos como a renda fixa prefixada, renda fixa inflação e fundos listados até tiveram um bom começo de ano, mas depois foram sucumbindo à piora dos cenários político e fiscal no Brasil, que vem impactando também o aumento dos riscos ligados à política monetária e à necessidade de elevação da taxa Selic.

## 04. Alocação

### E como foi o caminho percorrido

Retorno acumulado pelas classes de ativo (1º/jan=100) em 2024



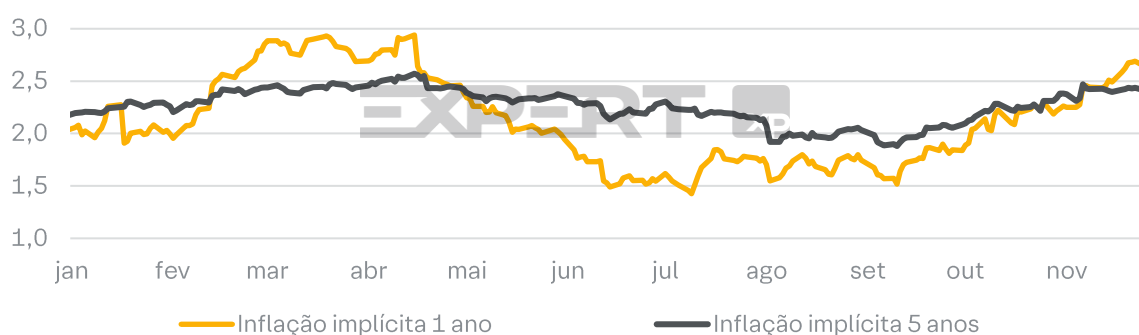
Se olharmos o “filme” de 2024, vale destacar um pequeno rali que a Bolsa brasileira (renda variável Brasil) apresentou entre o fim de junho e começo de setembro, com alta de mais de 10%, mas que não foi o suficiente para que a classe de ativo superasse o custo de oportunidade (CDI) no acumulado do ano. Por fim, a classe de multimercados teve volatilidade agregada menor do que nossas expectativas em 2024, próxima a 2,5%, que veio acompanhada de um desempenho fraco da classe ao longo do ano, mas viu uma recuperação mais firme de sua performance nos últimos meses.

### Checado o retrovisor, o que vemos no para-brisa?

O tom desafiador deve seguir dominante para os mercados em 2025. O foco global mudará da dúvida sobre o início do afrouxamento monetário para a magnitude e extensão desses ciclos, especialmente nos EUA. A inflação norte-americana parece ter estabilizado acima da meta, e políticas esperadas de um novo governo Trump fortalecido estão sendo associadas a pressões inflacionárias, levando a previsões de uma taxa terminal mais alta.

### Perspectivas de inflação nos EUA sobem no último trimestre

Inflação implícita nos títulos de renda fixa – EUA em 2024



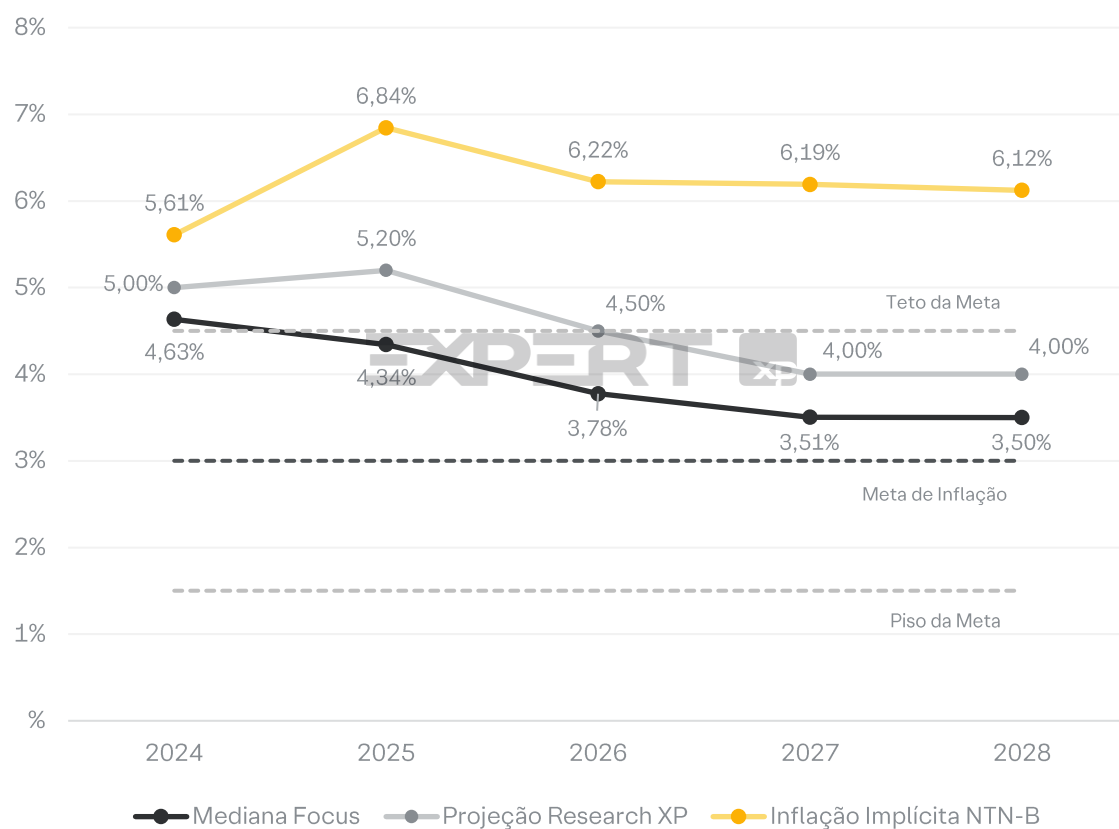
## 04. Alocação

As inflações implícitas nos títulos norte-americanos subiram com a confirmação da “onda vermelha” - termo usado para descrever a vitória republicana nas eleições presidenciais tendo atingido também a maioria no Senado e na Câmara -, aumentando as incertezas sobre os juros terminal e neutro, que devem ser mais altos que os níveis pré-Covid. O Fed enfrentará o desafio de reduzir juros sem agravar riscos inflacionários, enquanto o mercado acompanhará o comportamento dos títulos de 10 anos num contexto de política fiscal expansionista. Em suma, sendo a taxa de juros da principal economia do mundo o preço que mais importa, 2025 tenderá a trazer algumas respostas sobre ela, boas ou não tão boas.

No Brasil, a dinâmica global encontrará um ambiente doméstico permeado por incertezas político-fiscais capazes de ampliar a percepção de risco e o impacto sobre nossos ativos – determinando, por sua vez, o rumo dos juros locais. Assim, o aperto monetário atualmente esperado por parte do nosso Banco Central pode não ser suficiente para conter o impacto de políticas fiscais expansionistas, combinadas a um dólar que deverá seguir forte com Trump. Isso porque a inflação corrente e a expectativa futura, medidas das mais diversas formas, não são das mais animadoras. Vai se desenhando um quadro no qual a inflação ao consumidor no Brasil em 2025 corre o risco de terminar acima do teto da meta. Resta saber se será muito ou pouco acima dos 4,5%.

### Inflação projetada para os próximos anos segue longe da meta

Projeções para o IPCA e inflação implícita nas NTN-Bs



Fonte: Refinitiv, Bloomberg. Elaboração: Alocação XP. Dados até 25/11/2024.

## 04. Alocação

**A imprevisibilidade, portanto, será a marca do ano de 2025.** Em alocação, a depender do nível de incertezas, aumenta a dificuldade de mensurar se os prêmios de risco das classes de ativos estão adequados ao risco ou não. Deste modo, nossa visão para as principais classes reflete - e se adaptará ao longo do ano - a tal realidade, à medida que ela se materialize.

### Esse contexto leva os portfólios para quais caminhos?

Sem dar muitas voltas: **a maior convicção entre as classes de ativos locais e globais está na renda fixa**, tanto pós fixada, dado a perspectiva de alta de juros, como também ligada à inflação, com as taxas dos títulos IPCA+ em patamares atrativos, com preferência por vencimentos curtos e intermediários, que serão os maiores beneficiados se tivermos um repique inflacionário. Mesmo que não ocorra tal repique, nos patamares próximos a IPCA +7%, até podemos ver a marcação a mercado detratar seu retorno de curto prazo ao longo de 2025 como vimos em 2024, mas, no longo prazo, de preferência até o seu vencimento, entregarão retornos bastante atrativos ajustados ao risco.

A gradatividade na adoção de riscos que sugerimos a partir do segundo semestre de 2024 deverá ser a tônica também para o ano de 2025 ou ao menos em boa parte dele. Os portfólios devem continuar buscando exposição a classes de ativos e instrumentos que privilegiem maior carregamento em detrimento às estratégias de ganho de capital (valorização de preço), especialmente nas classes de ativos e instrumentos do mercado local. Além disso, nesse mundo com maiores vetores inflacionários, ter exposição a ativos reais parece ser necessário para garantir a manutenção do poder de compra ao longo do tempo.

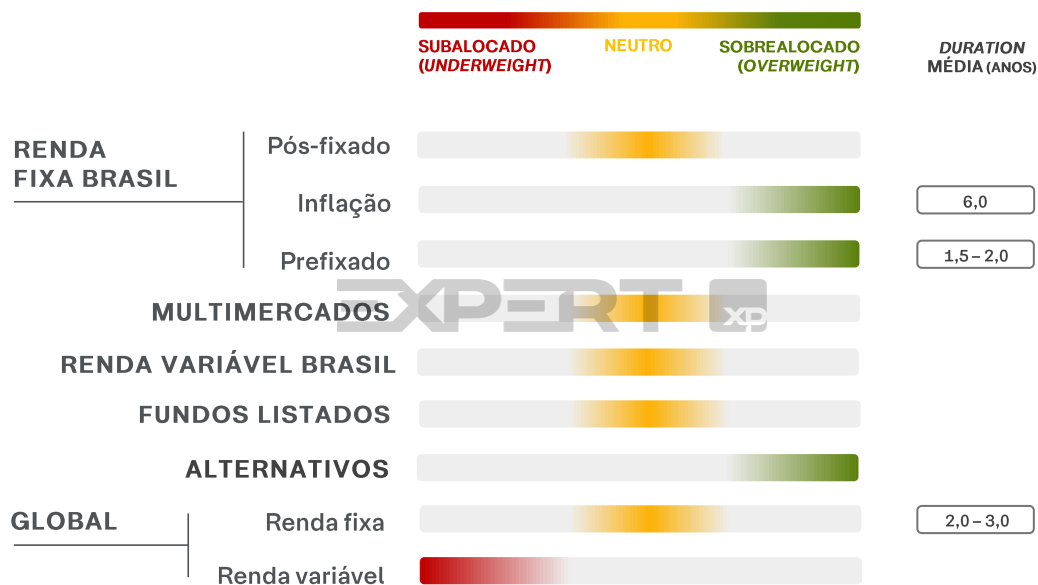
**A renda fixa brasileira seguirá representando a maior parcela dos portfólios**, até mesmo para os perfis com maior nível de risco. O posicionamento só não será maior ainda nessa classe porque, se por um lado temos os prêmios de risco dos títulos públicos bastante elevados, os prêmios de crédito (*spreads*) dos títulos bancários e privados estão em patamares historicamente mais próximos da média histórica ou até abaixo dela.

Posições em caixa (títulos soberanos e/ou bancários com liquidez diária até o limite do FGC), poderão então ser complementadas com uma parcela de exposição em crédito mais estruturado, com garantias reais e níveis de subordinação, principalmente via fundos que exigirão um alongamento maior do prazo de liquidez.



## 04. Alocação

### Posicionamento por classe de ativo



Em renda variável, os desafios são distintos. Na renda variável Brasil, o *valuation* parece seguir atrativo, porém sem gatilho para aumento de exposição. De qualquer forma, manter-se investido na proporção sugerida para cada política de investimento parece ser o ideal, uma vez que boa parte do retorno dessa classe de ativo pode ocorrer em um ou dois meses, assim como foi em 2023 e 2024.

Na renda variável global, o *valuation* certamente se situa acima das médias históricas. Entretanto, a dinâmica de resultados consistentes de boa parte das empresas e o ambiente macro favorável tem mantido os preços em alta. A cautela seguirá sendo importante para esse tipo de exposição, pois mesmo com o horizonte correto de investimentos (longo prazo), alguma correção de preços poderá ocorrer em horizontes de prazo mais curto.

Investimentos alternativos e multimercados seguirão tendo papel relevante na diversificação de riscos e redução de volatilidade dos portfólios, com potencial aumento do retorno esperado. Em alternativos, opções mais ligadas ao mercado de crédito, como *FIDCs*, *distressed assets* e *special situations*, podem exercer esse papel de menor correlação com os investimentos tradicionais, desde que com exposições pequenas por cada fundo ou produto, considerando a natureza dos riscos não óbvios desses instrumentos.

A diversificação continuará sendo essencial para os objetivos de longo prazo, mas os contextos macroeconômico e político podem impactar o retorno de curto prazo ao longo de 2025. A busca por oportunidades em classes com maior carrego e a cautela em exposições mais voláteis podem trazer a resiliência necessária para atravessar um ano que será marcado por desafios.



# 05.

## Renda fixa

Por Camilla Dolle e  
Mayara Rodrigues

Retornos atraentes com mais seletividade



## 05. Renda fixa

## Retornos atraentes com mais seletividade



Com o ano de 2025 se aproximando, o mercado de renda fixa apresenta um cenário promissor, mas que exige cautela e seletividade. O ambiente macroeconômico atual, marcado por taxas de juros elevadas, controle fiscal desafiador e riscos políticos locais e globais, continua a moldar as oportunidades no segmento. A seguir, destacamos as principais perspectivas para os investidores no próximo ano.

### 1. Spreads crescentes (mas ainda comprimidos)

As taxas nominais e reais permanecerão em níveis historicamente elevados, oferecendo um carregamento atrativo para os investidores. A Selic, projetada para permanecer em dois dígitos até o final do próximo ano, sustenta oportunidades tanto em títulos públicos quanto privados.

