



ETHOS
INVESTIMENTOS
FAMILY OFFICE

CARTA MENSAL

Fevereiro 2025



MERCADO INTERNACIONAL

R. Diogo Moreira, 132 – CJ. 1606 - Pinheiros, São Paulo - SP | 05423-010

www.ethosinvestimentos.com.br

Indicador	Últ. Cotação	fev-25	2025
CDI	13,15%	0,99%	2,05%
Ibovespa	122.799	-2,64%	2,09%
Dólar	5,8852	0,76%	-4,74%
EUA Juros 10 anos	4,23%	-0,34%	-0,35%
S&P 500	5.955	-1,42%	1,24%
Petróleo Brent (USD)	73,16	-4,70%	-2,23%

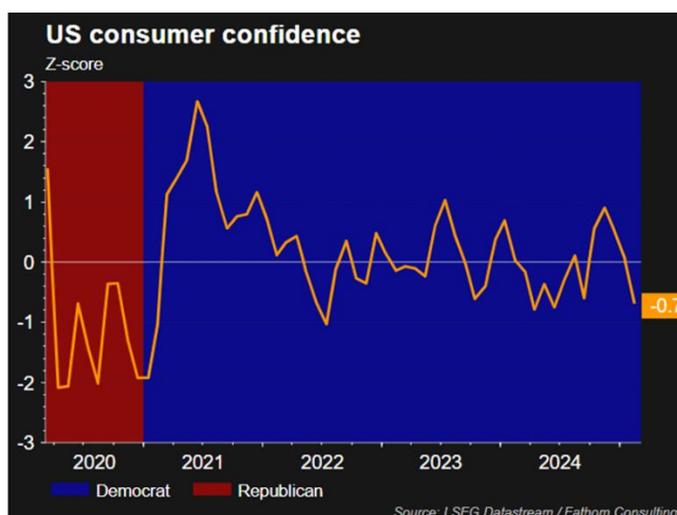
Mercado Internacional

Dois meses e o mundo já virou.

Pouco tempo se passou desde a eleição de Trump. Ainda assim, a repercussão de suas propostas — ou melhor, ameaças e implementações — já trouxe consigo uma reviravolta significativa na precificação dos ativos ao redor do mundo. Em pouco mais de dois meses de 2025, o excepcionalismo americano parece ter perdido espaço para o temor de recessão, com a Europa e outros países emergentes, especialmente a China, ganhando tração na performance de seus ativos de risco, enquanto o dólar sofre uma intensa desvalorização. Mas, afinal, o que de fato está acontecendo nos mercados e quais dados corroboram essas mudanças tão expressivas em um período tão curto?

No que se refere às tarifas, as mudanças ainda em implementação são severas. Espera-se que os EUA atuem contra seu alto nível de déficit comercial, principalmente com a China, ao aplicar tarifas de 20% sobre produtos chineses, enquanto o país asiático retalia com taxas de 15%. Além da China, somam-se tarifas impostas (e algumas postergadas) ao México e ao Canadá, além de ameaças constantes ao Bloco Europeu e outros países, como o Brasil, sob a justificativa de reciprocidade de alíquotas. Esses movimentos são negativos para o comércio global e para a inflação americana no curto prazo, mas podem beneficiar a indústria dos EUA e, possivelmente, a arrecadação federal.

Do lado da atividade econômica, dados como vendas no varejo e confiança do consumidor, registraram quedas em fevereiro. Parte desse resultado pode ser atribuída ao impacto natural de uma economia operando com juros ainda em patamar restritivo. Outra parte está ligada à reação negativa de empresários e consumidores diante do imbróglio tarifário em formação. O receio dos agentes econômicos sobre os impactos dessas novas políticas nos preços (e, conseqüentemente, nas margens) gera maior incerteza sobre os rumos da economia, reduzindo a propensão ao consumo e a novos investimentos.

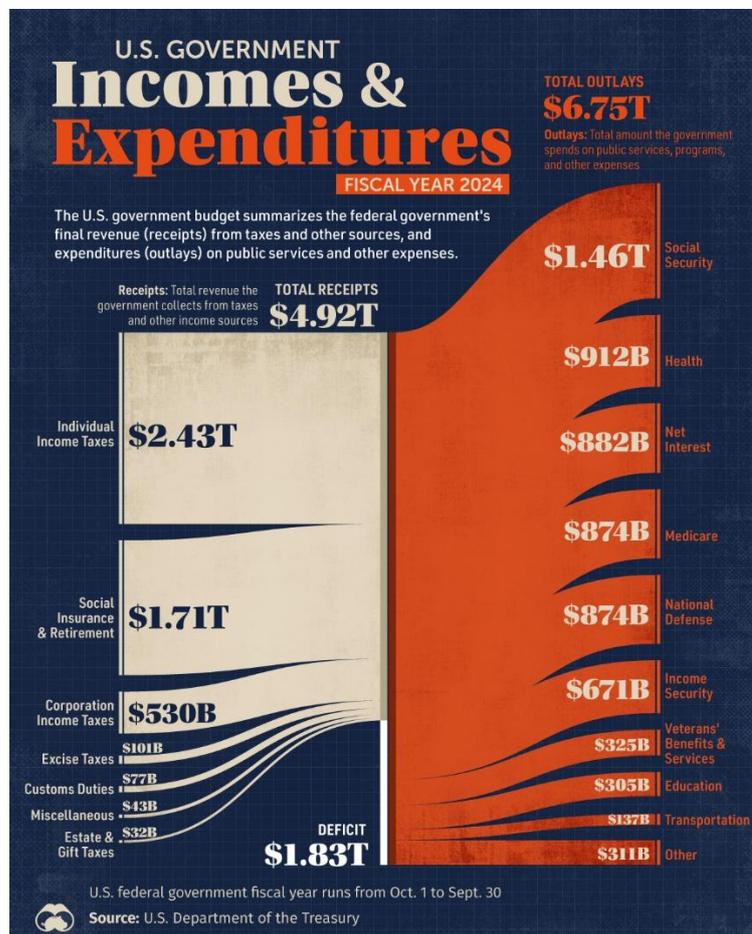


Confiança do consumidor nos EUA. O Z-score no gráfico mede em termos de desvios-padrão em relação à média histórica. Isso significa que ele indica o quão acima ou abaixo do nível médio de confiança os valores estão ao longo do tempo. Fonte: LSEG.

