



ETHOS
INVESTIMENTOS
FAMILY OFFICE

CARTA MENSAL

Julho 2024



MERCADO INTERNACIONAL

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

www.ethosinvestimentos.com.br

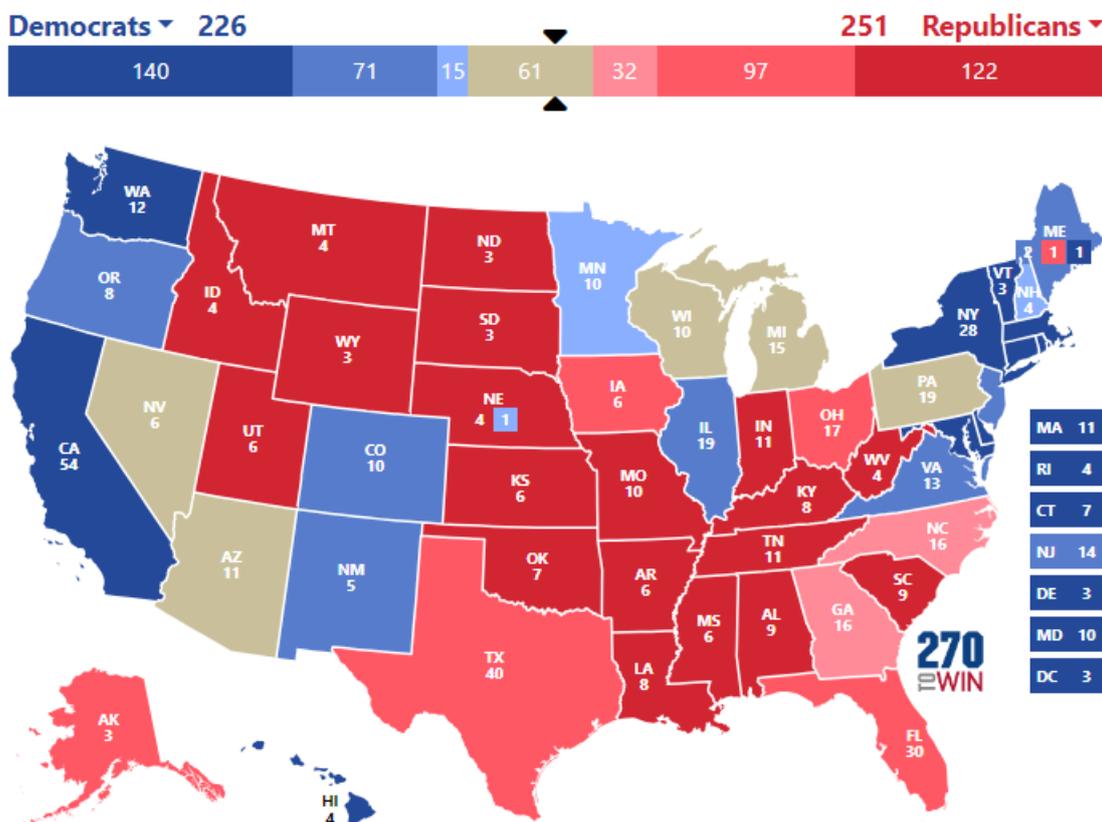
Indicador	Últ. Cotação	Jul-24	2024
CDI	10,40%	0,91%	6,18%
Ibovespa	127.652	3,02%	-4,87%
Dólar	5,65	1,03%	16,44%
EUA Juros 10 anos	4,11%	-0,24%	0,25%
S&P 500	5.522	1,13%	15,78%
Petróleo Brent (USD)	80,72	-6,57%	4,72%

Mercado Internacional

Na direção daquilo que comentamos em nossa última carta mensal, o mês de julho pronunciou com mais força as principais questões que deverão ser tema do segundo semestre deste ano: eleições americanas e a condução da política monetária no mundo desenvolvido.

Ao longo das últimas semanas, alguns fatos aceleraram o processo eleitoral nos EUA e foram parte dos responsáveis pela intensificação da volatilidade nos mercados globais. Vimos ser televisionada a tentativa de assassinato do candidato republicano Donald Trump, que resultou na rápida ascensão de suas intenções de voto nas pesquisas eleitorais, seguida pela desistência à reeleição do atual presidente democrata Joe Biden e sua substituição pela atual vice-presidente Kamala Harris na corrida pela Casa Branca. Até o momento, as pesquisas seguem mostrando que a probabilidade de um novo mandato Trump é bastante alta. Ainda assim, a disputa eleitoral deve se acirrar nos próximos meses e ser novamente decidida através da disputa em cinco estados dos chamados “swing states”.

