

Dezembro 2023

Indicador	Últ. Cotação	dez-23	2023
CDI	11,65%	0,94%	13,10%
Índice BOVESPA	134.185	5,38%	22,28%
Dólar	4,8521	-1,39%	-8,21%
EUA Juros 10 anos	3,86%	-0,49%	0,03%
S&P 500	4.770	4,42%	24,23%
Petróleo Brent (USD)	77,08	-6,96%	-10,36%

Mercado Internacional

Encerramos o ano de 2023 com mais um mês positivo para os mercados de risco. Tal movimento deve-se a um fechamento robusto nas taxas dos *treasuries* e a manutenção da trajetória benigna da inflação global, com destaque para os países desenvolvidos. Nesse sentido, dezembro foi marcado pela reafirmação da manutenção de juros por parte do FED com destaque para a revisão de suas projeções de forma significativa, indicando a possibilidade de três cortes de 0,25% na taxa básica ao longo de 2024, levando-a para 4,75% a.a.

O cenário de "pouso suave" na economia americana, antes improvável, parece estar se concretizando. Os indicadores de núcleo de inflação continuam desacelerando, apesar de um mercado de trabalho ainda robusto e com crescimento real de salários. Contudo, a ausência de pressões deflacionárias claras ou desaceleração expressiva do crescimento sugere que o ânimo do mercado pode ter sido exagerado ao precificar cortes de 1,50% nas taxas de juros até o final deste ano. Deveremos acompanhar com cautela os efeitos da alta de juros no crédito e na atividade antes de tomarmos como certeza o cenário que se desenha.

Na Europa, o Banco Central Europeu (ECB) e o Banco da Inglaterra (BOE) mantiveram uma postura cautelosa em suas reuniões de política monetária. Optando também por manterem seus juros estáveis nos patamares atuais. A boa notícia se dá pelo lado da inflação que segue apresentando uma queda consistente. Já do lado negativo, a atividade continua com uma perspectiva fraca e abre espaço para cortes de juros no ano de 2024. Até o momento, espera-se que os cortes sejam mais fortes na Europa do que nos EUA, algo que poderia aliviar as pressões sobre o crescimento ainda que isso impacte negativamente o Euro.

Na China persiste uma preocupação com a possibilidade de um processo de deflação e queda no crescimento estrutural. Os últimos meses do ano esboçaram alguma reação aos estímulos feitos pelo governo. Ainda assim, o desempenho das bolsas chinesas foram bastante ruins e refletem a quebra de expectativas dos mercados frente à reabertura econômica. Nos próximos meses será crucial observar de perto a abordagem adotada pelas autoridades chinesas na continuidade do processo de redução do endividamento no setor imobiliário e de infraestrutura, à medida que avançam na transição para um modelo econômico mais orientado para o consumo.

Mercado Local

A expressiva alta nos mercados de risco em dezembro teve um impacto positivo no desempenho dos ativos locais, com o Ibovespa atingindo sua máxima histórica ao longo do mês. Embora esse movimento seja principalmente atribuído à entrada de fluxo estrangeiro, o Brasil se destacou positivamente no mês pela aprovação da reforma tributária sobre o consumo (que dispõe sobre o IVA) e da MP das subvenções, peça crucial no ajuste fiscal proposto pelo governo. No cenário da renda fixa local, observamos uma notável queda nos juros futuros, seguindo a tendência de outros países.

Quanto à inflação, apesar da continuidade de indicadores favoráveis nos núcleos, persistem desafios para a reancoragem das expectativas de longo prazo do IPCA medidas pelo relatório FOCUS. Nesse sentido, o COPOM reafirmou sua estratégia de afrouxamento monetário com um novo corte de 0,50% na SELIC que encerrou 2023 em 11,75% a.a. Olhando para frente, o Banco Central sinalizou que deverá manter o ritmo de queda de 0,50% por reunião nas suas próximas decisões.

Até agora, os dados fortes de emprego e as projeções de crescimento positivas para 2024 não parecem indicar que o Banco Central esteja defasado em seus movimentos ainda que o patamar corrente de juros se mostre elevado. Como comentamos em nossa última carta, é grande a dependência da evolução do nosso processo de desinflação, do ambiente de juros nos EUA e do endereçamento de nossas questões fiscais para

fortalecer um cenário de aceleração dos cortes por aqui e de uma taxa SELIC consistentemente abaixo de dois dígitos.