Ao mesmo tempo, os prêmios de crédito (*spreads*) começaram a se ajustar, retornando lentamente a níveis mais consistentes com os riscos das emissões. Entre setembro e novembro de 2024, *spreads* sobre o CDI (medidos pelo IDEX) já abriram cerca de 10 bps, e esperamos que esse movimento leve de correção continue em 2025.

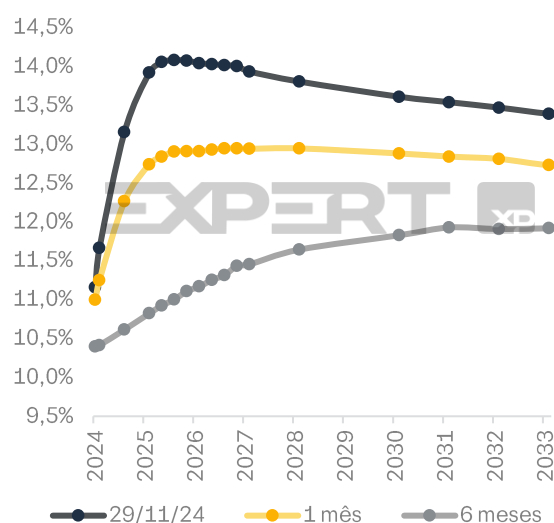
Para emissores de menor qualidade, acreditamos que os *spreads* podem sofrer uma abertura mais pronunciada, refletindo os desafios econômicos. Já para emissores de *rating* elevado, os prêmios devem permanecer relativamente estáveis.

Em nossa visão, essa normalização tende a reduzir de certa forma o apetite por títulos *high yield* com fundamentos frágeis apenas em busca de maiores retornos, priorizando a seletividade.

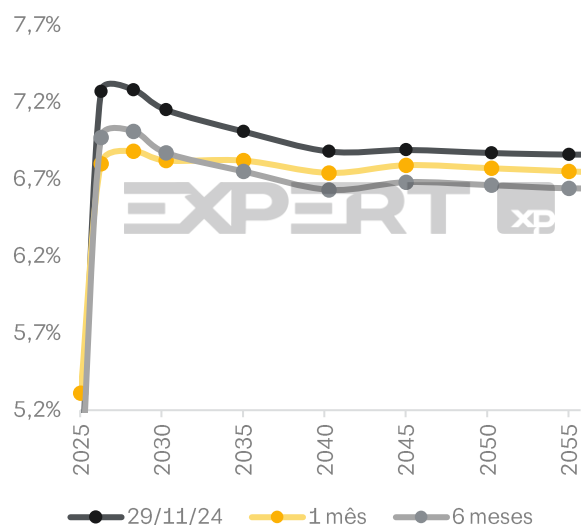
### 2. Alocação estratégica: seleção por indexador e perfil de risco

Com um ambiente de taxas atrativas, os investidores podem capturar retornos robustos ajustados ao risco, desde que diversifiquem e calibrem suas alocações.

Juro nominal: curva DI



Juro real: curva NTN-B (%)



Fonte: Broadcast, XP Research  
Dados até 29//11/2024

## 05. Renda fixa

### Títulos atrelados ao IPCA

Mantemos nossa preferência por títulos IPCA+, que oferecem retornos reais acima de 6,5%. Esse patamar continua atrativo em um cenário de inflação projetada acima da meta do Banco Central. Em termos de prazo, indicamos títulos com *duration* média de cinco anos.

Tomando como exemplo um título com esta taxa e *duration*, carregado até o vencimento, haveria potencial de um retorno real acumulado superior a 37% no período.

Além do retorno, esses títulos oferecem proteção em relação à inflação se carregados até o vencimento, o que é especialmente importante em um cenário de incertezas fiscais e pressões persistentes de preços.

### Títulos pós-fixados

Com a Selic mantida em patamares elevados, os títulos pós-fixados continuam sendo fundamentais em portfólios mais conservadores ou para estratégias de liquidez. Títulos públicos ou privados pós-fixados permitem combinar boa rentabilidade com baixa volatilidade – mas atente-se ao risco de crédito.

### Títulos pré-fixados

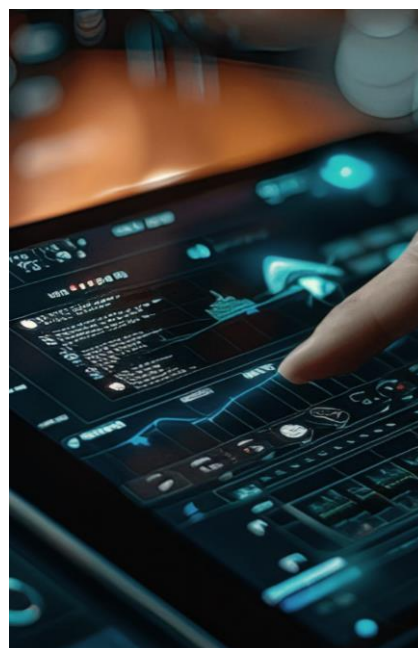
Embora não sejam nossa preferência dado o cenário incerto para 2025, prefixados de prazos curtos podem ser avaliados no caso de emissões específicas com prêmios de risco diferenciados (em especial títulos bancários com boa qualidade de crédito) e para estratégias específicas dos investidores.

A atenção deve ser voltada para o emissor. Em títulos bancários, é essencial respeitar os limites de garantia do Fundo Garantidor de Créditos por CPF e conglomerado financeiro.

## 3. Cenário de crédito privado: boas métricas, mas a seletividade importa

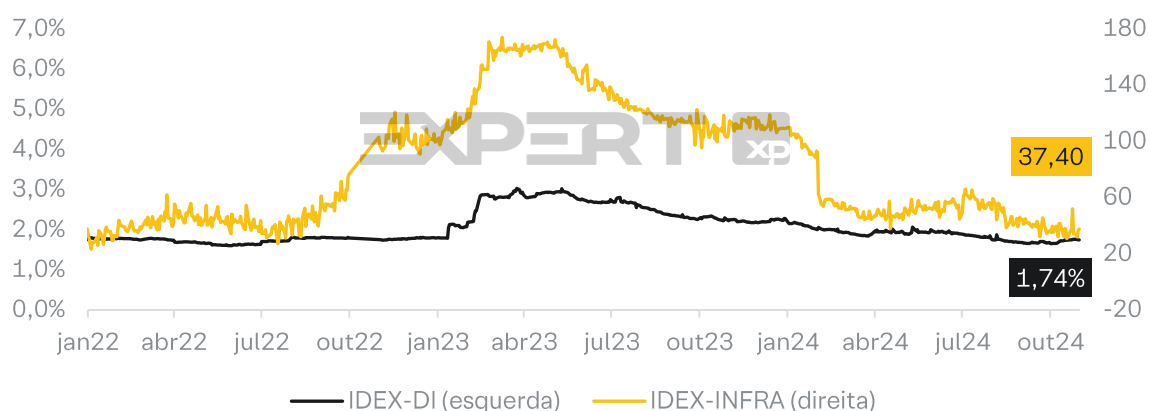
No mercado local, o cenário de crédito privado começa a dar sinais de normalização. A ampla oferta de crédito em 2024 resultou na compressão de *spreads* em níveis historicamente baixos, mas o ajuste iniciado no final do segundo semestre deve continuar em 2025. Acreditamos que esse movimento será positivo, ao precificar melhor os riscos associados a emissões de diferentes perfis.

O ambiente de juros elevados pode trazer desafios adicionais. Indicadores como dívida líquida/EBITDA e dívida de curto prazo/total (liquidez) seguem em níveis confortáveis, em média, para as empresas de capital aberto (*proxy* dos emissores de dívida no mercado). Porém, em nossa visão, o índice de cobertura de juros merece atenção, principalmente em empresas mais endividadas. Permanece, portanto, a importância da seletividade (ou seja, analisar caso a caso).



## 05. Renda fixa

### Spreads de crédito - IDEX JGP



## 4. Diversificação com renda fixa internacional

A diversificação internacional permanece relevante em 2025, particularmente em títulos dolarizados. A eleição de Donald Trump nos Estados Unidos trouxe de volta a narrativa de “juros altos por mais tempo”, alimentada por políticas vistas como inflacionárias no médio prazo. Com isso, *Treasuries* seguem pagando taxas acima de 4% em dólares, independentemente do prazo, tornando-se uma opção interessante para compor a carteira.



**Treasuries e bonds corporativos:** são indicados para quem busca dolarizar parte do patrimônio, com possibilidade de combinar segurança (no caso de *Treasuries*) e prêmios adicionais (nos *bonds* corporativos).



**Seletividade e prazo:** a curva de juros achatada significa que alongar prazos pode não ser vantajoso neste momento. Além disso, é importante considerar a maior volatilidade de títulos prefixados em função da marcação a mercado.

Por fim, o risco cambial é outro ponto relevante. A volatilidade do dólar em relação ao real pode afetar os retornos nominais, mas, ao mesmo tempo, esses ativos podem atuar como proteção contra oscilações da moeda local.

### 2025: cenário desafiador, mas repleto de possibilidades

O ano de 2025 apresenta um ambiente de renda fixa favorável para investidores que buscam retornos ajustados ao risco. As taxas nominais e reais continuam em patamares elevados, permitindo alocações robustas em títulos públicos e privados.

Ao mesmo tempo, apesar do movimento de ajuste dos *spreads* de crédito, continua sendo importante uma análise criteriosa dos emissores, especialmente no segmento *high yield*. Já a diversificação internacional complementa as carteiras, oferecendo proteção cambial e exposição a ativos dolarizados.

Para capturar as melhores oportunidades, a seletividade será fundamental, aliada a uma estratégia de diversificação bem calibrada. Assim, o investidor poderá navegar com confiança em um cenário desafiador, mas repleto de possibilidades na renda fixa.



# 06.

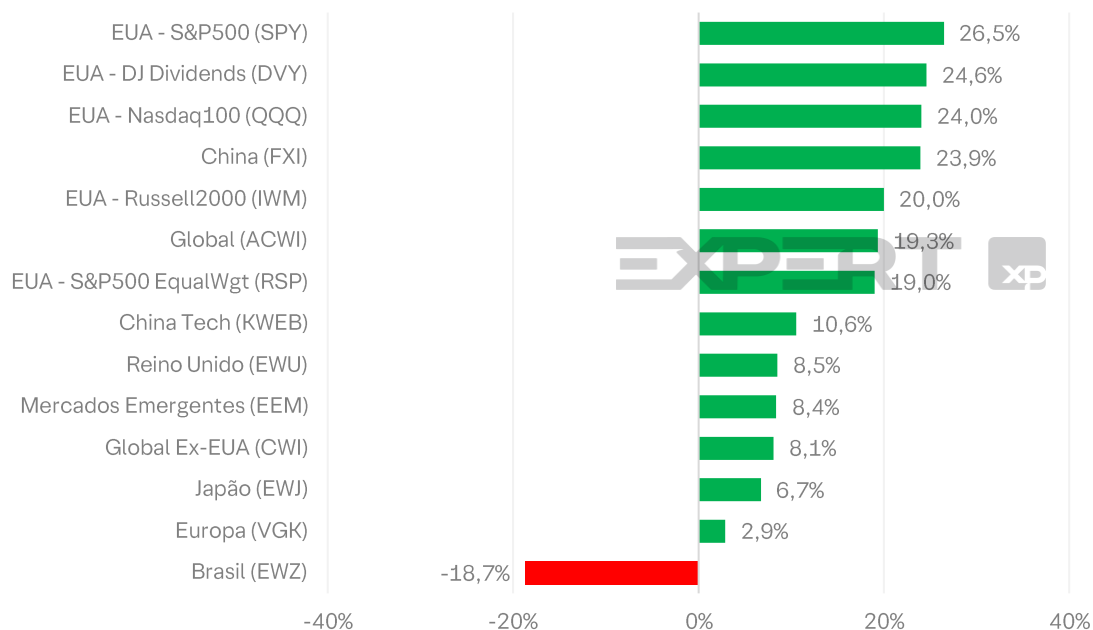
## Estratégia global

Por Paulo Gitz e  
Maria Irene Jordão

O admirável mundo além das magníficas

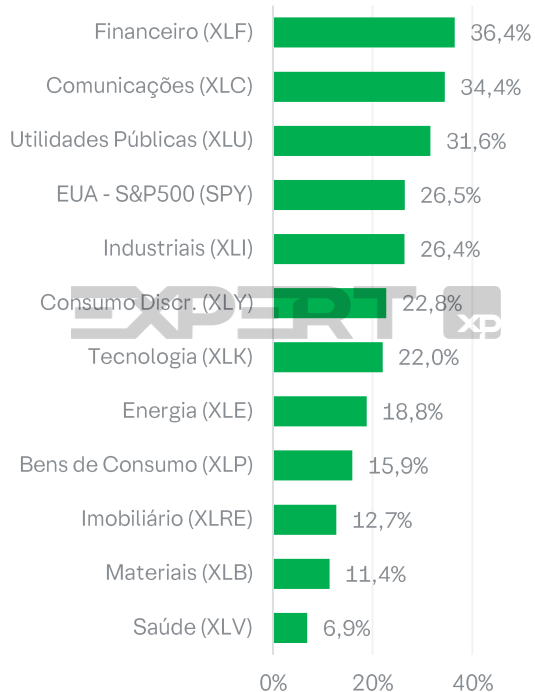
## O admirável mundo além das magníficas

### ETFs regionais (% de retorno no ano em US\$)



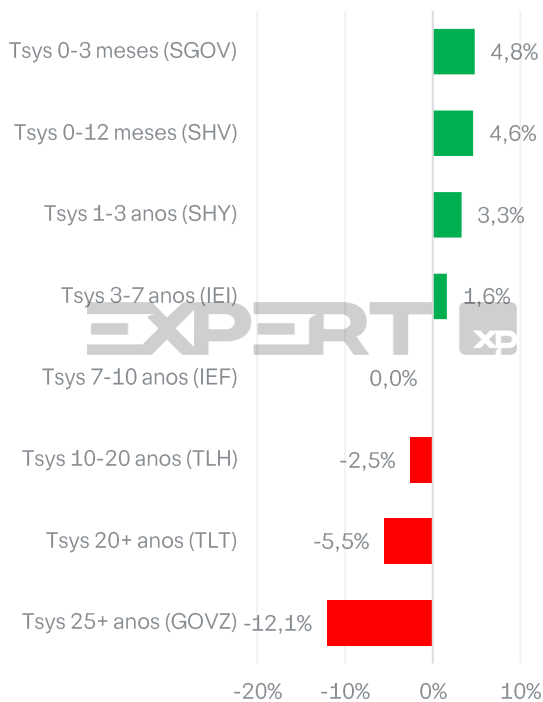
Fonte: XP Research, Bloomberg  
Dados até 22/11/2024

