



ETHOS
INVESTIMENTOS
FAMILY OFFICE

CARTA MENSAL

Maio 2024



MERCADO INTERNACIONAL

R. Elvira Ferraz, 250 - Sala 111 - VI. Olímpia, São Paulo - SP | 04552-040

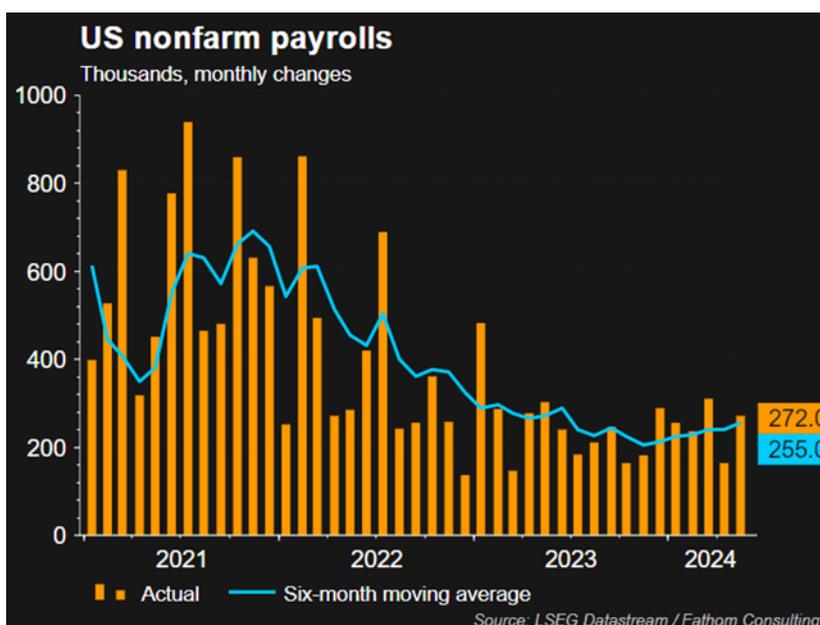
www.ethosinvestimentos.com.br

Indicador	Últ. Cotação	mai-24	2024
CDI	10,40%	0,83%	4,40%
Ibovespa	122.098	-3,04%	-9,01%
Dólar	5,2443	0,98%	8,08%
EUA Juros 10 anos	4,51%	-0,18%	0,65%
S&P 500	5.278	4,80%	10,64%
Petróleo Brent (USD)	81,63	-7,10%	5,90%

Mercado Internacional

Em maio, o cenário macroeconômico dos Estados Unidos apresentou dados mistos mais uma vez. Mas o que isso significa exatamente? Se por um lado os dados preditivos da indústria e o relatório ADP de empregos no setor privado mostraram uma acomodação da atividade econômica, do outro, o Payroll, principal indicador do mercado de trabalho americano, surpreendeu positivamente com a criação de 272.000 vagas (gráfico abaixo), além de uma nova alta dos índices de crescimento salarial e indicadores de serviços que ainda mostram expansão.

Ao longo do mês vimos os mercados adequarem suas taxas na curva de juros, com a parte mais longa da curva esboçando um fechamento, beneficiando os mercados de risco, enquanto os vértices mais curtos fecharam o mês de forma muito parecida com abril. Ou seja, ainda se espera que o FED inicie seu ciclo de afrouxamento monetário em meados de setembro deste ano, com um ou dois cortes de juros de 0,25%, levando a Fed Funds ao patamar de 4,75%-5,00% a.a.



Do lado da bolsa, o mês encerrou-se de forma positiva com o S&P500 em alta de quase 5% e muito próximo de sua máxima histórica. O desempenho positivo pode ser explicado em parte pelo fechamento das curvas longas que descrevemos acima e em parte pela excelente temporada de resultados do primeiro trimestre reportada pelas empresas. Para se ter uma ideia, mais de 80% do índice superou as estimativas de lucros dos analistas com destaques para os setores de consumo discricionário e comunicação que englobam as principais teses de tecnologia e inteligência artificial.

