

Março 2024

Indicador	Últ. Cotação	mar-24	2024
CDI	10,65%	0,83%	2,62%
Índice BOVESPA	128.106	-0,71%	-4,53%
Dólar	5,0153	0,88%	3,36%
EUA Juros 10 anos	4,19%	-0,06%	0,33%
S&P 500	5.254	3,10%	10,16%
Petróleo Brent (USD)	87,50	4,64%	13,52%

### Mercado Internacional

A forte dinâmica da atividade econômica americana segue sendo pauta de nossas cartas mensais. Por mais um mês, vimos os dados do mercado de trabalho surpreenderem as expectativas e mostrarem um forte crescimento do número de vagas de emprego criadas e aumento dos salários acima da inflação. Nesse contexto, vimos a curva de juros na renda fixa se ajustando a essa leitura de dados e postergando o início do ciclo de queda de juros nos EUA para o mês de julho. Caso seja esse o caminho adotado pelo FED, o ano de 2024 se encerrará com uma taxa próxima dos 4,75% a.a., o que representa apenas 3 cortes em relação ao patamar atual.

Entendemos a ansiedade dos agentes econômicos acerca dos cortes de juros. Há preocupações pelo lado das empresas que esperam um custo de capital mais baixo para seu financiamento e pelo lado do próprio tesouro americano que é penalizado por um custo de dívida crescente nos patamares atuais de taxa. Ainda assim, nossa percepção é positiva sobre uma perspectiva de médio prazo. A economia tem se mantido aquecida ao mesmo tempo em que a inflação segue se acomodando em patamares mais razoáveis. Mais cedo ou mais tarde, a tendência será uma taxa de juros mais baixa e com efeitos positivos para toda a economia global. Em prazos mais longos, o atual nível de taxa nos levaria a um juro real acima de 3% a.a. já a partir de 2024. Ou seja, entendemos que há espaço para reduções de juros à frente e seguimos aproveitando o momento para compor posições com qualidade de crédito e taxas nominais atrativas.

No mês de março, os ativos de risco mantiveram performances positivas com a contínua materialização do cenário de “pouso suave”. Destaque positivo para os índices de preços acumulados que, apesar da acomodação de curto prazo, seguem com níveis mais próximos das projeções do FED.

Na Europa, uma nova rodada de dados de inflação vindo abaixo das estimativas auxilia na condução da política monetária por parte do Banco Central Europeu. Espera-se um primeiro movimento de queda dos juros na reunião de junho. Um movimento importante para a retomada da atividade econômica que segue mostrando sinais de fraqueza apesar da recente melhora nos índices antecedentes. Nos próximos meses, devemos entender como se dará a dinâmica de um provável ciclo de cortes de juros mais cedo e mais intenso na Europa do que nos EUA e os pesos desses fatores para a força do Euro e para o crescimento do continente.

A China trás uma percepção mais positiva do que o esperado nesse primeiro trimestre. Apesar da sequência de dados e notícias ruins sobre o mercado imobiliário, dados de consumo, serviços e balança comercial vêm dando ânimo aos ativos no curto prazo. Até o momento, não se vê uma contaminação da crise imobiliária a outros setores da economia e os estímulos de juros realizados pelo Banco Central Chinês parecem estar surtindo efeitos positivos. A dúvida que ainda nos resta é sobre a sustentabilidade à longo prazo da transição de matriz econômica que o país enfrenta e qual o nível de crescimento potencial de sua economia ao passar por tal mudança.

### Mercado Local

O bom desempenho da atividade econômica também foi destaque do mês de março no mercado local. A força mostrada nos dados do mercado de trabalho com aumento da taxa de participação, queda na taxa de desemprego e aumento dos salários contribui para a melhora das perspectivas de crescimento do PIB nos próximos trimestres e deve ajudar no aumento da arrecadação pública via consumo.

No âmbito da política monetária, o mês foi marcado por uma nova redução na taxa Selic em 0,5% para o patamar de 10,75% a.a. Em seu comunicado, o Banco Central optou por antever mais um ajuste de mesma

magnitude em sua próxima reunião, porém deixou a porta aberta para reduzir a velocidade de seus cortes a partir do mês de junho. A decisão pode ser explicada tanto pela maior dificuldade em interpretar o início do ciclo de afrouxamento nos EUA quanto pela pujança da atividade econômica local que vem mostrando dificuldades para o arrefecimento da inflação, principalmente nos componentes ligados à serviços. Nesse sentido, as preocupações acerca do espaço para uma taxa Selic de 9% ao fim de 2024 se intensificam. Diante disso, seguimos mais cautelosos com relação aos juros no Brasil. Confiantes de que ainda há espaço para novos cortes, porém atentos aos movimentos da atividade e da inflação para entender qual será o nível terminal de juros que poderemos atingir.

Focus - 05/04/2024				
Mediana - Agregado	2024		2025	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
<b>IPCA (%)</b>	<b>3,77</b>	<b>3,76</b>	<b>3,51</b>	<b>3,53</b>
<b>PIB (var. %)</b>	<b>1,78</b>	<b>1,90</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>
<b>Câmbio (R\$/US\$)</b>	<b>4,93</b>	<b>4,95</b>	<b>5,00</b>	<b>5,00</b>
<b>SELIC (% a.a.)</b>	<b>9,00</b>	<b>9,00</b>	<b>8,50</b>	<b>8,50</b>

Com relação ao fiscal, o endividamento público voltou a mostrar crescimento no último mês, o que coloca novamente pressão no governo para atingimento da meta de déficit primário zero este ano e superávit na ordem de 0,5% do PIB em 2025. Até o momento, as discussões a respeito de mudanças nas metas não estão em pauta, mas ainda acreditamos que esse assunto deva voltar aos holofotes até o fim de 2024. Porém, diante do pouco espaço político para novas medidas que elevem a arrecadação no calendário eleitoral que se aproxima, uma eventual mudança das metas fiscais já no primeiro ano de sua vigência deve trazer volatilidade aos mercados.

Nossa visão para o Brasil ainda segue relativamente construtiva no curto prazo e cautelosa em prazos mais longos.

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	+1						↓
High Yield	0						=
Equities US	0						=
Equities Europe	-1						↑
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. Com relação aos prazos, temos preferido focar nossas alocações em vértices que fujam da porção intermediária da curva.
Investment Grade	+1	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 receita 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	-1	Nossa visão é de que o continente ainda enfrenta uma queda forte na atividade. Ambiente que não se mostra propício para alocações de risco. Ainda assim, a crescente probabilidade do início do ciclo de cortes de juros na Europa justifica uma redução do posicionamento underweight com a classe.
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 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 em fundos listados, seja em ativos de menor liquidez como private equity e venture capital.