### ETFs setoriais do S&P 500 (% de retorno no ano em US\$)



Fonte: XP Research, Bloomberg.  
Dados até 22/11/2024

### ETFs renda fixa (% de retorno no ano em US\$)



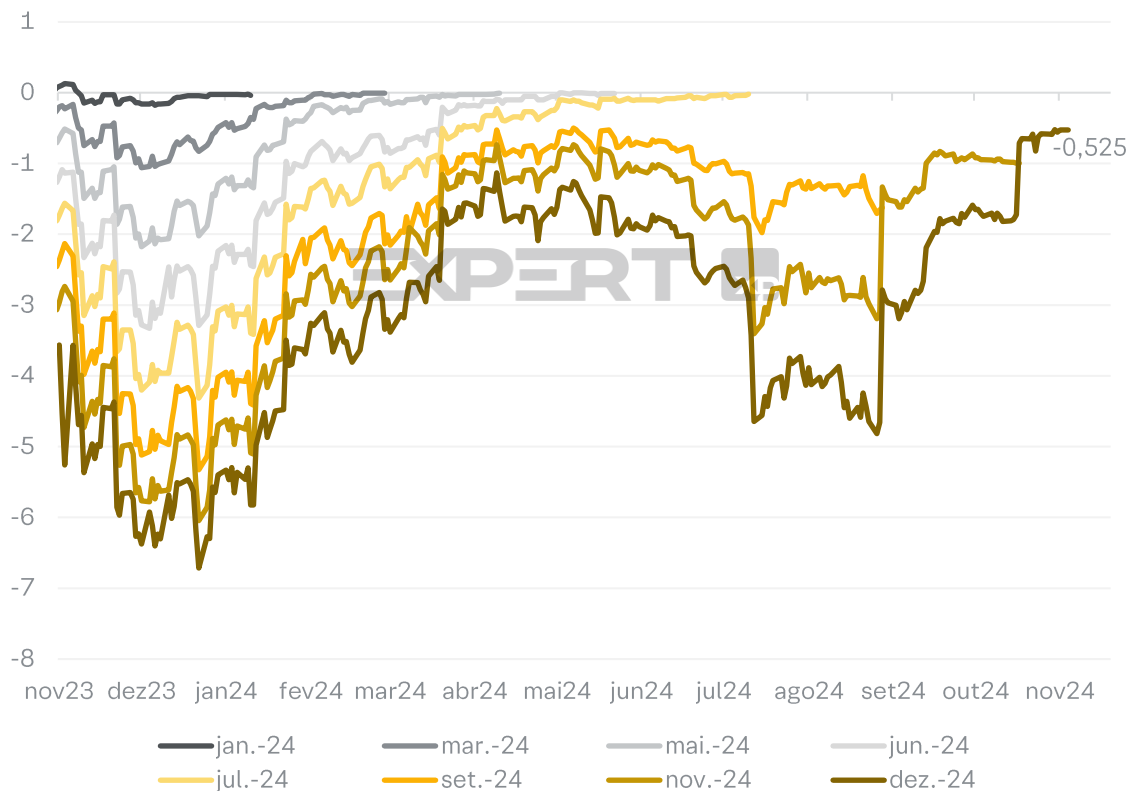
Fonte: XP Research, Bloomberg.  
Dados até 22/11/2024

## 06. Estratégia global

**2024 foi um ano forte para bolsas globais** (ACWI ETF: +19,3%), impulsionado pelo bom desempenho de ativos norte-americanos (SPY ETF: +26,5%) e com fortalecimento de China (FXI ETF: 23,9%). Nos Estados Unidos, o desempenho das bolsas e dos setores foi fortemente impactado ao longo do ano por:

- 1. Narrativa de juros:** no início de 2024, sinalizações mais brandas de Jerome Powell, presidente do Federal Reserve, levaram os mercados a esperar cortes ainda no primeiro semestre e provocaram um rali nos ativos de risco. Dados de inflação consideravelmente mais fortes e um mercado de trabalho aquecido, no entanto, fizeram com que os investidores passassem a esperar cortes apenas nas últimas reuniões do ano. Em setembro, o Fed deu início ao ciclo de afrouxamento monetário, mas, em novembro, a autoridade monetária passou a indicar aumento de cautela adiante e possível redução do ritmo de cortes;

**Quantidade de aumentos/cortes de 25 bps na taxa dos Fed funds esperada até cada reunião do FOMC de 2024**



- 2. Inteligência artificial:** a temática seguiu forte em 2024 com a consolidação da relevância do tema. Ao passo que o rali de 2023 ficou concentrado em empresas ligadas à produção de chips, em 2024 o otimismo se estendeu para outros setores, como o de utilidades públicas. O aumento da demanda de energia por data centers fomentou novos projetos de expansão da capacidade de geração. Diversas empresas do setor elétrico anunciaram parcerias de fornecimento exclusivo com “big techs” e companhias de *cloud computing*;

## 06. Estratégia global

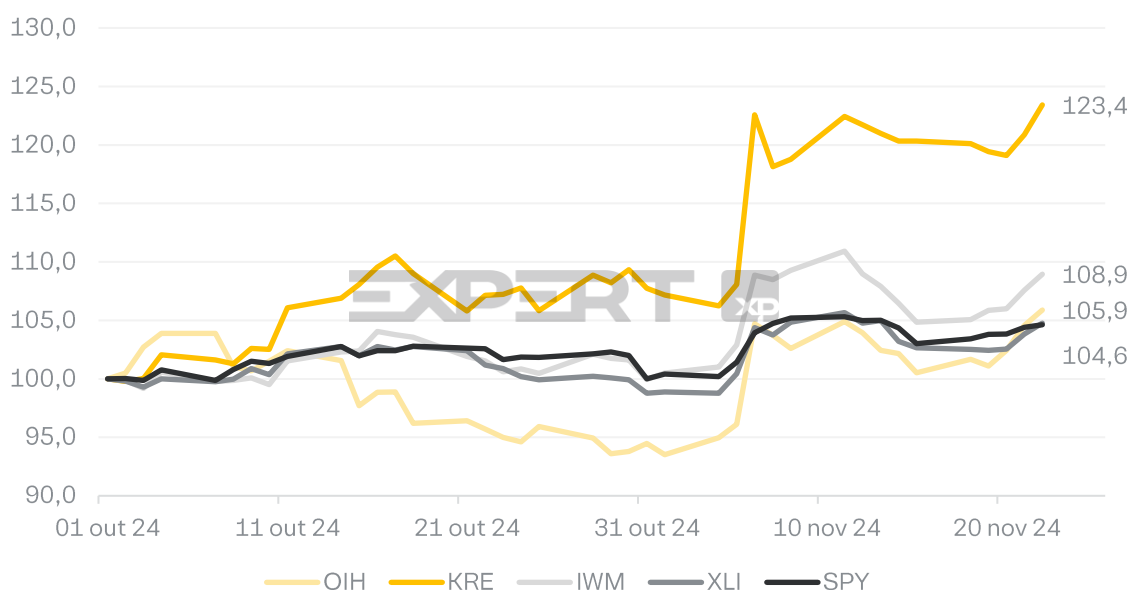
**3. Eleições norte-americanas:** a corrida eleitoral de 2024 pode ser considerada uma das mais longas da história, uma vez que os candidatos já estavam definidos desde muito antes do término das primárias. Ao longo de boa parte da campanha, as chances de vitória dos partidos eram demasiado próximas. Entre os eventos que marcaram o pleito de 2024, destacamos a substituição de Joe Biden por Kamala Harris na candidatura democrata e o atentado contra Donald Trump.

A eleição de Trump em novembro e a maioria do Partido Republicano nas duas casas do Congresso retiram uma série de incertezas para 2025. Apesar disso, diversas questões seguem sem definição, no aguardo da posse em janeiro, e serão fundamentais para definir os rumos dos mercados nos EUA e no restante do mundo nos próximos 4 anos. Destacamos:

- Tarifas e impacto inflacionário;
- Mudanças na política migratória;
- Incerteza fiscal, especialmente associada à magnitude dos cortes de tributos e economias com cortes de gastos; e
- Possível aumento de regulação do setor de tecnologia e desregulação nos setores financeiro, de saúde e cripto.

### Serviços de óleo e gás (OIH) x bancos regionais (KRE) x *small caps* (IWM) x setor industrial (XLI) x S&P 500 (SPY)

Base 100 em 02/10/2024\*



Fonte: XP Research, FactSet. Dados até 22/11/2024

\*Data de virada das chances de vitória do Partido Republicano nas eleições presidenciais

Na Europa, o ano foi marcado pelo início do ciclo de afrouxamento monetário e dificuldade no crescimento. Eleições em diversos países da região ao longo do ano provocaram incerteza. No Reino Unido, o pacote fiscal anunciado pelo governo em outubro provocou volatilidade nos mercados e alta das taxas de juros longas com perspectiva de aumento de gastos e de endividamento.

## 06. Estratégia global

A China vem sofrendo com atividade enfraquecida decorrente da crise persistente no setor imobiliário no país. Em setembro, porém, o governo anunciou um pacote extenso de estímulos que contemplam os pilares de:

1. **Incentivo ao consumo**, com objetivo de cumprir metas de crescimento de curto prazo (5% em 2024) e dar sustentação ao crescimento de longo prazo;
2. **Retomada da confiança dos investidores domésticos e externos**, com estímulos ao mercado de capitais; e
3. **Mudança estrutural de foco de crescimento de longo prazo**, com a transição de infraestrutura para setores mais intensivos em tecnologia e energia renovável.

### Perspectivas globais para 2025

Região	Posicionamento*	Comentários
EUA	Abaixo do Neutro	Apesar do impacto positivo da menor regulação e menor tributação que são esperados no novo governo, os riscos associados ao aumento do déficit fiscal (taxas de juros mais altas) e ao fortalecimento do dólar (política de tarifas) limitam o potencial de alta, no curto prazo, dos principais índices dos EUA, cujos múltiplos ainda encontram-se em patamares muito elevados. Vemos oportunidades no setores financeiro e energia, índices menos concentrados em tecnologia e <i>small caps</i> .
Europa	Neutro	Mesmo com os ventos a favor em função do início do ciclo de afrouxamento monetário pelo Banco Central Europeu as expectativas de crescimento econômico seguem fracas, assim como as projeções de crescimento de lucros das empresas da região. Negociando a múltiplos em linha com a média histórica, a perspectiva de batalhas comerciais com os EUA e a incerteza política em importantes países, como França e Alemanha, exigem mais cautela com os ativos europeus.
Reino Unido	Acima do Neutro	Negociando com desconto de múltiplo em relação à média histórica os ativos britânicos apresentam <i>upside</i> acima dos pares globais. Com o Banco da Inglaterra tendo iniciado seu ciclo de corte de juros e com perspectivas de crescimento econômico mais robusto após o orçamento mais expansionista, vemos boas oportunidades de alocação.
China	Acima do Neutro	Negociando com desconto de múltiplo em relação à média histórica, os ativos chineses tendem a continuar a boa performance do segundo semestre de 2024. Apesar das disputas comerciais com os EUA, vemos o programa de estímulos econômicos anunciados pelo governo como um processo de múltiplos anos que visam, não só o crescimento do PIB, mas também uma mudança de patamar de <i>valuation</i> dos ativos.
Japão	Neutro	As empresas japonesas seguem se beneficiando das reformas de governança corporativa dos últimos anos e apresentam <i>upside</i> e crescimento de lucros. Por outro lado, os ativos já negociam a múltiplos acima da média histórica e a incerteza macroeconômica com o Banco do Japão seguindo seu processo de normalização de taxa de juros representam riscos à alocação na região.

\* As visões acima são com base em um horizonte de médio prazo, entre 3 e 18 meses, e são fruto da análise de indicadores macroeconômicos (crescimento do PIB, índices de inflação, condições financeiras e índices de surpresas econômicas) associados a métricas de *valuation* (múltiplos, crescimento de lucros, e *upside* estimado). As recomendações de alocação (neutro, acima ou abaixo) representam nossas convicções e preferências em relação a uma alocação a mercados globais medidos pelo MSCI ACWI.



## 06. Estratégia global

Iniciamos 2024 com uma visão cautelosa para o mercado de ações globais, baseada em fatores econômicos e de *valuation*. Além da postura mais ponderada, recomendamos um posicionamento abaixo do neutro para ações dos EUA e acima do neutro nos ativos chineses.

Como vimos no resumo da seção anterior, as bolsas dos EUA conseguiram emplacar o segundo ano consecutivo de retornos extremamente positivos, frustrando os cautelosos. Porém, em nossa defesa, a manutenção do viés positivo com ativos chineses mostrou-se frutífera com a mudança de postura do governo local em relação aos estímulos à economia e ao mercado de ações.

Em 2025, manteremos a visão mais cautelosa em relação às ações globais, mas vemos oportunidades de investimentos em regiões, setores e temas que ainda apresentam boas perspectivas de crescimento a preços razoáveis.