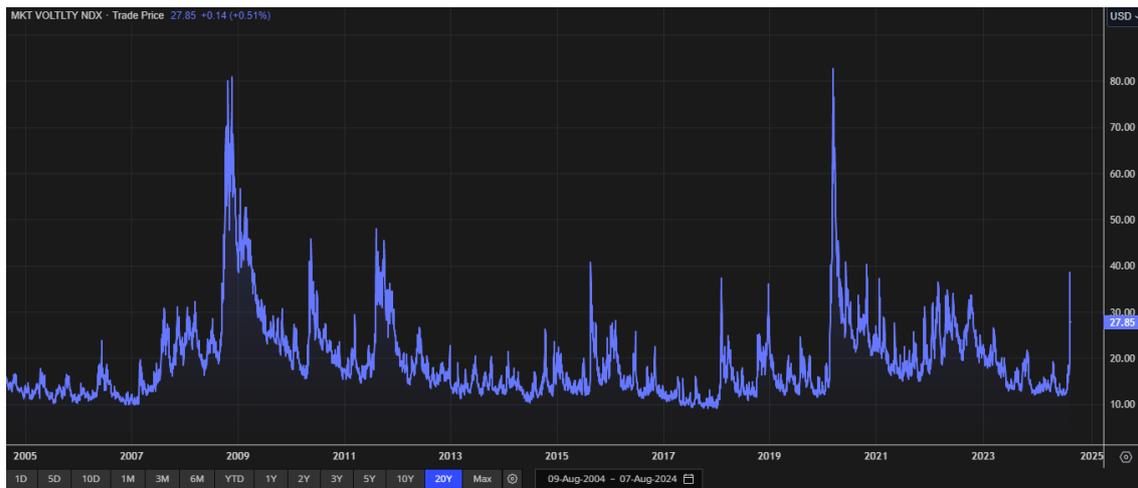
Até o momento, os agentes de mercado já parecem começar a incorporar nos preços dos ativos os impactos de uma política “Trump 2.0”, com medidas já conhecidas, como a volta da guerra comercial envolvendo tarifas a produtos importados da China e a redução de carga tributária para as empresas americanas. Olhando para ambas as plataformas, republicana ou democrata, não enxergamos com grande animação uma melhora do quadro fiscal americano a curto prazo, que deverá seguir acumulando déficits em percentual do PIB elevados para os próximos anos, em meio a uma sociedade que aparenta ter pouco apetite para tratar de reduções do elevado gasto público, principalmente nos setores de saúde e previdência social.



*Mapa das pesquisas eleitorais para a presidência agregadas por delegados em cada estado americano. Fonte: 270twin.com.

Do lado da política monetária, a elevação da volatilidade surge de uma sequência de dados mais fracos de inflação e de atividade. As últimas leituras do CPI e do PCE mostraram boa composição, com destaque para a queda nos componentes de serviços e habitação. Até então, esses dados foram encarados como uma continuidade do processo de desinflação e já incorporados na avaliação do FOMC em sua reunião no fim de julho, na qual, apesar da decisão de manutenção das taxas, foi sinalizado de forma mais clara o provável início do ciclo de queda nos juros no próximo encontro do comitê.

Já no início de agosto, dados de criação de novas vagas de trabalho, bastante abaixo das estimativas de mercado, somados à elevação na taxa de desemprego para 4,3%, levaram os preços dos ativos a uma forte correção de curto prazo e trouxeram de volta preocupações acerca de uma possível recessão nos EUA dentro dos próximos trimestres. Na renda fixa, as taxas de juros cederam em todos os vencimentos e passaram a precificar cortes de magnitude bem superior às projeções do FED nos próximos anos. Na bolsa, setores mais sensíveis à atividade sofreram com os movimentos e elevaram fortemente a volatilidade das ações.



*Índice VIX que mede a volatilidade das opções de ações nos EUA. Mostrando a elevação da volatilidade no início de agosto em um pico somente menor que os atingidos durante a crise de 2008 e a pandemia nos últimos 20 anos. Fonte: LSEG.

