

Indicador	Últ. Cotação	abr-24	2024
CDI	10,65%	0,89%	3,54%
Índice BOVESPA	125.924	-1,70%	-6,16%
Dólar	5,1934	3,55%	7,03%
EUA Juros 10 anos	4,68%	0,49%	0,82%
S&P 500	5.036	-4,16%	5,57%
Petróleo Brent (USD)	87,87	0,42%	14,00%

Mercado Internacional

O ambiente de incerteza continua a pairar sobre o cenário internacional. A inflação medida pelo CPI surpreendeu o mercado ao mostrar novamente uma aceleração no seu núcleo, permanecendo em 3,8% no acumulado do último ano. Além disso, o mercado de trabalho continua aquecido com salários que crescem 3,9% nos últimos 12 meses ainda que a quantidade de vagas criadas e a taxa de contratações mostrem alguma acomodação. É difícil entender como a economia pode se manter tão resiliente no ambiente atual de juros, em tese, tão restritivo. Poderia isso ser explicado pelo excesso de liquidez gerado no pós-pandemia? Ou pela continuidade do déficit fiscal que os Estados Unidos vêm promovendo para sustentar seus programas de transferência de renda e auxílios a investimentos? Ou talvez pelo excesso de oferta de trabalho advindo da elevada quantidade de imigrantes? Não temos certeza sobre essas respostas. De toda a forma, vejamos a verdade como ela é: A economia americana segue forte. O crescimento de lucros das empresas segue forte. E, de certo, a inflação está enfrentando mais dificuldades para ceder em direção à meta de 2% do FED do que se imaginava no final do ano passado. E se assim a verdade é, os juros ainda não poderão cair. A narrativa que aqui descrevemos explica a performance dos ativos globais no último mês. Curvas de juros para cima, expectativas de cortes de juros menores nos EUA para os próximos meses e bolsas para baixo. Atualmente, os mercados precificam que o FED inicie seu ciclo de afrouxamento monetário apenas na reunião de setembro, o que levaria a taxa de juros a encerrar 2024 num patamar próximo de 4,75% a.a.

Em sua última reunião, o FOMC descartou a possibilidade de subir novamente os juros em razão da resistência recente da inflação. Sendo assim, ainda enxergamos que o cenário possibilitará cortes e que, em breve, teremos mais clareza de qual pode ser a taxa de juros terminal do ciclo que se aproxima. Mas por hora, seguimos adiando o início desse processo.

Do outro lado do atlântico a missão do Banco Central Europeu segue um pouco mais fácil. Os dados de inflação de abril mostraram uma nova queda em seus acumulados ao registrarem 2,4% na métrica de 12 meses acumulados do HICP. Ao mesmo tempo, a atividade do primeiro trimestre do ano surpreendeu positivamente com um ligeiro crescimento de 0,3% no PIB que afastou o medo de uma recessão mais duradoura no bloco. A expectativa dos mercados é de que o ECB já inicie seu ciclo de afrouxamento monetário durante o verão europeu e espera-se que isso possa auxiliar na retomada da atividade que, apesar de melhor, ainda segue em ritmo fraco principalmente do lado da indústria.

Na China, uma bateria mista de dados ainda causa dúvidas sobre a transição da atual matriz econômica. Um processo lento e gradual deve pautar a economia do gigante asiático nos próximos anos. O setor imobiliário segue com dificuldades ao mesmo tempo em que a alta oferta de bens industriais e a falta de demanda pelo lado do consumo não conseguem gerar inflação. Nesse contexto, os objetivos de crescimento do país são ameaçados e deverão ser combatidos com novos estímulos econômicos. As bolsas chinesas que foram extremamente prejudicadas na sua performance após a reabertura do pós-pandemia, parecem ter se beneficiado da falta de notícias negativas. Além disso, a melhora marginal da balança comercial, principalmente do lado da importação, parece auxiliar a dinâmica de curto prazo chinesa e de seus grandes parceiros comerciais. Nos resta aguardar as cenas dos próximos capítulos.