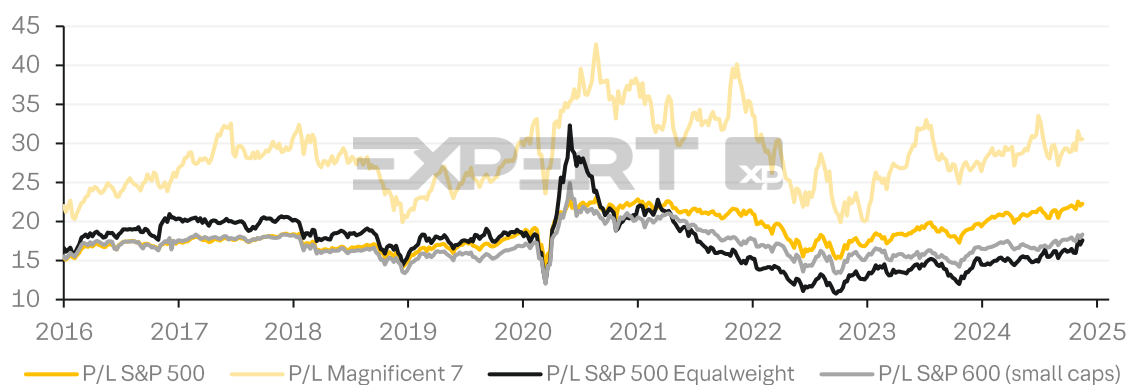
Para ativos nos EUA, vemos múltiplos ainda elevados (S&P 500 a 22x preço/lucro) e riscos associados às questões políticas após a vitória do Partido Republicano, como o déficit fiscal (que pode levar a taxas de juros mais elevadas) e a política de tarifas (que impulsiona o preço do dólar). Esses fatores têm potenciais efeitos negativos tanto nos lucros das empresas quanto nos múltiplos dos índices. No curto prazo, esse efeito pode superar os benefícios de potenciais cortes de impostos e menor regulamentação.

Além disso, quando olhamos para as grandes empresas de tecnologia, as *Magnificent Seven*, que totalizam mais de 30% do S&P 500, vemos múltiplos ainda mais elevados (cerca de 31x P/L), lucros em desaceleração e a perspectiva de um novo governo mais duro em relação à regulação e à tributação específica do setor. Por isso, preferimos a exposição a:

1. **Setores financeiro e energia**, que negociam a múltiplos menores e se beneficiam de um ambiente regulatório mais permissivo;
2. **Índices menos concentrados nas grandes empresas de tecnologia**, como o S&P 500 *Equalweight*; e
3. **Small caps**, que se beneficiam de uma menor regulação, menos impostos, menor exposição a outras moedas e, além disso, negociam a múltiplos menores e são alvos de fusões e aquisições, que devem ser facilitadas no novo governo.

### Índice Preço/Lucro (P/L)\*: Mag7 x S&P 500 equalweight x S&P 600 (small caps)

Desde 2016, \*P/L = preço atual sobre a estimativa de lucro



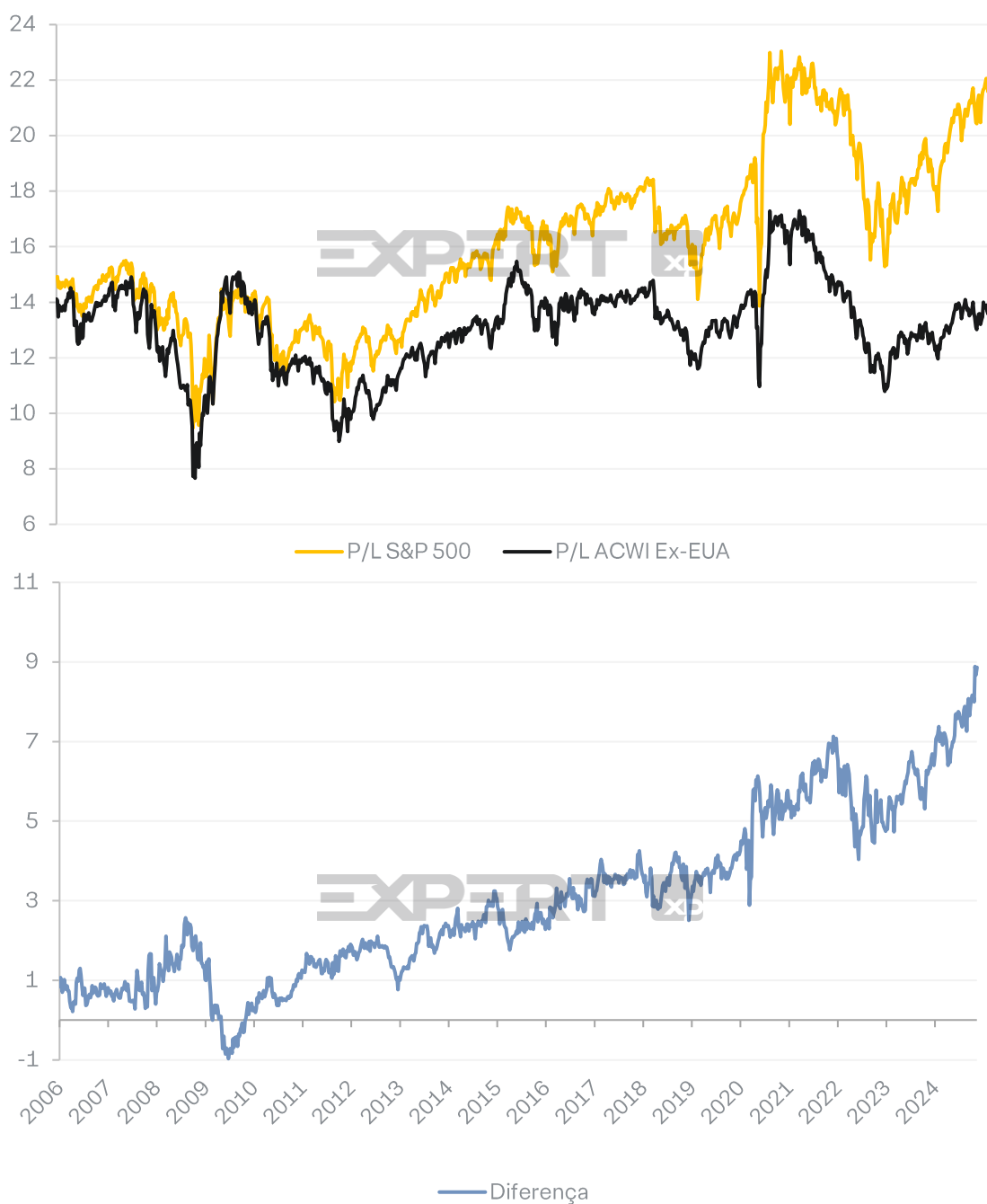
Fonte: XP Research, Bloomberg. Dados até 22/11/2024

## 06. Estratégia global

Em relação a outras regiões, vemos o diferencial de múltiplo P/L das ações norte-americanas em relação aos pares globais atingir níveis recorde (mais de 8x) e vemos espaço para reversão à média. Desta forma, manteremos nossa recomendação acima do neutro em ações na China e no Reino Unido e posicionamento neutro em Europa e Japão.

### Índice Preço/Lucro (P/L)\*: S&P 500 x MSCI ACWI Ex-EUA

Desde 2006, \*P/L = preço atual sobre a estimativa de lucro dos próximos 12 meses



Fonte: XPResearch, Bloomberg. Dados até 22/11/2024



07.

## Estratégia Brasil

Por Fernando Ferreira  
e Felipe Veiga

Uma visão neutra para a Bolsa brasileira em 2025

## Uma visão neutra para a Bolsa brasileira em 2025



### Aspectos positivos:

1. Ações brasileiras baratas;
2. Fortes fundamentos das empresas e alta geração de caixa para os acionistas;
3. Potencial de valorização com macro doméstico melhor.

### Os riscos:

1. Revisões de lucros para baixo são prováveis devido a juros mais altos;
2. Historicamente, ciclos de alta de juros tendem a impactar negativamente o desempenho das ações brasileiras;
3. Possivelmente um cenário macro mais desafiador para os mercados emergentes devido a um governo Trump;
4. Potencial de valorização do Ibovespa similar aos dos juros futuros de 1 ano.

**Nosso posicionamento:** nós preferimos ações que possuem um carregamento sólido (altas TIRs e geração de caixa), exposição a receitas em dólar e uma forte dinâmica de lucros.

Comparando com seus pares da América Latina, mercados emergentes e globais, e ao combinar o preço/lucro projetado com o ROE projetado, vemos o Brasil como o mercado relativamente mais barato, destacando-se em relação aos seus pares.

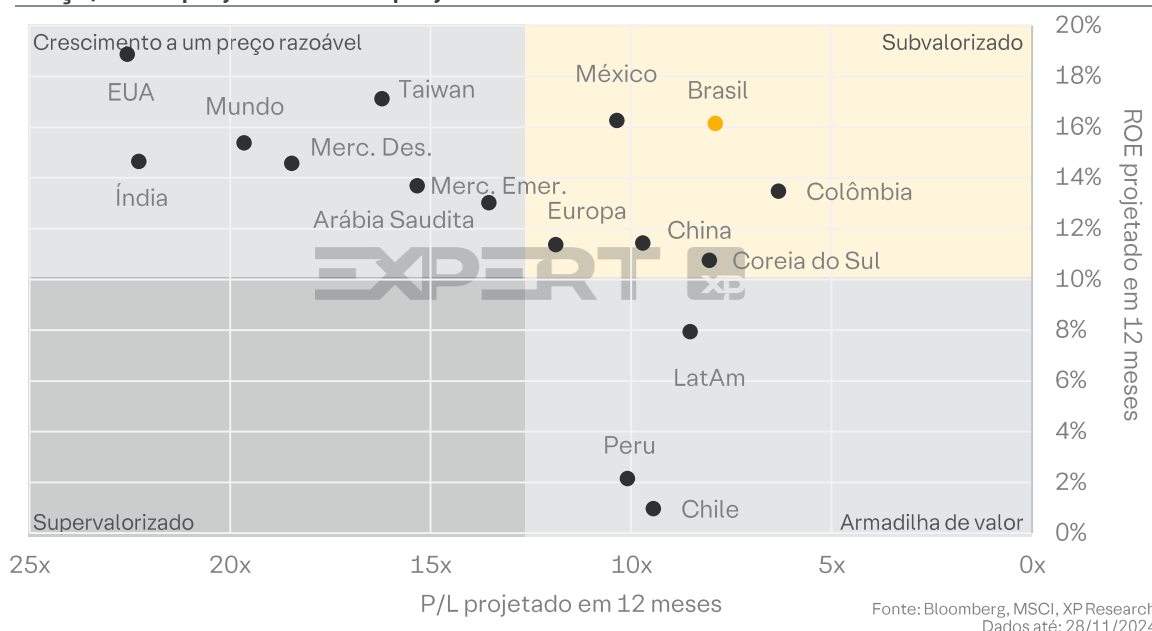
Essa narrativa é reforçada ao comparar o preço/valor patrimonial projetado com o rendimento de dividendos projetado. O Brasil se destaca no quadrante de valor e renda, dado seu perfil estável, sólida combinação de oportunidades de reinvestimento e foco em alta eficiência de lucratividade.

Não apenas o *valuation* está atraente, mas os fundamentos das empresas estão sólidos, resultando em altos rendimentos de dividendos e recompras de ações, que contribuem para altos ROEs e ROICs (para mais detalhes, veja aqui a nossa análise da temporada de resultados do 3º trimestre).

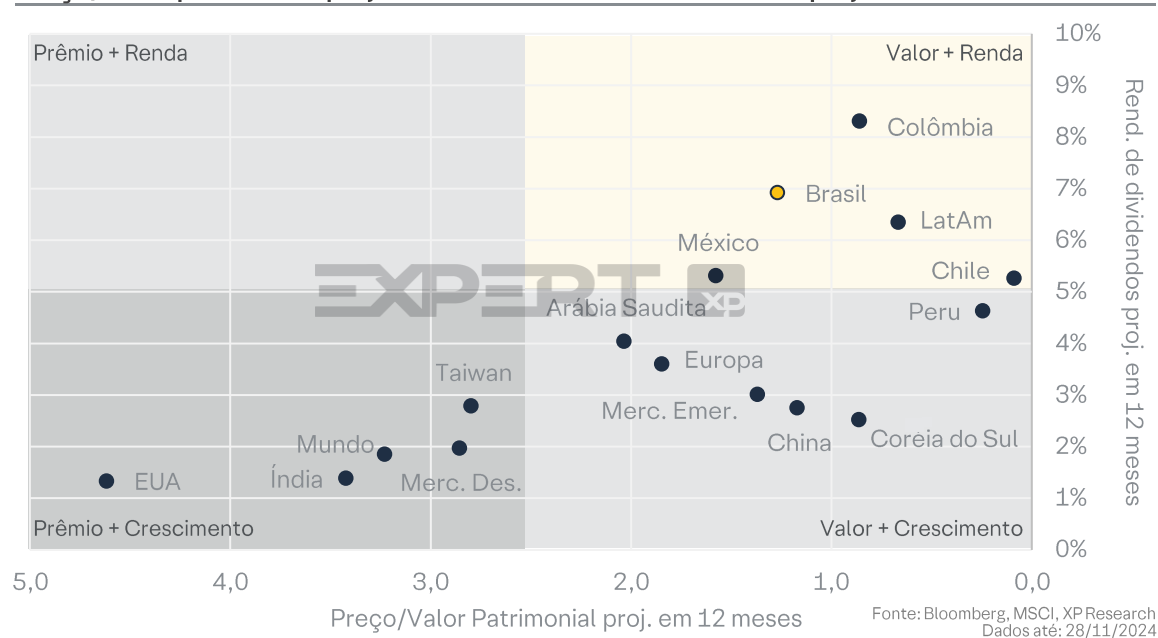
Além disso, há um potencial de valorização do real em relação ao dólar com o aumento do diferencial de juros (nossa equipe macro projeta o dólar em R\$ 5,85 para o próximo ano) e uma queda de juros na segunda metade do ano após uma resposta mais forte para combater a inflação.

## 07. Estratégia Brasil

### Preço/Lucro projetado x ROE projetado



### Preço/Valor patrimonial projetado x rendimento de dividendos projetado



No entanto, há riscos significativos para 2025, que equilibram a atratividade das ações brasileiras, refletindo em um prêmio de risco de ações mais alto do Brasil em comparação com seus pares da América Latina e mercados emergentes.

