

Fevereiro 2024

| Indicador | Últ. Cotação | fev-24 | 2024 |
|----------------------|--------------|--------|--------|
| CDI | 11,15% | 0,80% | 1,78% |
| Índice BOVESPA | 129.020 | 0,99% | -3,85% |
| Dólar | 4,9716 | 0,38% | 2,46% |
| EUA Juros 10 anos | 4,25% | 0,29% | 0,39% |
| S&P 500 | 5.096 | 5,17% | 6,84% |
| Petróleo Brent (USD) | 83,62 | 2,34% | 8,48% |

Mercado Internacional

Fevereiro foi mais um mês de forte desempenho dos ativos de risco globais, ainda que tenhamos visto um movimento de elevação das taxas de juros na renda fixa americana. O movimento pode ser explicado novamente por uma surpresa positiva nos resultados corporativos de grandes empresas de tecnologia, que auxiliaram na condução dos índices de ações americanas a renovarem suas máximas históricas.

Sob a ótica macroeconômica, os dados de preços nos EUA têm mostrado alguma resistência no processo de desinflação, com destaque para os componentes de serviços. O núcleo do PCE apresentou uma alta de 0,4% em janeiro e acumula 2,8% nos últimos 12 meses. Nesse sentido, os dados do mercado de trabalho seguem sendo o principal foco deste processo de atividade econômica apertada, com criações de emprego bem acima das 250 mil vagas por mês e forte aumento real dos salários. Em decorrência disso, os agentes de mercado passaram a precificar um início do ciclo de afrouxamento monetário apenas no final do primeiro semestre, com pouco menos de quatro cortes de juros até o encerramento deste ano. Acreditamos que esse cenário seja bastante delicado para a atuação do FED, que precisará equilibrar a resiliência da atividade e o crescimento dos juros reais diante do atual patamar de inflação, mas que ainda segue distante da sua meta de 2%.

Na esfera política, crescem as expectativas de uma eleição disputada por Biden e Trump em novembro. Até agora, a melhora dos dados de PIB e a queda da inflação são pontos que facilitam a campanha democrata, ainda que as pesquisas eleitorais recentes mostrem uma queda de popularidade de Biden e avanços do candidato republicano. A próxima eleição será também marcada por uma nova composição do congresso, determinante para o avanço de questões relevantes como a condução do crescente endividamento público e as relações comerciais com China, México e Rússia.

Na Europa, o avanço do processo de desinflação segue em curso em meio a um cenário de atividade econômica fraca. Do lado positivo, vimos dados antecedentes de indústria e serviços mostrarem alguma aceleração em fevereiro, ainda que abaixo dos níveis de expansão. Nesse cenário, o mercado já precifica cortes de juros sendo conduzidos pelo ECB anteriores aos demais países desenvolvidos. Seguiremos atentos aos impactos desses movimentos no valor do Euro e na efetividade dessas medidas para o fortalecimento da atividade econômica, que apresentou um crescimento de PIB pífio de 0,1% na comparação anual do 4º trimestre de 2023.

Na China, o destaque do mês ficou com o anúncio da meta de crescimento anual do PIB mantida em 5,0% para 2024. Além disso, o mercado surpreendeu-se com novas rodadas de estímulos econômicos e queda da taxa de empréstimos de 5 anos. Apesar da alta das ações chinesas no mês, com o CSI 300 avançando 9,35%, o mercado imobiliário segue apresentando quedas nos preços de casas e causa receio de uma contaminação da crise imobiliária em outros setores. De maneira geral, temos acompanhado com cautela o desenrolar da transição do modelo de crescimento chinês via infraestrutura para consumo e os riscos dessa desaceleração estrutural que o país parece enfrentar.

Mercado Local

Em fevereiro, o Ibovespa apresentou uma alta modesta de 0,99%, explicada mais pelo avanço do apetite ao risco global do que por fatores locais. Na renda fixa, vimos um movimento de abertura das taxas longas, que esboçam a percepção dos mercados de uma queda mais suave dos juros nos EUA.

