

Setembro 2023

Indicador	Últ. Cotação	set-23	2023
CDI	12,65%	0,97%	9,93%
Índice BOVESPA	116.565	0,71%	6,22%
Dólar	5,032	1,57%	-4,81%
EUA Juros 10 anos	4,57%	0,48%	0,74%
S&P 500	4.288	-4,87%	11,68%
Petróleo Brent (USD)	95,31	9,73%	10,94%

Mercado Internacional

Setembro foi um mês marcado pela continuidade do processo de elevação das taxas longas de juros nos Estados Unidos e consequente realizações nos mercados de risco internacionais.

Olhando pelo retrovisor, tentamos entender quais seriam os fatores que explicam um movimento tão abrupto na curva de juros americana que atualmente enfrenta uma volatilidade digna de economias emergentes. Em parte, o movimento pode ser explicado pela última comunicação do comitê de política monetária do FED que revisou suas estimativas de juros, desemprego, inflação e crescimento no último mês. As novas projeções trazem a taxa de juros de curto prazo atingindo um patamar mediano de 5,1% ao fim de 2024 e não mais os 4,6% do trimestre anterior. Isso causou um movimento de adequação das expectativas do mercado que fica cada vez mais ciente da necessidade de convergência da inflação para a meta de 2% do FED nos próximos anos e da dificuldade que esse processo enfrentará. Além disso, alguns aspectos técnicos podem também explicar essa escalada nas taxas como: 1) a continuidade do processo de *quantitative tightening* (redução do tamanho do balanço do FED); 2) a redução da quantidade de *treasuries* em posse dos Bancos Centrais Chinês e Japonês; 3) a necessidade de capitalização do tesouro americano que segue emitindo papéis para financiar seu déficit orçamentário. Motivos que elevam a oferta de títulos públicos negociados no mercado forçando a elevação das taxas praticadas.

Do lado da inflação e atividade o mês foi marcado por mais uma bateria de dados mistos. Os níveis de preços seguem em patamares mais brandos nos acumulados e mostram uma direção em linha com as projeções para o final de 2023. Ainda assim, a atividade segue resiliente com elevada criação de novas vagas de emprego e aumento real de salários. O setor de serviços também continua aquecido e corrobora com a narrativa de juros altos por mais tempo.

Os próximos dados darão mais clareza ao FED sobre a necessidade de um aumento adicional de 0,25% na taxa básica de juros e impactos da atual condução da política monetária na atividade econômica. Em nossa visão, crescem os riscos de uma eventual recessão diante dos níveis de juros atuais ainda que a economia não demonstre sinais claros de que está sentido esses efeitos.

Na Europa a atividade econômica segue enfraquecendo. Os índices industriais mostram contração por mais de 12 meses consecutivos. O setor de serviços também se mostra tímido nas últimas leituras e corrobora para a preocupação de um baixo crescimento econômico em meio a uma inflação ainda muito distante das metas do BCE. Os discursos das autoridades monetárias evidenciam que o espaço para novos apertos de juros está se esvaindo. Ficaremos atentos à frente na dinâmica dos preços na Europa ao longo dos próximos meses com possíveis impactos oriundos da contração de atividade e da elevação dos juros futuros causados principalmente pelo cenário exposto anteriormente nos EUA. Ao que vemos até agora, o ambiente europeu segue não nos parecendo propício para ativos de risco.

Já a China parece ter atingido o fundo do poço. Um platô de surpresas negativas da reabertura e contração em sua balança comercial. Os dados de setembro mostraram uma pequena retomada da atividade industrial e de serviços. Ainda assim, não foram divulgados novos estímulos de atividade relevantes por parte do governo. Fica cada vez mais claro que os desafios de desalavancagem da economia chinesa, em especial do setor imobiliário e de infraestrutura, irão perdurar para os próximos meses e, por consequência, a transição econômica voltada para o consumo se dará em um processo gradual. As dúvidas restantes são cada vez mais estruturais. Qual seria o novo ritmo de crescimento da China nos próximos anos? Quais os reais impactos disso para o preço das commodities e para os demais países emergentes dependentes da demanda chinesa? Aparentemente demoraremos algum tempo até que essas respostas sejam encontradas.

