



ETHOS
INVESTIMENTOS
FAMILY OFFICE

CARTA MENSAL

Agosto 2024



MERCADO INTERNACIONAL

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

www.ethosinvestimentos.com.br

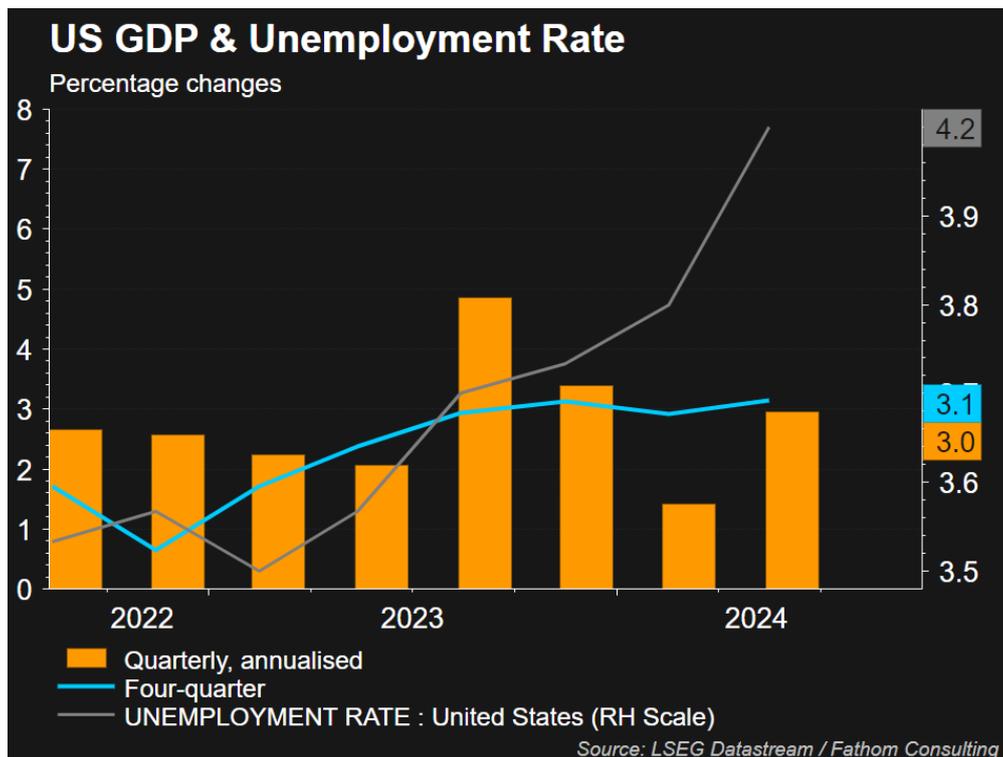
Indicador	Últ. Cotação	ago-24	2024
CDI	10,40%	0,87%	7,10%
Ibovespa	136.004	6,54%	1,36%
Dólar	5,6103	-0,70%	15,63%
EUA Juros 10 anos	3,91%	-0,2%	0,05%
S&P 500	5.648	2,28%	18,42%
Petróleo Brent (USD)	78,82	-2,35%	2,26%

Mercado Internacional

Tripulação, dez mil pés...

A frase acima é um termo muito comum na aviação e utilizada frequentemente pelos pilotos para informar aos comissários de bordo que o avião está próximo do processo de pouso e reforçar a atenção a bordo da aeronave. Usamos essa analogia para trazer uma reflexão sobre a evolução dos dados recentes na economia americana e sua proximidade com o "pouso" – a desaceleração da atividade à frente. Seguimos em um ambiente de incerteza acerca das narrativas entre o "pouso suave", uma desaceleração linear da atividade econômica com inflação em queda controlada e aumento gradual dos níveis de desemprego, e o "pouso forçado", uma forte convergência para baixo na atividade econômica, levando-a a uma recessão.