Enquanto o preço/lucro projetado do Brasil é relativamente baixo, o mercado brasileiro também apresenta as revisões de lucros mais negativas nos últimos 3 meses em comparação com seus pares - à medida que a taxa Selic pode ultrapassar 14%, o risco de revisões negativas de lucros aumenta. Além disso, as ações brasileiras, historicamente, não se saem bem durante ciclos de aumento de juros (leia nossa análise [aqui](#)).

## 07. Estratégia Brasil

Como mencionado em nosso relatório temático [O impacto das eleições americanas no Brasil](#), um governo Trump pode ser mais desafiador para os mercados emergentes, pois pode levar a:

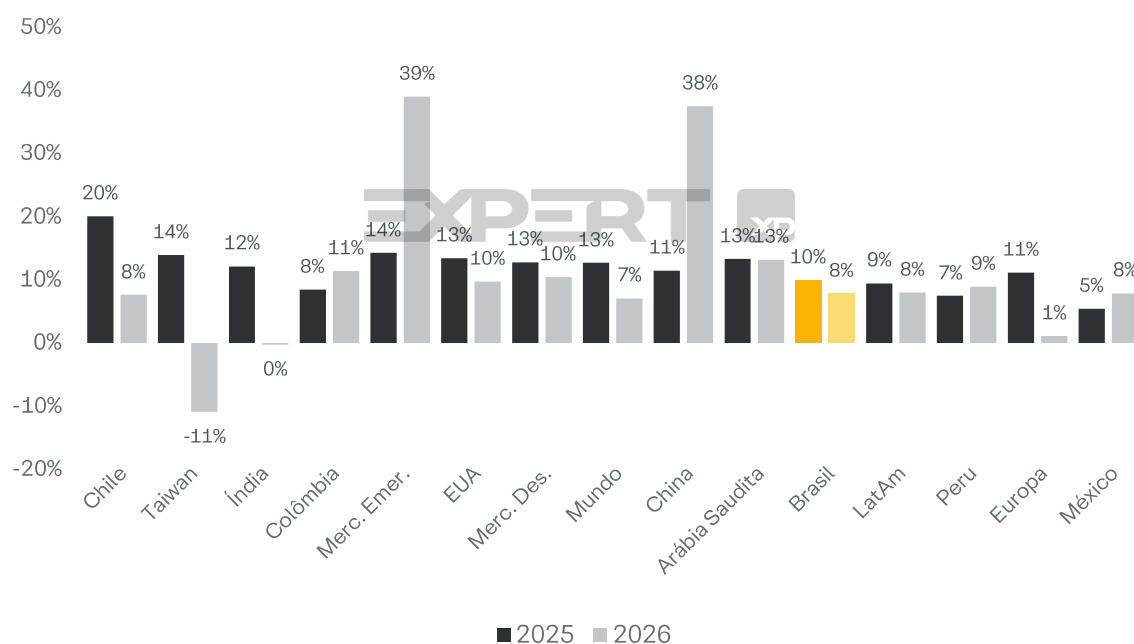
- **Maior volatilidade macroeconômica**, como quando tensões comerciais e tarifas, principalmente com a China, causaram grandes picos de volatilidade;
- **Dólar mais forte** devido à inflação mais alta decorrente de propostas de tarifas e grandes cortes de impostos, o que pressionaria o Federal Reserve a manter os juros mais altos por mais tempo, afetando as taxas de juros ao redor do mundo (especialmente as de longo prazo). Além disso, o dólar forte contribuiria para uma deterioração da taxa de câmbio, gerando pressões inflacionárias internamente e elevando os juros locais; e
- **Aumento dos fluxos** para os EUA à medida que o “excepcionalismo americano” ganha força.

Outro ponto a considerar é o potencial de valorização limitado para o Ibovespa em relação às taxas futuras de 1 ano, com o *spread* atual em torno de -1%.

**Nosso posicionamento:** por isso, nós preferimos nomes que oferecem:

- **Carrego sólido:** TIRs elevadas, com fortes fluxos de caixa e balanços patrimoniais.
  - Setores: elétricas & saneamento; bancos; commodities; shoppings; telecom, mídia e tecnologia.
- **Forte dinâmica de lucros:**
  - Setores: construtoras de baixa renda; proteínas; algumas companhias de varejo.

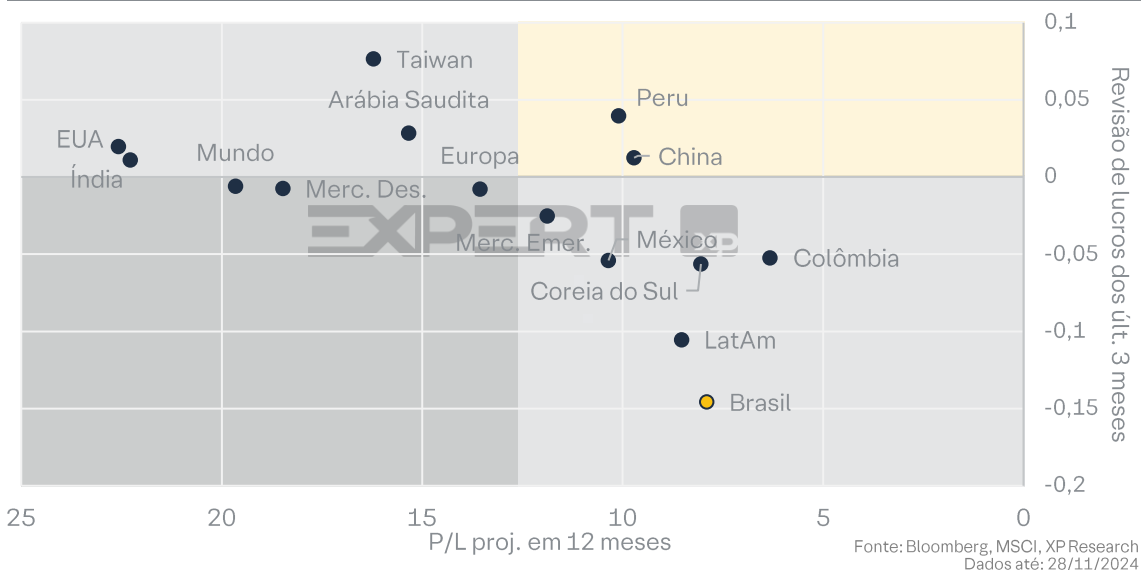
### Crescimento de lucros projetado para os próximos 12 e 24 meses



Fonte: Bloomberg, MSCI, XP Research  
Dados até: 28/11/2024

## 07. Estratégia Brasil

### Revisão de lucros dos últimos 3 meses x P/L projetado em 12 meses



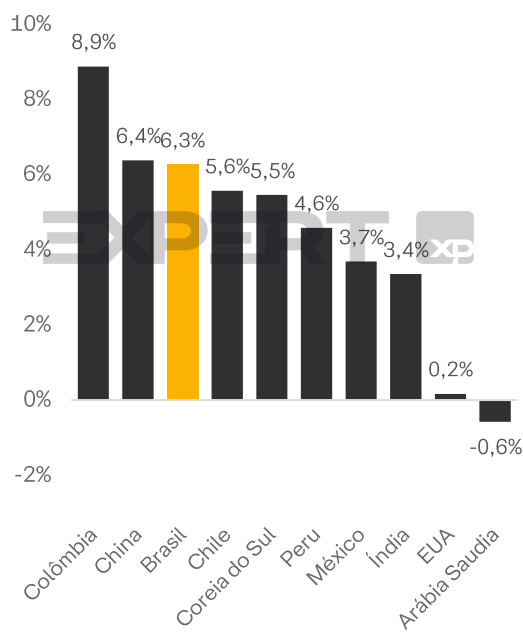
Dado o cenário macro, especialmente as perspectivas domésticas, que se deterioraram nos últimos meses, continuamos com um posicionamento mais defensivo nas nossas carteiras recomendadas XP.

Iniciamos nosso cenário-base do Ibovespa para 2025 em 145 mil pontos.

O nosso valor justo é calculado como uma média de quatro metodologias:

1. Um modelo DCF considerando taxas de juros reais;
2. Um modelo de P/L alvo;
3. Um modelo de EV/EBITDA alvo; e
4. Uma abordagem *bottom-up*, que utiliza o preço-alvo dos analistas da XP para cada papel que compõe o índice.

### Prêmio de risco de ações



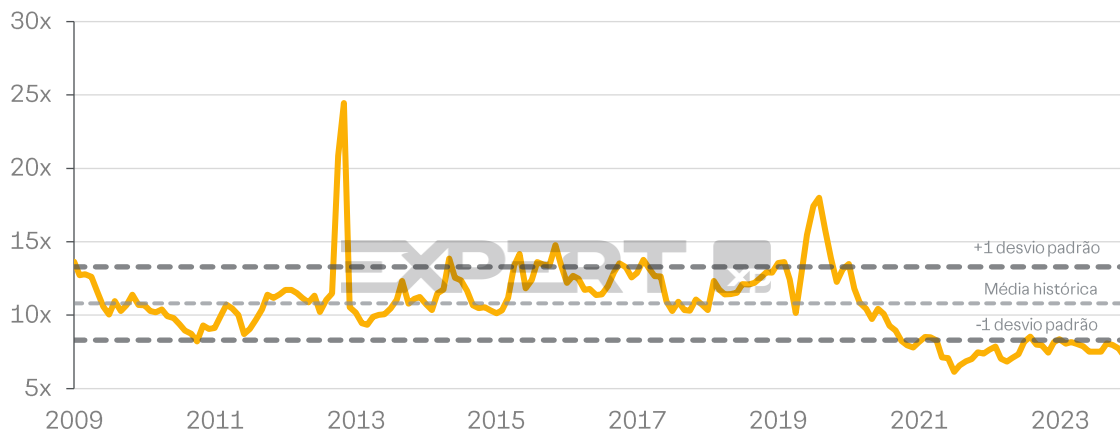
### Cenários pessimista, base e otimista para o Ibovespa

Cenário pessimista		Cenário-base		Cenário otimista	
Juros reais 7,5%	129.209	Juros reais 6,7%	139.478	Juros reais 6,0%	156.036
P/L 7,0x	111.092	P/L 8,5x	141.069	P/L 10x	167.519
EV/EBITDA 4,0x	87.316	EV/EBITDA 4,7x	145.295	EV/EBITDA 5,5x	161.837
Bottom up - 20%	125.403	Bottom up	156.754	Bottom up + 5%	164.592
<b>Média</b>	<b>113.255</b>	<b>Média</b>	<b>145.649</b>	<b>Média</b>	<b>162.496</b>

Fonte: Bloomberg, XP Research  
Dados até: 28/11/2024

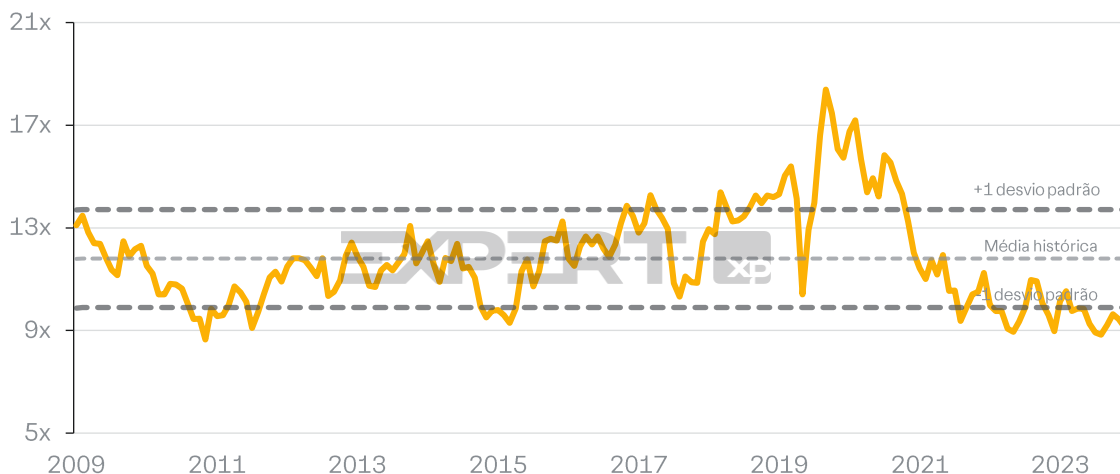
## 07. Estratégia Brasil

### Preço/Lucro projetado do Ibovespa



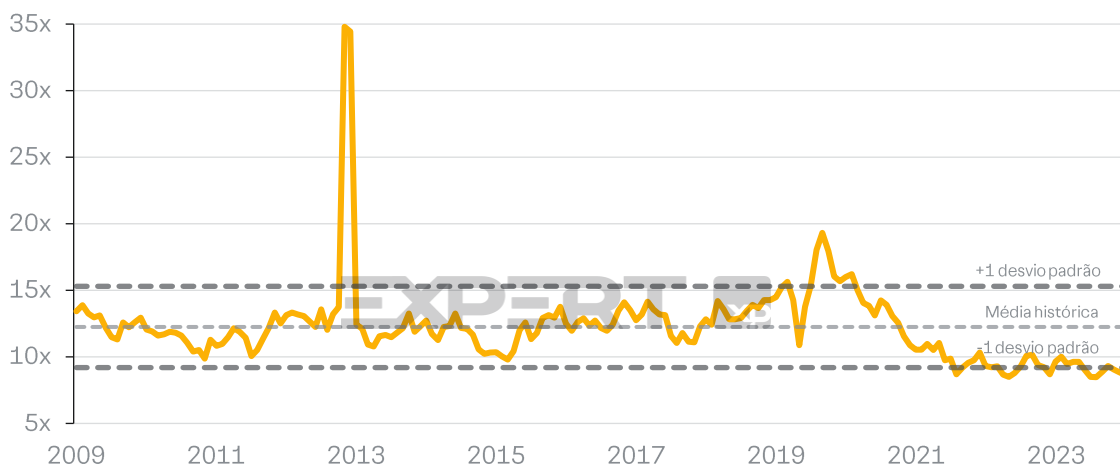
Fonte: Bloomberg, XP Research  
Dados até: 29/11/2024

### Preço/Lucro projetado do Ibovespa ex-materiais e energia



Fonte: Bloomberg, XP Research  
Dados até: 29/11/2024

### Preço/Lucro projetado do Ibovespa ex-Vale e Petrobras



Fonte: Bloomberg, XP Research  
Dados até: 29/11/2024



# 08.

## Estratégia quantitativa

Por Júlia Aquino e  
Fernando Ferreira

Fatores no Brasil: Momentum e Qualidade se destacam

## 08. Estratégia quantitativa

### Fatores no Brasil: Momentum e Qualidade se destacam



O investimento em fatores ou *factor investing* é uma estratégia baseada em análise de dados que envolve a escolha de ativos com base em drivers sistemáticos de retornos das ações. Esses fatores buscam explicar por que certas ações se movem em conjunto ou têm retornos esperados mais altos. Ao longo dos anos, vários fatores foram estabelecidos como determinantes no desempenho esperado das ações, incluindo Valor, Qualidade, *Momentum* e (Baixo) Risco. Por manterem relação linear com a valorização de ações, espera-se que os papéis com maior exposição a esses fatores tenham desempenhos melhores. A análise de fatores, portanto, é uma parte fundamental do processo de seleção de ativos de investidores.