Já na esfera política, a condenação do ex-presidente Donald Trump no júri estadual de Nova York adicionou tensão às eleições que se aproximam em novembro. Ainda que a condenação não afete uma possível vitória de Trump nas urnas, o caso deverá ser explorado pelos democratas durante a campanha de Biden pela reeleição e poderá eventualmente trazer novidades nas próximas pesquisas eleitorais.

Na Europa, já no início de junho, o Banco Central Europeu promoveu seu primeiro corte de juros de 0,25% levando a taxa básica para o patamar de 3,75% a.a. O movimento já era amplamente esperado pelo mercado dadas as condições mais favoráveis de inflação em franca desaceleração e melhora, ainda que marginal, da atividade econômica por lá.

Por hora, espera-se que o BCE siga dependente de outros dados favoráveis para continuar o ciclo de cortes. Ainda assim, enxergamos o movimento como um passo importante para a retomada da atividade econômica no bloco e parece-nos que adentramos taticamente em um momento mais interessante para os ativos Europeus. Em termos relativos, vemos um bloco desenvolvido que, apesar de crescimento mais baixo que os EUA nos próximos anos, parece apresentar uma dinâmica de inflação mais favorável associada à múltiplos de preços em patamar mais baixo.



Legenda: Preços do índice Euro Stoxx 600 em azul, múltiplos de preço/lucro em amarelo e de preço/valor patrimonial em branco. Fonte: LSEG

Já no mundo emergente, decisões eleitorais foram destaques do mês de maio. Na Índia e no México vimos eleições presidenciais que mantiveram o status quo em termos partidários, mas surpreenderam os mercados pela falta e excesso de apoio conquistadas nos congressos, respectivamente. Na China, a dinâmica do setor imobiliário continuou trazendo dados que reforçam o tamanho da crise enfrentada pelo governo. No último mês, pacotes para compras de imóveis desocupados por parte dos governos regionais foram anunciados, mas ainda insuficientes para a melhoria nos preços das casas e, conseqüentemente, na confiança do consumidor chinês. Seguimos a espera de novos estímulos por parte do governo para uma maior convicção de que a transição da matriz econômica chinesa irá funcionar para sustentar altos níveis de crescimento no longo prazo. Do lado positivo, a pujança de atividade em alguns dos mais importantes parceiros comerciais chineses como EUA e Europa têm auxiliado nos dados de exportação.



MERCADO LOCAL

Mercado Local

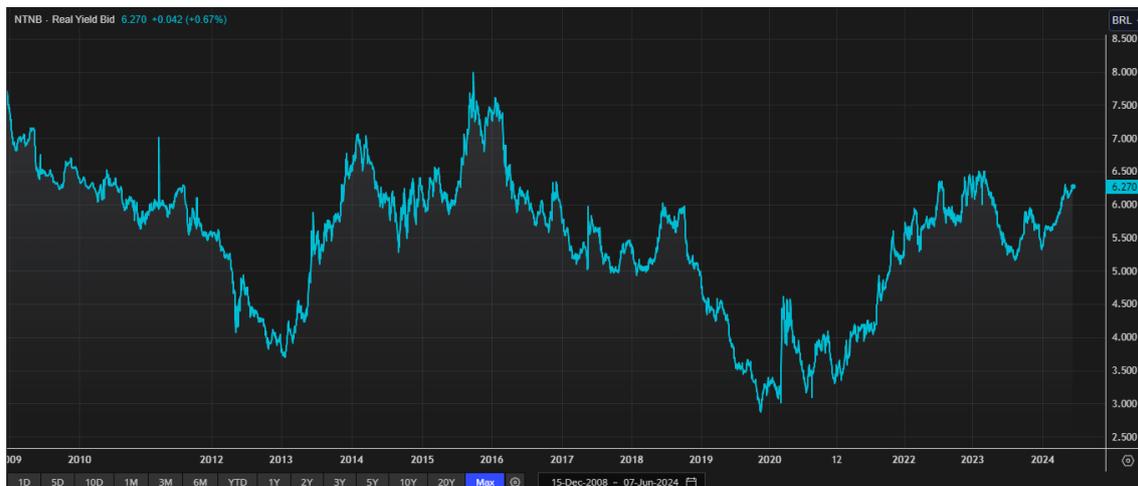
No Brasil, a dinâmica dos ativos de risco segue perdendo espaço frente às preocupações dos mercados com nossa responsabilidade fiscal. O mês de maio foi marcado pela repercussão intensa das alterações promovidas pelo governo nas metas de resultado primário para os próximos anos além de mudanças na presidência da Petrobrás que impactaram diretamente na performance do Ibovespa, encerrando maio com uma queda de -3% e que já acumula um resultado negativo de -9% esse ano. Ainda com relação à situação fiscal, a grave questão das enchentes no Rio Grande do Sul foi responsável por adicionar incerteza no tamanho do gasto público necessário para reconstruir o estado e auxiliar a vida das inúmeras famílias afetadas pela catástrofe.