No início de outubro fomos surpreendidos com os ataques ocorridos em Israel. Até o momento de redação desta carta, apenas as commodities demonstram movimentos especulativos em seus preços. Seguiremos atentos aos riscos de uma escalada nos conflitos e seus possíveis impactos nos preços dos ativos de risco e cadeias de produção globais.

Mercado Local

A bolsa brasileira surfou a contramão do mercado internacional em setembro com um desempenho positivo ainda que tímido. Parte grande do movimento pode ser explicada pela elevação de preços do petróleo que vêm se adequando a preocupações sobre a oferta e se estende para o início de outubro diante da escalada das tensões no oriente médio.

Do lado político, o mês foi marcado pela continuidade das negociações em torno das propostas de reforma tributária sobre o consumo e a renda no congresso. Até o momento, preocupam os impactos fiscais das novas diretrizes para o atingimento das metas de redução do déficit primário nos próximos anos. O governo tem procurado alternativas para fechar as contas ainda que, em grande maioria, encontre saídas através de medidas que geram aumento da arrecadação de forma não recorrente. Deveremos acompanhar com cautela a evolução dessas propostas no congresso e seus impactos nas empresas e na economia.

Já a atividade econômica segue se mostrando resiliente com redução da taxa de desemprego, retomada da taxa de participação, elevação da quantidade de vagas criadas e aumento dos salários. Sinais que somados à dinâmica benigna da inflação corrente corroboram para a continuidade do processo de afrouxamento monetário promovido pelo Banco Central. Em sua última decisão, o COPOM optou por reduzir novamente a SELIC em 0,5% para o patamar de 12,75% a.a. e comunicou que fará ajustes de mesma magnitude em suas próximas reuniões até o fim de 2023. Ainda assim, chama a atenção o movimento de elevação das taxas praticadas nos títulos pré-fixados e atrelados ao IPCA mais longos. Um movimento que se alinha ao mercado internacional em setembro e preocupa os dirigentes do BC pois têm potencial de impactar o tamanho final do ciclo de cortes na taxa SELIC.

Focus - 29/09/2023				
Mediana - Agregado	2023		2024	
		Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	4,92	4,86	3,88	3,87
PIB (var. %)	2,56	2,92	1,32	1,50
Câmbio (R\$/US\$)	4,98	4,95	5,00	5,02
SELIC (% a.a.)	11,75	11,75	9,00	9,00

É sempre importante lembrarmos que o Brasil não está sozinho no mundo. O desenho dos juros lá fora, a dinâmica da atividade econômica global diante dos riscos de desaceleração e nossa fragilidade fiscal interna seguirão como pontos de atenção para o desempenho de nossos ativos domésticos e para a possibilidade de atingimento de uma taxa de juros interna abaixo de dois dígitos.

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 elevadas 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 à 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 um processo contínuo do aperto monetário que poderá elevar o custo de capital nos próximos meses.
Equities Europe	-2	Nossa visão é de que o continente ainda deverá enfrentar um processo mais longo de aperto monetário. Enxergamos hoje dificuldades à frente para o avanço da atividade e para as condições de crédito na economia.
Equities EM	0	Nossa percepção é de que a reabertura chinesa tem sido desanimadora e centralizada no mercado interno. 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 mais 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	+1						=
Multimercados	0						=
Renda Variável	+1						=
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 mais oportunidades nas demais classes.
Pré-Fixado	0	Entendemos ainda fazer sentido a alocação em títulos pré-fixados para carteiras com maior espaço. A abertura recente da curva de juros somada às incertezas do cenário externo dá mais atratividade à parte intermediária da curva ainda que esta não nos ofereça conforto suficiente para recomendações overweight.
Inflação	+1	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 medidas arrecadatórias 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	+1	Temos visto um movimento de descompressão de risco no Brasil advindo de uma melhora no âmbito político e início o ciclo de queda dos juros. Em termos históricos, enxergamos o momento atual como um ponto interessante de entrada em ativos de risco ainda que seu potencial de valorização se concretize no longo prazo.
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, estamos mais otimistas com a proximidade desse movimento em fundos listados do que em ativos de menor liquidez como private equity e venture capital.