Enquanto escrevemos essa carta, o aparente exagero precificado nos primeiros dias de agosto já se dissipou. Se, por um lado, achamos natural a desaceleração da atividade econômica diante do grau de restritividade atingido pelas taxas de juros atualmente, por outro, nos espanta tamanha reviravolta de narrativas em meio a pouquíssimos dados e dias que as separam. Ainda assim, nos conforta saber que as decisões de alocação tomadas por nós nos últimos meses refletem uma visão mais conservadora, que prioriza a perpetuação patrimonial em meio a todo esse cenário de incerteza.

No Velho Continente, apesar de dados de inflação com uma composição não tão boa como a vista em meses anteriores, índices que antecedem a força da atividade econômica e de alta dos salários mostraram perda de ímpeto e seguem dando confiança para uma nova rodada de cortes de juros por parte do Banco Central Europeu.

Na China, o mês foi marcado por uma nova rodada de dados fracos vindos do setor imobiliário, que continuam impactando a confiança do consumidor e se somam a uma balança comercial consistentemente aquém das expectativas, incompatível com a entrega de um crescimento do PIB de acordo com as metas do Partido Comunista, de 5% para 2024. Em resposta a isso, vimos uma nova rodada de cortes nas taxas de juros de curto, médio e longo prazos, que, até o momento, pareceram surtir pouco efeito prático nos preços dos ativos. Continuaremos a monitorar de perto os esforços do governo chinês para realizar a dura transição de sua matriz econômica.



MERCADO LOCAL

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

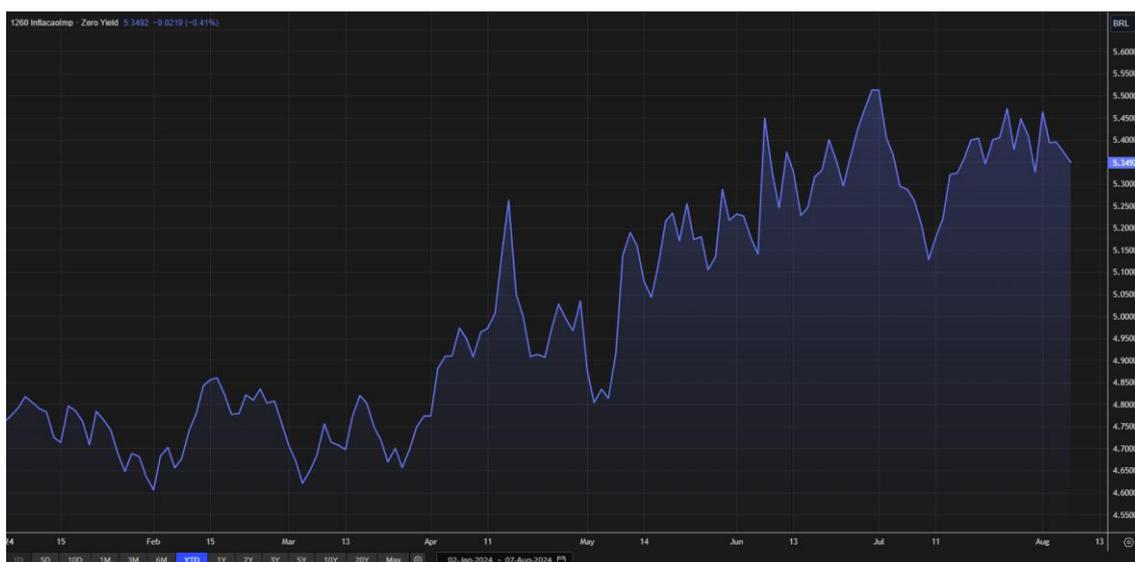
www.ethosinvestimentos.com.br

Mercado Local

No Brasil, o mês menos acalorado no âmbito político por conta do recesso parlamentar foi marcado pela continuidade da discussão acerca da nossa situação fiscal. Os elevados gastos da máquina pública seguem colocando pressão em nossos indicadores de endividamento, sem sinais de reversão deste cenário ao longo dos próximos anos. Nesse sentido, o cumprimento da meta do novo arcabouço fiscal, que busca entregar um déficit zero neste e no próximo ano, parece ainda distante, mesmo com as medidas de contingenciamento e bloqueio orçamentário de R\$ 15 bilhões confirmadas para as pastas da saúde e dos transportes. O último relatório de receitas e despesas, anunciado no dia 22 de julho, já incorporava essa necessidade e, ainda assim, prevê um resultado primário que se aproxima de -0,3% do PIB este ano. Esse número é ainda pior que a estimativa anterior do próprio governo, que mostrava -0,1% e já preocupava os agentes de mercado.