Com relação à política monetária, os avanços no processo de desinflação seguem beneficiando a atuação do Banco Central em continuar cortando juros no Brasil. Do lado positivo, o último dado do IPCA trouxe novamente números benignos influenciados por itens voláteis como bens industriais, alimentos e passagens aéreas. No lado negativo, a aceleração de serviços subjacentes e itens ligados ao mercado de trabalho pode dificultar a magnitude dos cortes da SELIC ao longo de 2024 e traz risco à condução de um nível terminal de taxa abaixo de dois dígitos. As atenções se voltarão para a projeção do BCB, que poderá retirar de seus comunicados a antecipação de mais de um corte de 0,50% nas suas próximas reuniões, diante da dificuldade de juros mais baixos nos países desenvolvidos e de um processo de desinflação mais lento por aqui.

Do lado da atividade, os dados de 2023 mostraram força com um PIB encerrando o ano com crescimento de 2,9%, fortemente influenciado pelo setor de agronegócio. Em 2024, espera-se uma acomodação desse dado, ainda que o consumo das famílias e os setores de serviços e indústria já sejam positivamente afetados pela menor taxa de juros. Nesse contexto, temos visto também uma melhora na taxa de inadimplência da economia que favorece a perspectiva em investimentos.

| Focus - 01/03/2024 | | | | |
|--------------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| Mediana - Agregado | 2024 | | 2025 | |
| | Há 4 Semanas | Hoje | Há 4 Semanas | Hoje |
| IPCA (%) | 3,81 | 3,76 | 3,50 | 3,51 |
| PIB (var. %) | 1,60 | 1,77 | 2,00 | 2,00 |
| Câmbio (R\$/US\$) | 4,92 | 4,93 | 5,00 | 5,00 |
| SELIC (% a.a.) | 9,00 | 9,00 | 8,50 | 8,50 |

No âmbito fiscal, as medidas aprovadas no final do ano passado já começam a surtir efeito na arrecadação pública e contribuem para uma expectativa de um déficit primário menor que o estimado no ano passado, na ordem de 0,8% do PIB. Nesse sentido, a discussão sobre a eventual mudança das metas para cumprimento do novo arcabouço fiscal perde força por hora e dá alívio ao governo. Ainda assim, o fato de o movimento ser explicado pela elevação de receitas não recorrentes nos traz preocupações acerca dos ajustes necessários a partir de 2025 e adiante, para o equilíbrio de nossas contas públicas.

Como escrevemos em nossa última carta, mantemos uma visão relativamente construtiva dos ativos brasileiros no curto prazo, ainda que cautelosa em prazos mais longos. Ambientes externos benignos podem induzir à leniência na avaliação de nossos fundamentos locais.

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 | +1 | | | | | | = |
| Investment Grade | +2 | | | | | | = |
| High Yield | 0 | | | | | | = |
| Equities US | 0 | | | | | | ↑ |
| Equities Europe | -2 | | | | | | = |
| Equities EM | -1 | | | | | | ↓ |
| 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 | +1 | Os juros elevados destes títulos em termos históricos ainda nos parecem justificar um posicionamento overweight apesar do fechamento das taxas ocorrido no final de 2023. 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 | 0 | A possibilidade de um cenário de "pouso suave" das economias bem como a proximidade do ciclo de cortes de juros justifica nosso posicionamento neutro diante dos patamares de taxas atuais. |
| Equities US | 0 | Preferimos manter nossa alocação em níveis neutros diante da forte alta focada em teses específicas e receio frente à incerteza nos juros. Nossa busca tem sido por empresas que se beneficiem de um "pouso suave" na economia e protejam os portfólios de valuations muito esticados. |
| 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 | -1 | Nossa percepção é de que a atividade chinesa deva desacelerar de forma gradual nos próximos anos. Seguiremos acompanhando o avanço das tentativas de desalavancagem do setor imobiliário no país e os efeitos dos estímulos econômicos promovidos pelas autoridades monetárias para eventuais mudanças em nosso posicionamento. |
| 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 | 0 | | | | | | ↑ |
| Inflação | +2 | | | | | | = |
| Multimercados | 0 | | | | | | = |
| Renda Variável | 0 | | | | | | = |
| Alternativos | -1 | | | | | | ↓ |

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 | 0 | A recente abertura nas taxas voltou a demonstrar algum prêmio na classe de ativos pré-fixados. Ainda assim, diante dos riscos de uma aceleração inflacionária advinda de choques de demanda, preferimos manter nosso posicionamento em nível neutro. |
| 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 decompressão 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 em fundos listados, seja em ativos de menor liquidez como private equity e venture capital. |