De modo geral, o ano de 2024 foi marcado por uma rotação para os fatores mais defensivos. Conforme os investidores ficavam mais pessimistas durante o primeiro semestre, as ações de baixa volatilidade e baixo beta tiveram um forte desempenho durante o primeiro semestre do ano, mas devolveram uma parte desses ganhos desde então.

De acordo com o *spread de valuation* do fator, as ações de Baixo Risco estão mais “caras” do que a média desde 2022, e atualmente o *spread* mostra um *valuation* mais caro que em 99% dos períodos anteriores. Embora o ambiente macroeconômico possa sugerir um bom desempenho das ações de Baixo Risco, o *valuation* pode fazer os retornos desapontarem.

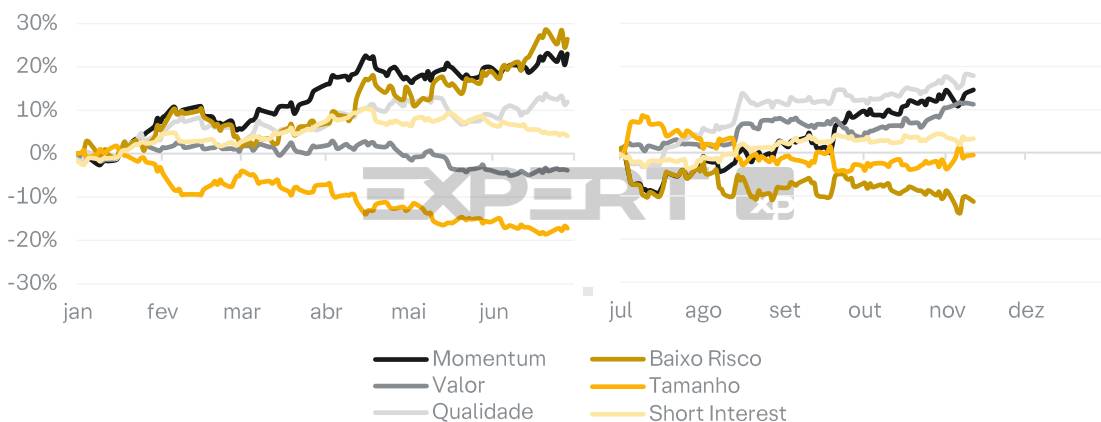
Por outro lado, Qualidade – outro fator defensivo – mostrou bons retornos no segundo semestre de 2024, depois de os fundamentos das empresas e o cenário econômico em deterioração competirem para influenciar o mercado. O fator também parece “caro” de acordo com o *spread de valuation*, atualmente no 82º percentil, levemente menor que a mesma métrica para as ações de Baixo Risco.

**Momentum foi o fator de melhor desempenho:** depois de um ano com muitas mudanças de sentimento no mercado, o fator termina o ano com um retorno superior a 40%. Qualidade seguiu de perto, com bons retornos puxados principalmente por empresas de baixa alavancagem.

Valor, o fator com maiores retornos em 2023, foi mal durante o primeiro semestre, mas mostrou uma recuperação a partir de outubro. Por outro lado, o fator Tamanho teve o pior desempenho, com as *small caps* sofrendo com as incertezas do ambiente macroeconômico e o início do ciclo de aperto monetário.

## 08. Estratégia quantitativa

### Desempenho dos fatores no primeiro e no segundo semestres de 2024



Fonte: Economatica, XP Research

### Desempenho mensal dos fatores em 2024

	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	2024 YTD	2023
<b>Valor</b>	2,2%	0,4%	0,6%	-2,2%	-3,1%	-0,1%	1,7%	5,9%	-3,4%	5,0%	6,9%	33,8%
<b>Qualidade</b>	4,2%	0,0%	3,2%	3,9%	-1,7%	2,0%	4,6%	7,6%	0,2%	3,6%	27,5%	13,5%
<b>Momentum</b>	10,2%	-2,6%	8,4%	2,6%	2,3%	0,4%	-0,6%	4,9%	6,0%	3,9%	35,5%	-3,0%
<b>Baixo Risco</b>	8,6%	-2,4%	3,4%	4,6%	4,9%	5,5%	-2,1%	-4,5%	0,1%	-3,0%	15,1%	0,2%
<b>Short Interest</b>	4,8%	-1,4%	3,8%	0,9%	1,1%	-3,2%	-2,2%	3,9%	1,0%	1,2%	9,8%	16,5%
<b>Tamanho</b>	-4,2%	-1,2%	-3,7%	-3,9%	-3,7%	-1,3%	2,6%	-5,7%	-0,1%	1,3%	-20,0%	-3,3%

Fonte: Economatica, XP Research

### América Latina: tamanho desaponta, mas Momentum se destaca

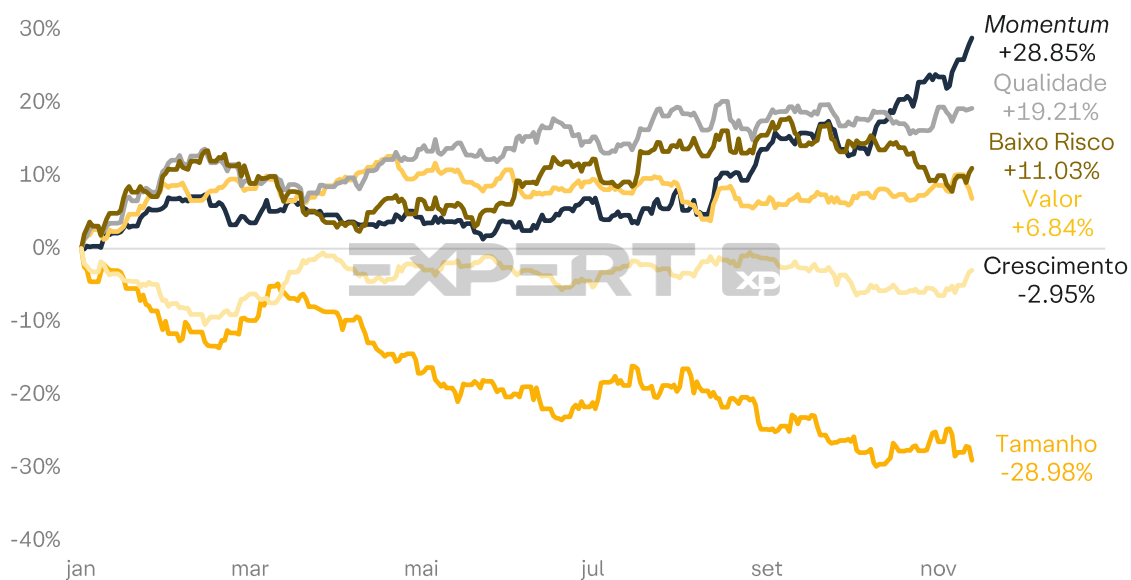
*Momentum* e *Qualidade* despontaram como os melhores fatores das ações da América Latina em 2024, enquanto *Tamanho* ficou para trás. O índice de ações da Bolsa colombiana, o COLCAP, que se destaca com o melhor desempenho da região no ano, tem uma exposição positiva a *Qualidade* e negativa a *Crescimento*, quando comparado ao MSCI World. Apesar de o índice colombiano apresentar retornos negativos de 3,7% no ano, os índices do Chile, México e do Brasil tiveram perdas de 5%, 26,8% e 20,2%, respectivamente. Isso reforça o padrão que observamos no mercado brasileiro: uma mudança para fatores mais defensivos.

Olhando adiante, percebemos dois grandes desafios para a maioria dos países latino-americanos. Primeiramente, o processo de desaceleração da inflação está perdendo força devido à pressão nos preços de serviços, o que pode implicar taxas de juros se mantendo em níveis restritivos por mais tempo – embora esperemos cortes para todos os países, exceto o Brasil.

## 08. Estratégia quantitativa

Em segundo lugar, os países da América Latina enfrentaram problemas para estabilizar a dívida pública. Isso é um risco à situação fiscal desses países, já que a dívida deve continuar subindo. A situação do Brasil é menos favorável que a de seus pares: a razão entre dívida e PIB é atualmente a mais alta e a perspectiva é de piorar no futuro.

### Desempenho dos fatores na América Latina em 2024



Fonte: Bloomberg, XP Research

### Exposição dos principais índices de ações da América Latina

(z-score relativo ao MSCI World)

	Momentum	Valor	Qualidade	Baixo Risco	Tamanho	Crescimento
IBOV (Brasil)	-0,09 $\sigma$	+0,13 $\sigma$	-0,05 $\sigma$	+0,10 $\sigma$	+0,13 $\sigma$	-0,05 $\sigma$
MEXBOL (México)	-0,02 $\sigma$	+0,16 $\sigma$	-0,10 $\sigma$	+0,34 $\sigma$	+0,36 $\sigma$	+0,07 $\sigma$
IPSA (Chile)	-0,25 $\sigma$	-0,52 $\sigma$	-0,06 $\sigma$	+0,30 $\sigma$	-0,14 $\sigma$	+0,16 $\sigma$
COLCAP (Colômbia)	+0,12 $\sigma$	-0,04 $\sigma$	+0,23 $\sigma$	-0,11 $\sigma$	+0,46 $\sigma$	-0,42 $\sigma$

Fonte: Bloomberg, XP Research



# 09.

**ESG** Por Marcella Ungaretti  
e Luiza Aguiar

Cinco principais tendências para ficar de olho

# Cinco principais tendências para ficar de olho



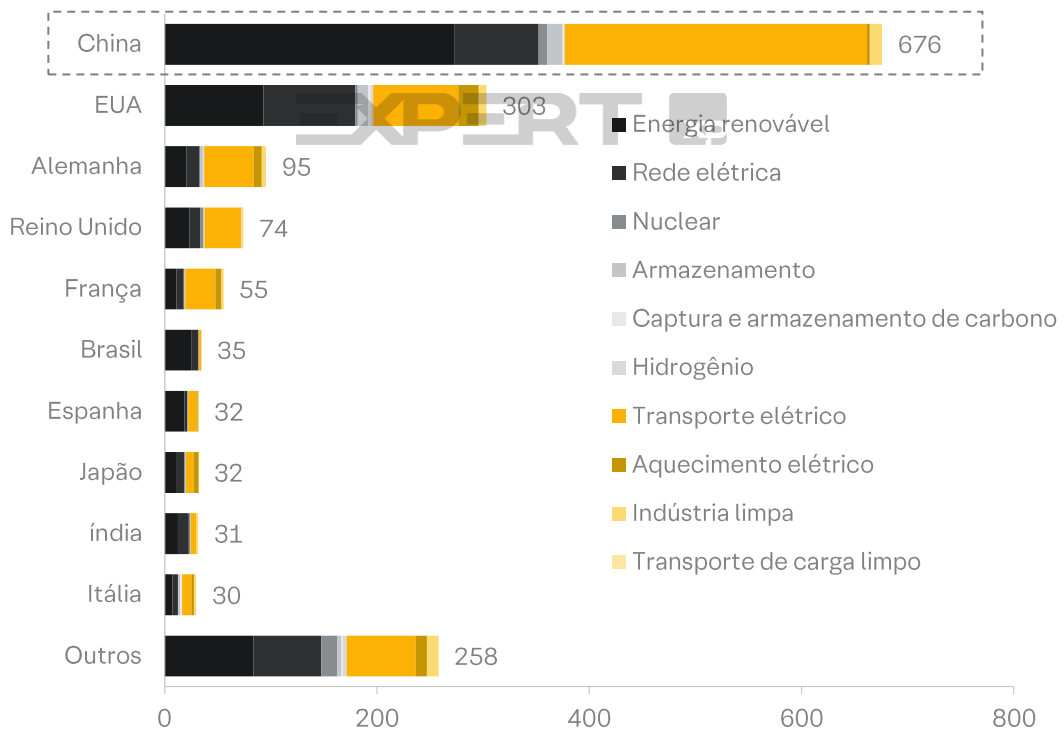
Em meio a uma série de eventos macroeconômicos e geopolíticos ao longo de 2024, a agenda ESG mostrou resiliência, conseguindo evoluir como um aspecto-chave na tomada de decisões dos investidores. À medida que nos aproximamos de 2025, os temas ESG, mesmo considerando a natureza inerente de longo prazo, estão cada vez mais associados a novas oportunidades de investimento. Destacamos cinco principais tendências que devem ser centrais no próximo ano. Veja abaixo:

## 1. Impulso da transição energética ganha força

A necessidade da transição para fontes de energia limpa nunca foi tão urgente, principalmente devido ao aumento contínuo nas emissões globais de CO2 provenientes da geração e uso de energia e ao incremento substancial nas temperaturas médias globais. Nesse contexto, vemos um cenário cada vez mais propício para essa transição energética, com os investimentos em projetos de energia limpa já superando os voltados aos combustíveis fósseis. Para 2025, esperamos uma aceleração nos investimentos dedicados à transição para uma economia de baixo carbono, principalmente via projetos de eficiência, armazenamento e infraestrutura, com o Brasil desempenhando um papel fundamental na busca pela descarbonização global.