Ao longo das últimas semanas, os agentes de mercado têm rapidamente transitado entre ambas as narrativas à medida que vemos dados mais fracos de inflação e uma redução na força do mercado de trabalho, com elevação dos níveis de desemprego nos EUA para 4,1%, ainda que os números do mercado consumidor e a atividade econômica corrente mostrem-se fortes, como evidenciado pela última leitura do PIB do segundo trimestre, na casa dos 3% anualizados, um nível considerado acima do crescimento potencial da economia.

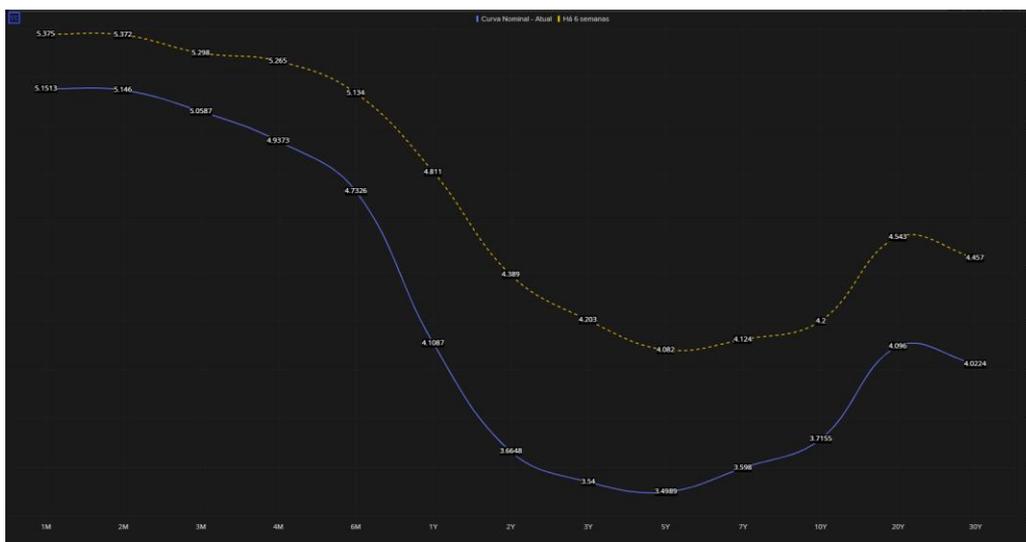


*Crescimento do PIB anualizado (laranja) e taxa de desemprego (cinza) nos EUA. Fonte: LSEG.

"The time has come for policy to adjust" – frase proferida pelo presidente do FED, Jerome Powell, durante a última conferência de Jackson Hole, em agosto, quando perguntado sobre o início do ciclo de cortes de juros. A citação resume bem que o caminho percorrido até agora pela inflação satisfaz as projeções da autoridade monetária para os próximos anos. Ao que tudo indica, os cortes do FED deverão levar a taxa básica de juros a um nível menos restritivo a partir da próxima reunião em setembro. Até o momento, os preços indicam uma probabilidade de 70% para um primeiro movimento de queda de 0,25% e 30% para um movimento maior, de 0,50%. O recado principal das

falas dos formuladores da política monetária ao longo das últimas semanas deixa claro que os holofotes estarão voltados aos dados do mercado de trabalho, que ditarão o orçamento total dos cortes à frente.

Olhando para o que os números nos dizem até agora, certamente estamos passando a barreira dos dez mil pés e parece-nos mais provável a narrativa de um "pouso suave", ainda que essa hipótese jogue contra as probabilidades históricas. Sabemos quão difícil é gerar uma suavização saudável da atividade econômica após um forte choque de política monetária, devido à distância temporal entre as calibrações feitas nos juros e os impactos desses movimentos na economia real. Em resumo, seguimos com posições que priorizam a preservação patrimonial em nossas carteiras, de modo a nos beneficiarmos do ciclo de queda de juros que se aproxima, ao mesmo tempo em que nos protegemos dos riscos associados ao pouso forçado no mundo desenvolvido.