Na ponta positiva, a situação corrente de atividade e preços segue em dinâmica benigna. A última divulgação de dados do mercado de trabalho brasileiro mostrou um novo recuo da taxa de desemprego para 7,5% e uma criação líquida de vagas de trabalho de 240.000. Além disso, a inflação medida pelo IPCA, acumula alta de 3,70% com boa composição em seu núcleo, que desconsidera preços mais voláteis. Ainda sob a ótica da atividade, o dado de PIB do primeiro trimestre voltou a mostrar um crescimento expressivo de 0,8% influenciado pelo aumento no consumo das famílias em decorrência dos programas de transferência de renda, aumento do salário-mínimo e pagamento de precatórios no início do ano.

Olhando para frente, as recentes revisões negativas para a situação dos gastos públicos seguem elevando as expectativas de inflação futuras para patamares mais próximos da banda superior da meta perseguida pelo BCB e continuam minando as chances de novos cortes na taxa Selic. Além disso, o crescimento agudo do sentimento de uma divisão política entre os membros votantes do COPOM também se mostra prejudicial para a condução da nossa política monetária a partir do ano que vem.

Focus - 07/06/2024				
Mediana - Agregado	2024		2025	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	3,76	3,90	3,66	3,78
PIB (var. %)	2,09	2,09	2,00	2,00
Câmbio (R\$/US\$)	5,00	5,05	5,05	5,09
SELIC (% a.a.)	9,75	10,25	9,00	9,25

Seguimos vendo com preocupação os efeitos desses eventos para a inflação brasileira nos próximos anos. Como já comentamos anteriormente em nossas cartas, sabemos que no Brasil a elevação de gastos públicos costuma traduzir-se em elevação da demanda agregada, que por consequência gera aumento nos preços. Nesse sentido, as curvas de juros nominal e real demonstraram um forte movimento de abertura nos últimos meses. Em nossa avaliação, o cenário de médio prazo para o Brasil tem se tornado menos construtivo para ativos de risco e nossas preferências de alocação refletem uma percepção mais atrativa para ativos de renda fixa, especialmente os indexados à inflação que poderão proteger os portfólios caso uma piora nos níveis de preços se materialize.



Legenda: Taxas praticadas nas NTN-Bs com vencimento em 2035. Títulos públicos federais indexados ao IPCA.

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.



ASSET ALLOCATION

R. Elvira Ferraz, 250 - Sala 111 - Vl. Olímpia, São Paulo - SP | 04552-040

www.ethosinvestimentos.com.br

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	0						↑
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 da atividade ainda robusta na economia e protejam os portfólios de valuations muito esticados.
Equities Europe	0	O afrouxamento monetário iniciado no continente europeu associado à um ritmo de atividade com melhora marginal e uma inflação em queda parecem justificar um movimento tático de posicionamento neutro 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	+1						↑
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 novas reduções na taxa Selic dependerão de uma melhora no contexto global.
Pré-Fixado	+1	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 levemente otimista.
Inflação	+2	A ainda 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.
Renda Variável	0	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 overw eight.
Alternativos	-1	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. Ainda assim, temos observado oportunidades pontuais na classe, principalmente em ativos que reflitam um cenário de aumento de preços como ativos de infraestrutura e imobiliários indexados à inflação.