Focus - 02/08/2024				
Mediana - Agregado	2024		2025	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	4,02	4,12	3,88	3,98
PIB (var. %)	2,10	2,20	1,97	1,92
Câmbio (R\$/US\$)	5,20	5,30	5,20	5,30
SELIC (% a.a.)	10,50	10,50	9,50	9,75

Ainda que o quadro geral de nossa situação atual pareça benéfico, com: uma inflação corrente baixa, uma balança comercial forte e uma atividade econômica resiliente, com baixo nível de taxa de desemprego e expectativas crescentes sobre nosso PIB para este ano, a elevação dos gastos públicos, somada a uma taxa de câmbio depreciada, pode trazer uma reaceleração da inflação à frente e tem revelado uma situação delicada para o nosso Banco Central. Em sua última decisão, o COPOM optou novamente por manter a taxa SELIC inalterada em 10,50% a.a. e sinalizou, em sua ata, que segue preocupado com a elevação das expectativas futuras de inflação e com os impactos da situação fiscal e do dólar nos níveis de preços. Nesse sentido, eventualmente estaria disposto a elevar novamente nossa SELIC para conter tal impacto. Ainda que nossa inflação mostre reaceleração em algumas métricas, nos preocupa mais a composição de um Banco Central mais leniente com a inflação a partir do próximo ano, após a indicação do sucessor ao atual presidente Roberto Campos Neto, do que uma inflexão do ciclo de juros mais baixos ainda em 2024.



*Aceleração da inflação implícita nos títulos públicos dos próximos 5 anos desde o início de 2024. Fonte: LSEG.

Seguimos com uma percepção de longo prazo mais cautelosa com os ativos no Brasil. Apesar de múltiplos atrativos em nossos ativos de risco e da valorização de curto prazo dos ativos beneficiada pelo alívio nas taxas de juros dos países desenvolvidos, os riscos de uma reaceleração dos níveis de preços, diante de uma atividade forte puxada pela demanda e de uma maior influência política em nossa taxa de juros, seguem no centro de nossas atenções. Sabemos que elevações na inflação já foram utilizadas como ferramenta para a redução de nossos índices de endividamento no passado, um tipo de instrumento que em nada beneficia a alocação de capital na economia real e o desenvolvimento social do país.

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 - julho/2024					
Classes de Ativos	-2	-1	-	+1	+2
Treasury				●	
Investment Grade				●	
High Yield		●	●		
Equities US		●	●		
Equities Europe			●		
Equities EM	●	●			
Alternatives		●			

● =Atual ● =Anterior

Cash & Money Market

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, gostamos do posicionamento 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 (-1)

A perspectiva de eventual desaceleração da atividade nos próximos trimestres pode trazer consigo uma maior abertura nos spreads dos títulos da classe e justificam nosso posicionamento underweight.

Equities US (-1)

Preferimos manter nossa alocação em níveis underweight após a elevação da incerteza na dinâmica da atividade. Ainda assim, nossa busca tem sido por empresas que se beneficiem das perspectivas de redução nos juros 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 (-2)

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 - julho/2024					
Classes de Ativos	-2	-1	-	+1	+2
Pré-fixado				●	
Inflação					●
Multimercados	●				
Renda variável		●	●		
Alternativos		●			

● =Atual ● =Anterior

Pós-fixado

Dados os níveis elevados de juro real corrente, acreditamos que a classe de pós-fixado continuará desempenhando um papel fundamental para a preservação patrimonial dos portfólios. Nos próximos meses, enxergamos que a atual composição de nosso Banco Central deverá manter a taxa Selic em níveis elevados.

Pré-Fixado (+1)

A abertura nas taxas dos últimos meses 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 reaceleração 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 (-2)

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 (-1)

Em termos históricos, enxergamos os múltiplos de bolsa Brasil em patamares atrativos. Ainda assim, a volatilidade de curto prazo causadas por nossa situação fiscal e incerteza política, podem retardar retornos expressivos da classe à frente. Diante desse cenário, optamos por manter nosso posicionamento underweight.

Alternativos (-1)

Nos preocupa um nível de taxas futuras de juros mais altas 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.