*Curva futura de juros nos EUA atual (azul) e seis semanas atrás (amarelo). Fonte: LSEG. Em 05/09/2024

Na agenda eleitoral, a oficialização da candidatura da atual vice-presidente Kamala Harris para a corrida pela Casa Branca, do lado democrata, com forte discurso centrista, ocorreu em Chicago, contribuiu para um acirramento das novas pesquisas eleitorais. Em números absolutos de votos, a candidata democrata já aparece à frente de Donald Trump, ainda que com uma vantagem de 1,7%, próxima à margem de erro. Ainda assim, destacamos a importância dos votos colegiados por delegações, responsáveis por eleger o presidente, onde o quadro geral segue mostrando uma vantagem republicana para a eleição.

Na Europa, o último mês trouxe poucas novidades sob nossa percepção de espaço para a continuidade da atuação do BCE em uma nova rodada de queda de juros. Os níveis de inflação seguem se estabilizando em patamar mais baixo, ainda que mostrando alguma persistência nos núcleos de serviço, enquanto a atividade econômica e, principalmente, a industrial, mostram sinais de fraqueza, porém em níveis mais elevados que os vistos no final do ano passado. Em resumo, vemos espaço para um novo corte de 0,25% na taxa básica de juros europeia em setembro, na esteira de uma menor pressão advinda dos juros mais baixos nos EUA, que também sustenta, no curto prazo, uma estabilização do Euro em patamar relativamente mais apreciado. Do lado dos ativos de risco, a recuperação da atividade econômica nos últimos trimestres, associada a múltiplos de preços em patamar mais próximo da média histórica, pode ser encarada como uma alternativa viável caso a atividade global desacelere de maneira suave.

Já na China, o destaque das últimas semanas ficou para a decisão do PBoC de manter as taxas de juros de curto e médio prazos inalteradas. Em agosto, vimos os dados de desemprego subirem em meio a uma economia que enfrenta dificuldades em acelerar seu consumo interno. Neste momento, a falta de novos estímulos, associada à elevada capacidade produtiva ociosa e aos baixíssimos níveis de inflação, deverá continuar a pressionar o governo chinês e impactar negativamente os preços de seus ativos de risco. Ainda que uma eventual vitória democrata em novembro seja positiva para evitar a imposição de barreiras tarifárias para produtos chineses e possa elevar as expectativas de melhora da balança comercial, acreditamos que essa condição ainda seja insuficiente para o atingimento da meta de crescimento de 5% do PIB para este ano, proposta pelo governo.



MERCADO LOCAL

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Mercado Local

A preocupação em relação aos próximos passos de nossa política monetária tem sido o maior foco de nossas atenções neste momento. Continuamos vendo, no Brasil, um cenário positivo e surpreendente de nossa atividade econômica no curto prazo. Os dados recentes de desemprego, com uma taxa de 6,8%, colocam-nos em um patamar não observado desde 2015. Ao mesmo tempo, os dados do PIB do segundo trimestre superaram as expectativas, crescendo 1,4%, o que eleva as projeções de um crescimento ao redor de 2,5% para o ano de 2024. Nesse sentido, a continuidade do elevado gasto público, que retroalimenta a força observada no consumo, coloca ainda mais pressão no direcionamento da política monetária e nos faz refletir sobre alguns questionamentos: Estariam os juros em um patamar suficientemente restritivo com a Selic no atual nível de 10,5%? A inflação, que seguia em trajetória de suavização, poderia voltar a acelerar?

Nos últimos dias, tivemos a confirmação da indicação de Gabriel Galípolo, atual diretor de política monetária do BC, como próximo presidente após a saída de Roberto Campos Neto. Em meio a essa nova composição do Banco Central, voltamos a observar um endurecimento nas comunicações dos dirigentes. O mercado já precifica um aumento da Selic para patamares perto de 12% dentro dos próximos 12 meses, com um primeiro aumento de pelo menos 0,25% totalmente embutido nas curvas futuras de juros, já na próxima reunião em setembro.

