

Novembro 2023

Indicador	Últ. Cotação	nov-23	2023
CDI	12,15%	0,92%	12,04%
Índice BOVESPA	127.331	12,54%	16,04%
Dólar	4,9205	-2,27%	-6,91%
EUA Juros 10 anos	4,35%	-0,53%	0,52%
S&P 500	4.568	8,92%	18,97%
Petróleo Brent (USD)	82,85	-5,23%	-3,65%

Mercado Internacional

Novembro foi um mês muito positivo para a performance dos mercados de risco em geral. O movimento é explicado pelo forte recuo nas taxas de juros futuras nos EUA em meio a um cenário mais positivo dos dados de inflação e uma percepção positiva dos agentes de mercado, que passaram a interpretar que o FED encerrou seu ciclo de elevações de juros. Sendo assim, os próximos capítulos dessa história deverão concentrar-se agora em quando e quanto o FED poderá reduzir sua taxa básica que hoje é de 5,25%-5,50% a.a.

Os sinais são positivos. Os dados de inflação acumulados se aproximam das projeções do FED e parecem dar mais certeza de que o próximo movimento será de corte. Ainda assim, a resiliência do mercado de trabalho e a dinâmica atual dos serviços podem retardar o início desse novo ciclo para meados do próximo ano.

Os reflexos do forte aperto monetário promovido nos últimos meses também são motivos de incerteza, seja para o mercado, seja para o próprio FED. Diante disso, ainda precisaremos acompanhar de maneira muito próxima a dinâmica da atividade econômica dos próximos meses antes que a vitória de um “pouso suave” na economia seja declarada.

Na Europa, surpreenderam positivamente as quedas recentes dos índices de preços. O arrefecimento da inflação corrente tira um pouco do peso das costas do ECB (Banco Central Europeu) que se via em uma encruzilhada: inflação ainda apertada e atividade demasiadamente fraca. No lado negativo, a economia segue apresentando sinais fracos com PIB em queda no 3º trimestre do ano e dados antecedentes de serviços e indústria em contínua retração.

Até o momento, os preços indicam que o espaço para cortes de juros na Europa será maior do que nos demais países desenvolvidos em 2024. Um caminho que poderá ser adotado pelo ECB a fim de estimular sua atividade ainda que isso interfira nas cotações do Euro e dos ativos por lá.

Já na China, o mês de novembro não deixou boas lembranças. Os números de balança comercial e os índices industriais frustraram novamente as expectativas do mercado. Os ativos de risco tiveram uma performance aquém dos demais países e contribuíram para a continuidade do cenário que envolveu todo o ano de 2023: a necessidade de estímulos para uma economia que parece crescer em ritmo mais fraco de maneira estrutural.

Mercado Local

O mês de novembro também foi bastante positivo para os ativos de risco no Brasil. Destacou-se aqui o elevado fluxo de capital estrangeiro na nossa bolsa que contribuiu para o desempenho positivo de 12,5% no mês. Ainda na esteira dos demais países, as taxas futuras de juros caíram com destaque para os títulos pré-fixados.

No âmbito da inflação, os dados recentes continuaram mostrando uma melhora dos componentes de preços e favorecem a continuidade do ciclo de cortes da SELIC que vêm sendo promovidos pelo Banco Central. Até agora, espera-se que os juros sejam reduzidos até o patamar de 11,75% ao final de 2023. Já para o próximo ano, seguiremos fortemente dependentes da condução da política monetária lá fora e do endereçamento de nossas questões fiscais para promover uma taxa SELIC consistentemente abaixo de dois dígitos.

Olhando para a atividade econômica, as surpresas positivas continuaram no 3º trimestre com um crescimento de PIB de 0,1% e que deverá fechar o ano ao redor de 3%. A economia mostra uma forte resiliência no ano com componentes de serviços, indústria e principalmente agronegócio em patamares positivos.

Focus - 07/12/2023				
Mediana - Agregado	2023		2024	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	4,63	4,53	3,91	3,92
PIB (var. %)	2,90	2,88	1,50	1,50
Câmbio (R\$/US\$)	5,00	4,98	5,06	5,02
SELIC (% a.a.)	11,75	11,75	9,25	9,25

Na parte política vimos o avanço de pautas arrecadatórias no Congresso com a aprovação do PL 4.173 que ainda aguarda sanção presidencial e discussões avançadas na reforma tributária sobre o consumo. Os desafios fiscais serão intensos nos próximos anos diante da necessidade de arrecadação por parte do governo e um crescimento acelerado do nosso já elevado endividamento público. Ainda que o assunto seja tema para o ano de 2024, a manutenção da meta de déficit zero proposta pelo governo será um grande desafio que, caso não seja atingido, poderá trazer implicações para o desempenho de nossos ativos domésticos.

Agradecemos mais um mês de confiança em nossa gestão e seguiremos sempre focados no planejamento e geração de valor a longo prazo. 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	+1						↓
Treasury	+2						=
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	+1	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	+2	Temos buscado alocações focadas em prazos curtos e longos, fugindo da porção intermediária da curva com receio da necessidade de juros elevados por um período prolongado e tentando nos antecipar a um eventual movimento de desaceleração econômica à frente.
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 receio 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	-2						↓
Pré-Fixado	0						↓
Inflação	+2						=
Multimercados	0						=
Renda Variável	0						=
Alternativos	-1						=

Comentários das Estratégias

Classes de ativos	Escala	View
Pós-Fixado	-2	Após o início do ciclo de afrouxamento monetário no Brasil, entendemos que o momento poderá oferecer novas oportunidades nas demais classes.
Pré-Fixado	0	Entendemos fazer pouco sentido alocações novas em títulos pré-fixados para níveis acima do neutro. O fechamento recente da curva de juros somada às incertezas do cenário externo retirou parte do 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	0	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	-1	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.