Focus - 28/12/2023				
Mediana - Agregado	2024		2025	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	3,92	3,90	3,50	3,50
PIB (var. %)	1,50	1,52	1,92	2,00
Câmbio (R\$/US\$)	5,04	5,00	5,10	5,04
SELIC (% a.a.)	9,25	9,00	8,63	8,50

No âmbito fiscal, os mercados estão centrados na possível mudança da meta de déficit zero para 2024. Apesar dos resultados de atividade positivos no ano passado, espera-se uma acomodação à frente e seu impacto na arrecadação. Além disso, o calendário eleitoral de 2024 também pode influenciar na dificuldade de novas agendas arrecadatórias no congresso. Ainda que estejamos vendo crescimento da dívida pública, os recordes na balança comercial e nossas reservas internacionais sustentam a força do real e a estabilidade das contas externas.

Agradecemos mais um ano de confiança em nossa gestão e seguiremos sempre focados no planejamento e geração de valor a longo prazo. Esperamos por um novo ano de oportunidades e desafios. Nas próximas páginas, compartilhamos nossos vieses de alocação resultantes de nosso último comitê de investimentos e breve comentário das decisões.

Atenciosamente,
Equipe Ethos.

Alocação Tática Global:

Resultado do Comitê		Escala					
Classes de ativos	Escala	-2	-1	0	+1	+2	Δ
Cash & MM	+2						↑
Treasury	+1						↓
Investment Grade	+2						=
High Yield	-1						=
Equities US	-1						=
Equities Europe	-2						=
Equities EM	0						=
Alternatives	-1						=

Comentários das Estratégias

Classes de ativos	Escala	View
Cash & MM	+2	Temos visto uma desaceleração não linear dos dados de atividade nas economias desenvolvidas e níveis de inflação com melhora gradual. Ainda assim, diante das atuais condições de taxas, optamos por manter overweight as posições em títulos de curto prazo.
Treasury	+1	Os juros elevados destes títulos em termos históricos ainda nos parecem justificar um posicionamento overweight apesar do recente fechamento das taxas. Com relação aos prazos, temos preferido focar nossas alocações em vértices que fujam da porção intermediária da curva.
Investment Grade	+2	Em termos históricos, temos visto taxas atrativas que justificam um posicionamento overweight. Optamos por focar nossos esforços em empresas com boa qualidade creditícia.
High Yield	-1	Enxergamos uma possibilidade de elevação dos spreads em relação aos níveis atuais em caso de piora das condições econômicas e dificuldade no refinanciamento do crédito a empresas de menor qualidade.
Equities US	-1	Preferimos manter nossa alocação em níveis abaixo do usual dado a alta recente focada em teses específicas e receita diante da incerteza dos juros e da atividade.
Equities Europe	-2	Nossa visão é de que o continente ainda enfrenta uma queda forte na atividade. Ambiente que não se mostra propício para alocações de risco.
Equities EM	0	Nossa percepção é de que a atividade chinesa deva desacelerar de forma gradual nos próximos anos. Ainda assim, o excesso de negativismo com os recentes desapontamentos pode gerar oportunidades táticas em alguns ativos descontados.
Alternatives	-1	A manutenção dos juros em patamares altos por algum tempo ainda deverá trazer dificuldades à novas rodadas de valorização para ativos de menor liquidez e ligados à economia real.

Alocação Tática Local:

Resultado do Comitê		Escala					
Classes de ativos	Escala	-2	-1	0	+1	+2	Δ
Pós-Fixado	-1						↑
Pré-Fixado	-1						↓
Inflação	+2						=
Multimercados	+1						↑
Renda Variável	0						=
Alternativos	0						↑

Comentários das Estratégias

Classes de ativos	Escala	View
Pós-Fixado	-1	Após o início do ciclo de afrouxamento monetário no Brasil, entendemos que o momento poderá oferecer novas oportunidades nas demais classes.
Pré-Fixado	-1	Entendemos fazer pouco sentido alocações novas em títulos pré-fixados. O fechamento recente da curva de juros somada às incertezas do cenário externo retirou o prêmio que enxergávamos na classe.
Inflação	+2	A baixa inflação implícita futura poderá se traduzir em alocações interessantes na classe de ativos indexados ao IPCA caso as novas diretrizes do governo traduzam-se em despesas excessivas que gerem surpresas inflacionárias à frente.
Multimercados	+1	Enxergamos um cenário um pouco mais benéfico ao posicionamento dinâmico dos gestores. A proximidade das inversões de ciclos monetários poderá se traduzir em retornos interessantes à frente.
Renda Variável	0	Temos visto um movimento de descompressão de risco no Brasil advindo do ciclo de queda dos juros. Em termos históricos, enxergamos os múltiplos de bolsa Brasil em patamares atrativos. Ainda assim, as diretrizes políticas podem levar a um retardo dos retornos expressivos na classe e dificultam nosso posicionamento overweight.
Alternativos	0	Enxergamos um cenário que poderá beneficiar ativos ligados à economia real com a redução do custo de capital nos próximos meses. Ainda assim, nos preocupa um nível terminal de cortes de juros mais altos no país e impactos desse movimento seja fundos listados, seja em ativos de menor liquidez como private equity e venture capital.