Focus - 06/09/2024				
Mediana - Agregado	2024		2025	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	4,20	4,30	3,97	3,92
PIB (var. %)	2,20	2,68	1,92	1,90
Câmbio (R\$/US\$)	5,30	5,35	5,30	5,30
SELIC (% a.a.)	10,50	11,25	9,75	10,25

Convidamos nosso leitor a refletir conosco os efeitos práticos e políticos da materialização deste aumento. Em primeiro lugar, como descrevemos acima, a atividade econômica está forte e é sim responsável por nos preocupar em relação a um aumento da inflação. No entanto, vimos na última ata do COPOM a apresentação de um cenário alternativo da taxa Selic em que os juros, se mantidos por 10,5% por mais tempo sem espaço para novos cortes, eram suficientes para levar nossa inflação a um patamar próximo da meta de inflação (3,1%) no primeiro semestre de 2026, considerado o tal “horizonte relevante” ou seja, ponto temporal que ancora as decisões do COPOM. Portanto, minguar o atual ciclo de manutenção da Selic em meio a um cenário de maior probabilidade de queda dos juros no mundo desenvolvido e recente apreciação do real, não parece necessariamente uma decisão totalmente acertada sob a ótica estritamente técnica do Banco Central. O cenário parece se desenhar para um aumento de taxa no curto prazo, e depois, uma abertura de espaço para novos cortes que levariam a taxa à patamares inferiores ao atual. Formando assim um contexto que, aos olhos do executivo, colocam a composição do BC atual como vilã dos juros altos e a nova composição como heroína dos juros baixos.

Ora, se sabemos que há um atraso – o chamado “lag” - entre as decisões correntes de juros e seus impactos sobre a economia real, que outro efeito, além dessa narrativa, um aumento no curto prazo da Selic poderia causar? Nos pareceria mais prudente adotar um tom mais duro na comunicação, sem espaço para novos cortes no médio prazo, reancorando as expectativas de inflação futuras, de forma a evitar uma tremenda volatilidade na condução e comunicação da política monetária dentro dos próximos meses. Ainda que isso suscite novas altas nos juros caso a inflação venha a acelerar. Assim agem os bancos centrais desenvolvidos, gerando maior previsibilidade na sua condução e contribuindo para a estabilidade macroeconômica.

Em agosto, continuamos observando a elevação de nossos indicadores de dívida/PIB em meio a recordes de arrecadação. Nos últimos dias, o envio da proposta orçamentária para o próximo ano ao Congresso prevê o atingimento de um déficit primário zero, dentro das metas estipuladas pelo arcabouço fiscal. No entanto, a dependência de novas elevações na arrecadação, com medidas ainda em discussão, como o aumento da alíquota de impostos sobre o JCP, e a subestimação de algumas despesas crescentes, como a previdenciária, continuam adicionando dúvidas acerca de nossa credibilidade fiscal.



*Crescimento dos gastos públicos e arrecadação federal no Brasil nos últimos 2 anos (acumulados nos últimos 12 meses em Bi. de R\$). Fonte: LSEG.

Apesar da boa relação de múltiplos em nossos ativos de risco e da valorização de curto prazo, explicada pela forte entrada de fluxo estrangeiro em nossa bolsa no último mês — influenciada principalmente pela redução das taxas de juros nos países desenvolvidos —, mantemos uma visão mais cautelosa de longo prazo para os ativos no Brasil. Ainda nos vemos muito dependentes de grandes reformas e de um ganho significativo de credibilidade fiscal para que ocorram mudanças relevantes em torno de nossa atratividade para um capital estrutural.

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 - agosto/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 (0)

O forte fechamento das taxas nas últimas semanas retirou boa parte do prêmio que víamos nas alocações da classe. Ainda assim, gostamos de alguns movimentos com foco em um posicionamento de estratégia barbell entre títulos de curtíssimo prazo e mais longos, fugindo 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 - agosto/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)

O elevado nível das taxas reais nos ativos indexados ao IPCA parecem-nos bastante atrativos caso as novas diretrizes do governo traduzam-se em despesas excessivas que gerem surpresas inflacionárias à frente. Gostamos muito de alocações nessa classe com duração que ultrapassam 4 anos.

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 que justifiquem o incremento de volatilidade 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.