### China liderando os investimentos globais em transição energética

Em bilhões de dólares (US\$)



Fonte: BloombergNEF, XP Research  
Dados de 2023

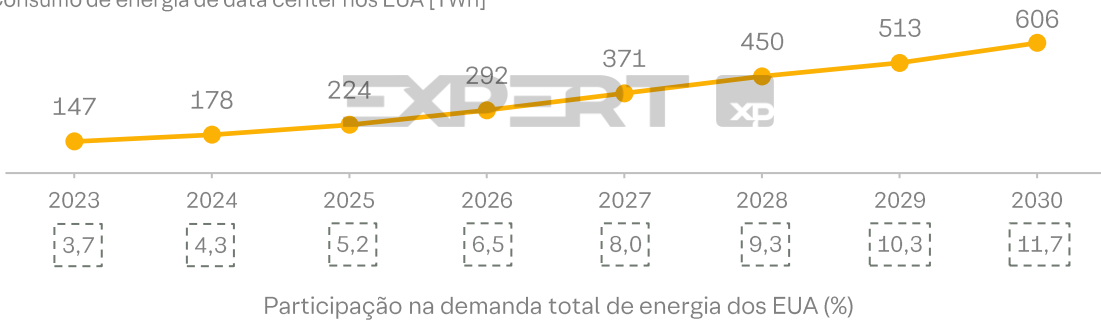
09. ESG

2. Avanço da inteligência artificial eleva a demanda por energia

À medida que a inteligência artificial (IA) avança, aumentam as expectativas em torno de seu potencial para auxiliar o mundo no combate às mudanças climáticas. No entanto, a rápida expansão da infraestrutura relacionada à inteligência artificial, especialmente os data centers, também tem chamado a atenção dos investidores, dado seu impacto ambiental, principalmente considerando o aumento da demanda por energia. Em resposta, as principais empresas de tecnologia estão se voltando para fontes de energia limpa para abastecer tais data centers, com o Brasil bem-posicionado para se tornar um importante fornecedor adiante.

Crescimento de IA e data centers eleva o consumo de energia nos EUA

Consumo de energia de data center nos EUA [TWh]

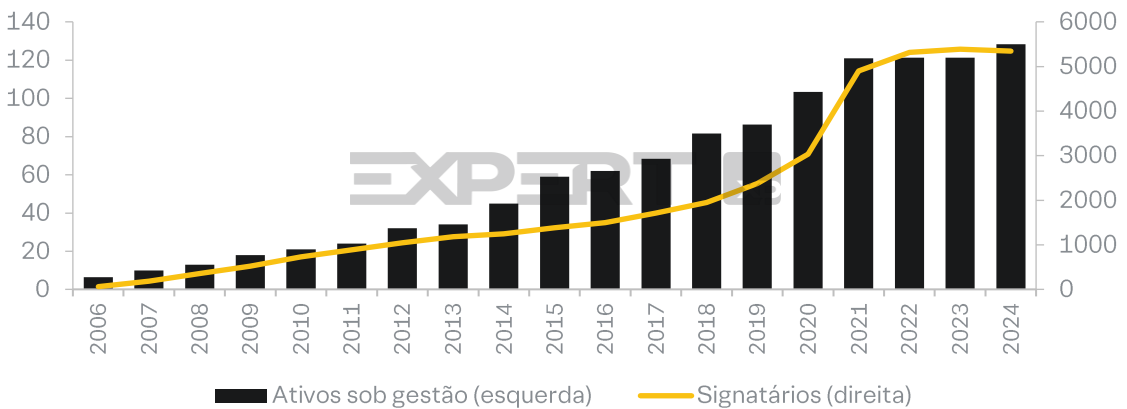


Fonte: International Energy Agency (IEA), Mckinsey, XP Research

3. Governança como um fator (ainda mais) crítico para os acionistas

Diferentemente do que observamos em outros países, o Brasil carece de uma cultura robusta de ativismo acionário, com o relacionamento com as empresas investidas muitas vezes não sendo a prioridade das gestoras. No entanto, temos notado um progresso constante, embora lento, com um número crescente de investidores assumindo um papel ativo junto a suas empresas investidas. Olhando adiante, vemos três fatores principais impulsionando esse movimento: iniciativas globais para engajamento coletivo; mudanças regulatórias; e correlação entre uma sólida governança e desempenho.

Número de signatários do PRI cresce ao longo dos anos



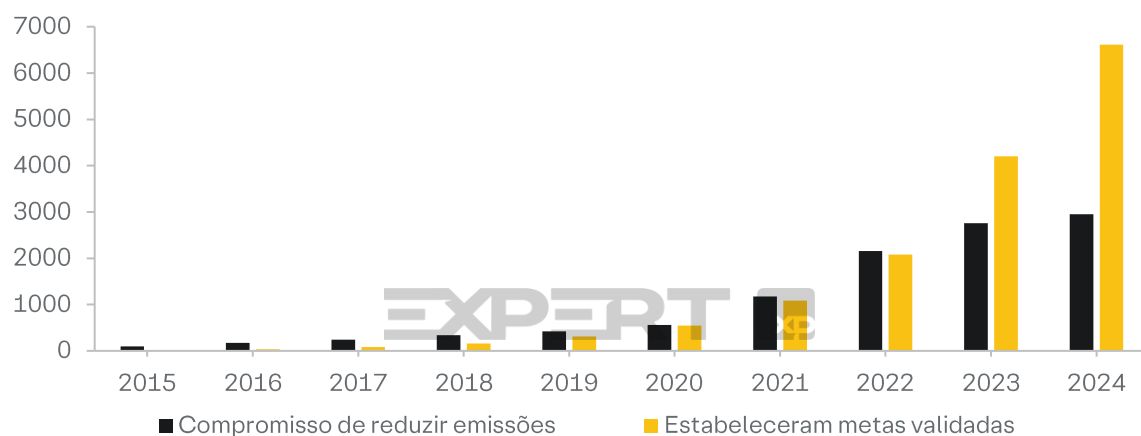
Fonte: Principles for Responsible Investments (PRI), XP Research

## 09. ESG

### 4. Ano-chave, que marca metade de uma década decisiva para ação climática

Muitas empresas fizeram grandes promessas climáticas no início da década de 2020, definindo o ano de 2030 como prazo comum, o que marca esta década como fundamental para a ação climática. Porém, embora vejamos com bons olhos a definição de objetivos de médio prazo, à medida que nos aproximamos da metade da década, traduzir tais metas em ações tangíveis continua sendo o principal desafio. Nesse sentido, é provável que 2025 seja um ano decisivo para as empresas monitorarem o quanto elas estão avançando no cumprimento dos objetivos preestabelecidos, ao mesmo tempo em que, do ponto de vista dos investidores, esperamos um maior foco na busca por maneiras de responsabilizar as companhias pelos compromissos assumidos.

#### Empresas com compromissos de redução de emissões e metas no mundo

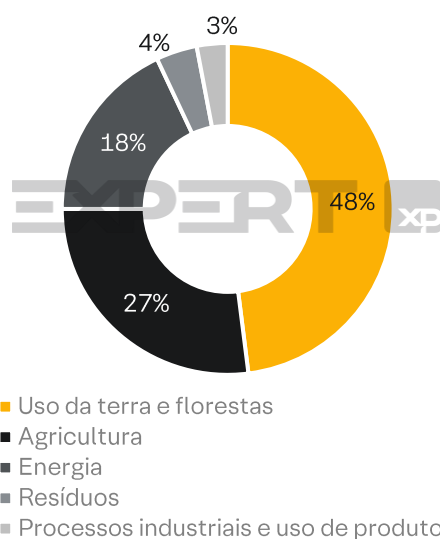


Fonte: MSCI, XP Research  
Dados até 18/11/2024

### 5. Os preparativos do Brasil para sediar a COP30

Embora toda COP seja uma oportunidade de atrair atenção para a necessidade global de ação climática, espera-se que a COP30, sediada no Brasil, ganhe maior destaque no cenário internacional. Com laços diplomáticos com os 198 estados-membros da ONU e desempenhando um papel de liderança na América Latina, vemos a posição do Brasil como anfitrião oferecendo uma oportunidade única de incentivar compromissos mais ambiciosos por parte das diferentes nações. Entre os temas que devem centralizar as discussões, antecipamos: uso da terra e desmatamento; e biodiversidade e contabilidade do capital natural.

#### Emissões brasileiras de gases do efeito estufa



Fonte: Greenhouse Gas Emissions and Removals Estimation System (SEEG), XP Research  
Dados de 2023





# 10.

## Setores da Bolsa

Pelo time  
de Ações

Perspectivas e oportunidades para cada setor

## 10. Setores da Bolsa

## Top Picks

Confira as ações escolhidas pelos analistas para cada setor

\*Preço-alvo para 2025

**Agro, alimentos e bebidas**

JBS (JBSS3)

Preço-alvo: R\$ 48,10/ação

**Bancos e setor financeiro**

Itaú (ITUB4)

Preço-alvo: R\$ 43,00/ação

**Bens de capital**

Marcopolo (POMO4)

Preço-alvo: R\$ 11,50/ação

**Construtoras**

Cury (CURY3)

Preço-alvo: R\$ 30,00/ação

**Educação**

Cogna (COGN3)

Preço-alvo: R\$ 4,20/ação

**Mineração e siderurgia**

Gerdau (GGBR4)

Preço-alvo: R\$ 27,00/ação

**Óleo, gás e petroquímicos**

Prio (PRIO3)

Preço-alvo: R\$ 64,00/ação

**Papel e celulose**

Suzano (SUZB3)

Preço-alvo: R\$ 85,00/ação

**Saúde**

Rede D'Or (RDOR3)

Preço-alvo: R\$ 40,50/ação

**Shoppings**

Iguatemi (IGTI11)

Preço-alvo: R\$ 32,50/unit

**Tecnologia, mídia e telecom**

Intelbras (INTB3)

Preço-alvo: R\$ 28,00/ação

**Transportes**

Rumo (RAIL3)

Preço-alvo: R\$ 35,00/ação

**Utilidades públicas**

Equatorial (EQTL3)

Preço-alvo: R\$ 46,00/ação

**Varejo**

Smart Fit (SMFT3)

Preço-alvo: R\$ 31,00/ação

## 10. Setores da Bolsa

### Aeroespacial

Por Lucas Laghi, Fernanda Urbano e Guilherme Nippes

De aeronaves comerciais até soluções de defesa, vemos um forte ambiente de demanda para a indústria aeroespacial, reforçado por carteiras de pedido sólidas e slots de produção completamente ocupados para 2025 (em alguns casos, para os anos seguintes também). Por outro lado, continuamos a ver as interrupções na cadeia de suprimentos como um tema-chave a ser monitorado. Diferentemente da pandemia de Covid-19, quando muitos participantes do setor enfrentaram atrasos, vemos os gargalos atuais como mais conjunturais, embora incluam componentes fundamentais, como motores comerciais, limitando o potencial de entrega das montadoras. Esperamos um foco crescente em padrões de qualidade, e soluções de mobilidade aérea urbana, com marcos importantes planejados para a indústria de eVTOL.

### Agronegócios

Por Leonardo Alencar e Pedro Fonseca

O ano de 2025 deve ser melhor de maneira geral para as empresas de agronegócios. Os produtores de grãos devem ter margens mais normalizadas com queda no custo de produção e melhores preços, particularmente de soja e milho (embora menores para algodão). Nas empresas de açúcar e etanol, as margens também devem melhorar refletindo a queda dos custos, melhores preços de etanol e maiores preços de açúcar, beneficiado pelo câmbio. Embora o cenário seja melhor para 2025, continuamos cautelosos com os produtores. Para os *players* de serviços agrícolas, a melhoria supracitada das margens dos produtores deve fluir na cadeia, traduzindo-se em um cenário mais saudável de preços e margens. Dessa forma, também esperamos resultados melhores, mas a execução comercial será primordial para esses *players*.

### Alimentos e bebidas

Por Leonardo Alencar e Pedro Fonseca

2025 deve ser misto entre os *players* de alimentos e bebidas. Para as empresas de proteínas, o ano deve ser ainda positivo, embora não tão forte quanto 2024. O destaque, assim como em 2024, deve continuar com as empresas expostas aos setores de aves e suínos, notadamente JBS (nossa *top pick*) e BRF. O cenário deve continuar positivo, uma vez que os custos devem continuar saudáveis, refletindo os altos estoques globais de grãos, enquanto o cenário de oferta e demanda continua ajustado. As empresas expostas à carne bovina, notadamente Marfrig e Minerva, devem ser penalizadas com a queda no abate no Brasil e nos Estados Unidos. Nas demais empresas do setor, vemos o cenário como desafiador, uma vez que os aumentos dos custos e do câmbio dificilmente serão compensados com repasses de preços.

## 10. Setores da Bolsa

### Autopeças

Por Lucas Laghi, Fernanda Urbano e Guilherme Nippes

2024 foi um ano de recuperação para veículos pesados no Brasil, vendas aceleradas conforme o esperado. Para 2025, esperamos um crescimento mais normalizado, sustentado por *drivers* estruturais como a alta idade média e demanda reprimida de ônibus, e conjunturais, como a recuperação das margens dos produtores (melhores perspectivas para implementos rodoviários e máquinas). Nos EUA, notamos indicadores negativos de curto prazo; mesmo assim, esperamos um ambiente melhor no final do ano, à medida que o mercado se prepara para os novos padrões de emissões. Em meio a mudanças econômicas e altos custos de produção, vemos uma piora nas perspectivas de vendas de veículos na Europa, inclusive para veículos elétricos, com taxaço de carros fabricados na China como um tema-chave a ser monitorado.

### Bancos e setor financeiro

Por Bernardo Guttman, Matheus Guimarães e Rafael Nobre

Em 2024, a inadimplência caiu, incentivando a originação de crédito. Contudo, com a inflação em alta e a mudança de cortes para elevações nas taxas de juros, os bancos adotaram uma postura mais cautelosa, priorizando linhas de menor risco. Embora o 3º trimestre tenha mostrado melhoria nos resultados, espera-se desaceleração no crescimento dos portfólios em 2025. O mercado de capitais permanece desafiador, mas as empresas devem manter disciplina em custos. *Neobanks* e *fintechs* se beneficiarão da alavancagem operacional, enquanto o setor de pagamentos enfrentará pressão nos *take rates* de aquisição, compensada pelo crescimento de crédito e do *total payment volume* (TPV). Em seguros, espera-se um resultado positivo. A preferência é o Itaú, pela robustez financeira e eficiência em custos.