Mercado Local

O Brasil seguiu o compasso do desempenho das demais economias globais. Abril foi um mês ruim para a performance dos ativos de risco e mostrou novamente elevação das curvas de juros nominal e real. Olhando para os dados de inflação, o noticiário corrente segue sendo positivo. O IPCA acumula alta de 3,93% em 12 meses e a atividade econômica segue se mostrando forte com baixa taxa de desemprego e elevada quantidade de novas vagas criadas segundo o CAGED. Ainda assim, o destaque negativo do último mês ficou para a alteração nas metas de superávit primário que regem o arcabouço fiscal para os anos de 2025 e 2026. Apesar dos esforços do governo no ano passado em aprovar medidas que elevassem a arrecadação, dados incompatíveis com as projeções iniciais da fazenda levaram a propostas de alteração nas metas fiscais já no seu primeiro ano de vigência. Tal atitude demonstra claramente as intenções de elevação dos gastos do atual governo e trazem novamente à tona nossa preocupação com a saúde fiscal do Brasil em prazos mais longos.

Do lado da política monetária, já no início de maio, o COPOM optou por reduzir o tamanho do corte na Selic ao promover um ajuste de 0,25% e levar a taxa ao patamar de 10,50% a.a. Além disso, trouxe também um tom mais duro em sua comunicação, reconhecendo que o ambiente de inflação e juros segue bastante incerto nos Estados Unidos, além de demonstrar cautela com a situação da forte atividade econômica e dos gastos públicos no Brasil. Devemos lembrar que ainda haverá mudanças na composição dos membros do COPOM até o final desse ano com a saída do atual presidente Roberto Campos Neto. Nesse sentido, seguimos cautelosos com a atuação do banco central que poderá mostrar-se mais leniente com a inflação futura ainda que isso implique em uma Selic mais baixa à frente. A consistência de uma taxa de juros abaixo de dois dígitos no Brasil segue sendo extremamente dependente da melhora na dinâmica da inflação nas economias desenvolvidas, acompanhada de boas demonstrações de responsabilidade fiscal na condução de nossos gastos públicos. Ambos os fatores ganharam graus de liberdade ao longo do mês de abril.

Focus - 03/05/2024				
Mediana - Agregado	2024		2025	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	3,76	3,72	3,53	3,64
PIB (var. %)	1,90	2,05	2,00	2,00
Câmbio (R\$/US\$)	4,95	5,00	5,00	5,05
SELIC (% a.a.)	9,00	9,63	8,50	9,00

Devemos acompanhar o cenário local com maior cautela nos próximos meses. Sabemos que no Brasil a elevação de gastos públicos costuma traduzir-se em elevação da demanda agregada que por consequência gera mais inflação. Nesse sentido, uma perspectiva de juros mais altos por mais tempo acaba sendo necessária para conter os aumentos de preços. É a velha história do governo que deseja pisar no acelerador aumentando os gastos públicos e um banco central que se vê obrigado a pisar no freio via política monetária para combater a inflação.

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	-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	+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 da atividade ainda robusta na economia e protejam os portfólios de valuations muito esticados.
Equities Europe	-1	Nossa visão é de que o continente ainda enfrenta uma atividade econômica fraca. 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 um menor 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	0						↑
Pré-Fixado	0						=
Inflação	+2						=
Multimercados	-1						↓
Renda Variável	0						=
Alternativos	-1						=

Comentários das Estratégias

Classes de ativos	Escala	View
Pós-Fixado	0	Com a crescente incerteza associada ao ciclo de afrouxamento monetário nos Estados Unidos e a recente alteração das metas fiscais para os anos de 2025 e 2026, optamos por manter nosso posicionamento neutro na classe. Nossa visão é de que as reduções na taxa Selic deverão ocorrer de forma mais gradual nesse momento do ciclo monetário.
Pré-Fixado	0	A recente abertura nas taxas voltou a demonstrar algum prêmio na classe de ativos pré-fixados, principalmente na porção mais curta da curva. 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	-1	Enxergamos um cenário ainda incerto para o posicionamento dinâmico dos gestores. A dificuldade na previsão de inflexões nos ciclos de aperto monetário dos países tem impactado negativamente as performances da classe. Nesse sentido, dados mais claros de desinflação à frente poderão se traduzir em retornos futuros mais interessantes.
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.