### Construtoras

Por Ygor Altero e Ruan Argenton

2025 deve manter o orçamento recorde do FGTS visto em 2024, mas com menor financiamento para unidades usadas. Isso, combinado com taxas de juros atrativas no Minha Casa Minha Vida (MCMV), deve sustentar forte demanda e impulsionar lançamentos para construtoras de baixa renda. O INCC subiu recentemente devido aos custos de materiais, mas não vemos como uma grande ameaça às margens de 2025. Deve haver condições de crédito mais escassas para os segmentos de média/alta renda, mas a renda sólida e o baixo estoque devem sustentar a demanda e os lançamentos. A Cury é a nossa preferência, com forte captação do MCMV e um robusto banco de terrenos em SP e RJ, que deve impulsionar o crescimento dos lucros em 2025, o que ainda não se reflete em seus múltiplos.

## 10. Setores da Bolsa

### Educação

Por Raphael Elage

Para o setor de educação, esperamos que os fortes números de captação continuem, apesar de um ambiente macroeconômico desafiador - com a melhoria da retenção e da qualidade da base de alunos. No entanto, uma decisão sobre o arcabouço regulatório do ensino digital tem o potencial de alterar significativamente o ambiente competitivo. Mantemos a Cogna como a nossa ação favorita no setor, pois vemos a empresa com o maior potencial para continuar oferecendo crescimento e expansão de margem.

### Elétricas

Por Vladimir Pinto e Bruno Vidal

Com a possível materialização do La Niña e temperaturas médias menos elevadas, espera-se que os níveis dos reservatórios continuem se recuperando durante a temporada de chuvas, resultando em preços de energia mais baixos. No segmento de geração, um leilão de capacidade deve ocorrer no primeiro semestre, o que pode destravar valor para as empresas de energia hidrelétrica em nossa cobertura. No segmento de transmissão, apenas um leilão está programado para outubro de 2025, em que prevemos uma forte competição. No segmento de distribuição, esperamos que a demanda por energia permaneça resiliente, com um robusto pipeline de investimentos planejados pelas empresas da nossa cobertura.

### Indústria farmacêutica e distribuição

Por Raphael Elage

Para o segmento de indústrias farmacêuticas, esperamos uma reorientação estratégica na Hypera com foco em medicamentos de referência, favorecendo margens e redução de Capex, mas limitando o crescimento, e ajustes na política comercial, visando otimizar capital de giro, que devem impactar negativamente receitas e margens até o 4º trimestre de 2025. Por outro lado, a Blau segue com perspectivas positivas, após recuperar crescimento e margens graças a volumes crescentes, controle de preços e a aquisição da Bergamo, os quais devem continuar fortalecendo os resultados, reforçando nosso otimismo em relação ao papel.

## 10. Setores da Bolsa

### Industriais

Por Lucas Laghi, Fernanda Urbano e Guilherme Nippes

Notamos a materialização da elevada demanda prevista para produtos de transmissão e distribuição (T&D) no contexto de transição energética, potencializada pelo crescente uso de fontes renováveis (intermitentes) e pelo aumento do consumo de eletricidade (ex.: veículos elétricos e *data centers*). Esperamos que essa tendência permaneça forte em 2025, com nossa visão sustentada por investimentos em capacidade produtiva de fabricantes de equipamentos eletroeletrônicos. Ainda incipiente no Brasil, vemos um potencial ponto de virada para os sistemas de armazenamento de energia em baterias em 2025 caso um leilão realmente aconteça. Por ora, vemos indicações de demanda ligeiramente positivas para produtos de ciclo curto, altamente correlacionados a ciclos de investimento de indústrias de commodities.

### Mídia e tecnologia

Por Bernardo Guttman

As empresas sob nossa cobertura têm dinâmicas e modelos de negócios muito diferentes. Com taxas de juros elevadas e inflação alta, estamos cautelosos quanto ao investimento em empresas alavancadas, preferindo aquelas com diferenciais competitivos que permitem uma dinâmica de crescimento. Enxergamos a Intelbras com uma assimetria interessante, bem posicionada, combinando uma estrutura de capital desalavancada com diferenciais competitivos em seu *core business*. A Intelbras é um *player* dominante na fabricação de eletrônicos voltados para segurança, com quase 50% do mercado de câmeras de segurança, o que permite que a companhia continue crescendo em diferentes momentos do ciclo econômico. Seu canal de vendas é diferencial competitivo, com uma rede praticamente irreplicável de revendedores.

### Mineração e siderurgia

Por Lucas Laghi, Guilherme Nippes e Fernanda Urbano

Perspectiva para os preços do minério de ferro ainda pouco inspiradora, embora o pacote fiscal deva ajudar os desenvolvedores a concluir projetos em andamento. Para a Vale, vemos níveis de *valuation* proporcionando uma margem de segurança, com o *EV/EBITDA forward* da Vale em -21% em relação aos principais concorrentes. Além disso, apesar de uma leve melhoria na perspectiva para o minério de ferro recentemente, ainda vemos uma perspectiva relativa melhor para os produtores de aço no Brasil, devido a uma história mais tangível em relação aos aumentos de preços e iniciativas de redução de custos. A Gerdau é nossa *top-pick* no setor, com um desempenho esperado resiliente na América do Norte, enquanto as operações no Brasil implicam um ponto de inflexão para o *momentum* dos lucros.

## 10. Setores da Bolsa

### Óleos, gás e petroquímicos

Por Régis Cardoso e Helena Kelm

As ações do setor podem ser agrupadas em três subsetores: E&P (exploração e produção), distribuição de combustíveis e petroquímicos. Preferimos o E&P pela sua alta geração de caixa, que é também dolarizada. Por outro lado, o setor é diretamente exposto ao preço do petróleo e enfrenta incertezas de demanda e de riscos geopolíticos. Nossa preferência é a PRIO, pois combina crescimento e geração de caixa. Fazemos também menção à Petrobras, cuja tese de investimento é baseada no pagamento de dividendos (entre 10% e 13% em 2025). Na área de distribuição de combustíveis, o *valuation* também é relativamente atrativo, mas preferimos esperar por um catalisador que possa desencadear um aumento de múltiplos. O ciclo petroquímico segue desafiador, mas vale monitorar o setor em busca de uma virada de ciclo mais positiva.

### Papel e celulose

Por Lucas Laghi, Guilherme Nippes e Fernanda Urbano

Temos uma visão estrutural positiva para os preços da celulose, apesar da volatilidade e incerteza quanto à magnitude e à duração da atual desaceleração de preços, com indicações recentes apontando para estabilização dos preços no curto prazo, e visão estrutural positiva para os preços da celulose. Acreditamos que a Suzano está bem-posicionada para capitalizar um potencial ponto de inflexão no ciclo da celulose, com significativo fluxo de caixa incremental após a expansão do Cerrado e com *valuation* atraente. Além disso, vemos um ambiente sólido para embalagens no Brasil, com uma perspectiva sólida para volumes/preços de papel/embalagem. Consideramos a Klabin e a Irani bem-posicionadas para capturar o bom *momentum* na divisão de embalagens.

### Saneamento

Por Vladimir Pinto e Bruno Vidal

No setor de saneamento, prevemos um ano movimentado em 2025, com 23 leilões de projetos previstos ao longo do ano, envolvendo mais de R\$ 70 bilhões em investimentos projetados. Esperamos que o mercado continue focando na recém-privatizada Sabesp, e antecipamos que os ganhos de eficiência operacional se tornem mais pronunciados ao longo do ano. Com um forte *pipeline* de Capex planejado para os próximos anos para atender às metas de universalização, o mercado acompanhará de perto a execução desses investimentos e a participação da empresa nesses leilões.

## 10. Setores da Bolsa

### Serviços de saúde

Por Raphael Elage

Para o segmento de serviços de saúde, vemos os pagadores pressionando por outra rodada de preços agressivos para levar a sinistralidade para um nível normalizado. Nesse cenário, esperamos que os pagadores alcancem a normalização em meados de 2025, permitindo dinâmicas mais saudáveis com os prestadores. Além disso, pagadores e prestadores têm estreitado os laços entre ambas as partes para alinhar interesses, e esperamos que essas parcerias continuem ganhando força. Nesse sentido, colocamos a Rede D'Or (RDOR3) como a nossa favorita no setor de saúde, pois acreditamos que a empresa esteja bem-posicionada para absorver as pressões do mercado e, ao mesmo tempo, apresentar sólidos resultados operacionais e geração de caixa.

### Shoppings e propriedades logísticas

Por Ygor Altero e Ruan Argenton

As fortes vendas dos lojistas em 2024 reduziram custos de ocupação e inadimplências, o que gerou uma demanda robusta dos locatários, impulsionando taxas de ocupação e um mix de locatários mais qualificados. Os shoppings tiveram um leve crescimento da receita de aluguel em 2024 devido aos baixos ajustes de IGP-M/DI, mas os recentes aumentos nesses índices devem impulsionar fortes ajustes e crescimento dos lucros em 2025. Apesar do cenário mais fraco de capitalização para FIIs que deveria diminuir os números de M&As, a baixa alavancagem financeira deve sustentar investimentos e retornos altos de dividendos e recompras. A Iguatemi é nossa *top pick*, que deve manter ganhos com alta taxa de ocupação e alocação estratégica de capital, incluindo potenciais aquisições nos Pátios Higienópolis e Paulista.

### Telecomunicações

Por Bernardo Guttman

Em relação às grandes telcos (TIM e Vivo), continuamos cautelosamente otimistas, apesar de um ambiente competitivo que pode se deteriorar com a entrada do Nubank no segmento. O ambiente competitivo mais racional está em um equilíbrio frágil hoje, o que pode dificultar reajustes de preços. Apesar do ambiente incerto, vemos as telcos com múltiplos atrativos e crescimento sustentável na geração de caixa, com dividendos atrativos. A TIM deverá ter um crescimento um pouco acima da inflação, com margens estáveis e um fluxo de caixa que deverá continuar aumentando. A TIM deu um *guidance* de distribuição de dividendos de aproximadamente R\$ 12 bilhões para o período de 24-26, equivalente a cerca de 30% de seu valor de mercado atual. Gostamos dos dois nomes, mas vemos um *upside* maior para a TIM.



## 10. Setores da Bolsa

### Transporte

Por Pedro Bruno e Matheus Sant'Anna

Em aluguel de veículos: momento positivo de tarifas de aluguel; contínua boa performance na gestão terceirizada de frotas, com reprecificação e expansão contratual; e normalização de seminovos. Em aluguel de pesados, há perspectivas de crescimento, mas com riscos de retomada de ativos na Vamos e pressão de margem no curto prazo na Mills (maior competição) e Armac (foco em contratos de operações contínua). Em infraestrutura, destacamos: Rumo, com boas perspectivas para a safra e cenário de O&D apertado; e Rodovias em meio à implantação do alto Capex já comprometido, novos projetos em uma agenda extensa e otimização de ativos deficitários. Para aéreas, visão cautelosa dado o câmbio pressionando custos, expansão lenta da frota e incertezas sobre dívidas da Azul e Gol.

### Varejo

Por Daniella Eiger, Gustavo Senday e Laryssa Sumer

Estamos mais cautelosos para 2025, diante de riscos de a aceleração recente na inflação impactar o poder de compra dos consumidores, enquanto a forte desvalorização de câmbio deve pressionar os custos da maior parte dos varejistas, o que resultará em aumentos de preço ou pressão de margem. Além disso, a manutenção de juros mais altos é um limitador de uma oferta mais ampla de crédito aos consumidores. No entanto, o nível de desemprego baixo, leve melhoria na oferta de crédito e níveis de inadimplência controlados são alavancas positivas. Com isso, mantemos uma visão mais conservadora em relação aos resultados do setor em 2025, preferindo exposição a segmentos mais resilientes/defensivos ou que tenham alavancas internas para geração de resultados.

## Disclaimer

- I. Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. (“XP Investimentos ou XP”) de acordo com todas as exigências previstas na Resolução CVM 20/2021, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- II. Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- III. O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- IV. O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Resolução CVM nº 20/2021 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- V. Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- VI. O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a Resolução CVM nº 178/2023, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- VII. Para fins de verificação da adequação do perfil do investidor aos serviços e produtos de investimento oferecidos pela XP Investimentos, utilizamos a metodologia de adequação dos produtos por portfólio, nos termos das Regras e Procedimentos ANBIMA de Suitability nº 01 e do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Distribuição de Produtos de Investimento. Essa metodologia consiste em atribuir uma pontuação máxima de risco para cada perfil de investidor (conservador, moderado e agressivo), bem como uma pontuação de risco para cada um dos produtos oferecidos pela XP Investimentos, de modo que todos os clientes possam ter acesso a todos os produtos, desde que dentro das quantidades e limites da pontuação de risco definidas para o seu perfil. Antes de aplicar nos produtos e/ou contratar os serviços objeto deste material, é importante que você verifique se a sua pontuação de risco atual comporta a aplicação nos produtos e/ou a contratação dos serviços em questão, bem como se há limitações de volume, concentração e/ou quantidade para a aplicação desejada. Você pode consultar essas informações diretamente no momento da transmissão da sua ordem ou, ainda, consultando o risco geral da sua carteira na tela de carteira (Visão Risco). Caso a sua pontuação de risco atual não comporte a aplicação/contratação pretendida, ou caso existam limitações em relação à quantidade e/ou volume financeiro para a referida aplicação/contratação, isto significa que, com base na composição atual da sua carteira, esta aplicação/contratação não está adequada ao seu perfil. Em caso de dúvidas sobre o processo de adequação dos produtos oferecidos pela XP Investimentos ao seu perfil de investidor, consulte o FAQ. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
- VIII. A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- IX. Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- X. SAC. 0800 77 20202. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- XI. O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: [www.xpi.com.br](http://www.xpi.com.br).
- XII. A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- XIII. A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de “stops” para limitar as possíveis perdas.
- XIV. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.

## Disclaimer

- XV. O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.
- XVI. O investimento em termos são contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.
- XVII. O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
- XVIII. ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.