No mercado de trabalho, os dados seguem em trajetória de desaceleração gradual. Em fevereiro, o número de vagas criadas superou 150 mil, ainda acima do crescimento da população em idade economicamente ativa. No entanto, o DOGE (Departamento de Eficiência Governamental), comandado por Elon Musk, começou a promover cortes no setor público, uma iniciativa essencial para a redução do elevado déficit orçamentário americano.

Há passos importantes sendo dados rumo à desalavancagem do Estado, o que, em teoria, deveria ser positivo para os mercados. No entanto, surpreende a intensidade das reações. O consumidor americano ainda apresenta um nível saudável de endividamento, os salários continuam crescendo em termos reais e a inflação segue pressionada principalmente pelo setor de serviços, condizente com uma economia que cresce acima de seu PIB potencial. Apesar disso, observamos uma forte queda das bolsas acompanhada por um fechamento das curvas de juros em todos os vencimentos — movimentos típicos de aversão ao risco e aumento do temor de uma desaceleração abrupta da atividade.

Consideramos que os movimentos recentes elevam o grau de incerteza nos mercados, seja em relação à real efetividade das medidas tarifárias na redução dos déficits governamentais, seja quanto à intensidade da desaceleração da economia americana. Como já vínhamos antecipando, o momento exige cautela, não movimentos bruscos em nenhuma direção. Mantemos uma visão construtiva para propostas que reduzam a alavancagem e o endividamento público, ao mesmo tempo em que reconhecemos os desafios de lidar com um orçamento que possui apenas 13% de gastos discricionários (aproximadamente US\$ 900 bilhões por ano), enquanto o déficit nominal anual se aproxima do dobro dessa cifra. Nesse contexto, optamos por privilegiar alocações que se beneficiem de um ambiente de inflação ainda elevada e com menor sensibilidade a possíveis aumentos nas taxas futuras de juros decorrentes de um prêmio de risco fiscal mais alto.



Receitas e despesas dos EUA em 2024. Fonte: Departamento do Tesouro. Elaboração: VisualCapitalist.

Do outro lado do Atlântico, a Europa experimentou uma recuperação sensível nos mercados acionários, impulsionada pela rotação de posições em resposta à menor performance dos ativos americanos. No entanto, a atividade econômica ainda mostra poucos sinais de melhora, com dados fracos nos índices industriais. Diante desse cenário, o BCE promoveu mais um corte de juros na última reunião, reduzindo a taxa básica em 0,25 ponto percentual, para 2,5% ao ano. Embora o caminho para novos cortes esteja claro diante da fragilidade econômica, a velocidade desse movimento ainda é incerta, especialmente frente às novas barreiras comerciais, que representam uma ameaça adicional.

No campo político, a Alemanha, principal economia da zona do euro, registrou um avanço significativo da direita nas eleições de fevereiro. Os impactos dessa mudança para o país e o bloco ainda não estão totalmente esclarecidos, mas espera-se a adoção de medidas para conter o descontentamento do eleitorado diante do fraco crescimento dos últimos anos. Investimentos em infraestrutura, reavaliação da matriz energética (com possível retomada da energia nuclear) e estímulos à indústria por meio de pacotes fiscais podem estar no horizonte. Além disso, cresce na Europa a preocupação com os gastos em segurança, impulsionada pela redução da participação dos EUA no financiamento da OTAN. Com isso, o bloco precisará encontrar alternativas viáveis para lidar com a ameaça russa, o que pode ter implicações importantes para o endividamento e os preços dos ativos na região.

Na China, fevereiro trouxe novidades após a última reunião do Politburo, que estabeleceu uma meta de crescimento do PIB de 5% para 2025, o mesmo nível perseguido no ano anterior. No entanto, poucas mudanças concretas foram anunciadas em relação aos estímulos econômicos, e os efeitos das medidas adotadas no final de 2024 ainda não se fizeram sentir. A inflação permanece em patamar baixo, refletindo uma economia fortemente dependente da balança comercial e da grande capacidade de exportação. A transição para um modelo econômico mais voltado ao consumo interno segue lenta, enquanto o país continua inundando mercados desenvolvidos com produtos exportados a preços mais baixos.

Em suma, o início de 2025 tem sido marcado por poucos ajustes estruturais, mas mudanças conjunturais expressivas. Apesar da reviravolta nos mercados, o mundo ainda não está de cabeça para baixo. Momentos como este reforçam a importância da construção de portfólios diversificados, com exposições a diferentes fatores de risco, e da análise criteriosa dos dados e suas implicações para a complexa dinâmica da econômica global.



MERCADO LOCAL

R. Diogo Moreira, 132 – CJ. 1606 - Pinheiros, São Paulo - SP | 05423-010

www.ethosinvestimentos.com.br

Mercado Local

Alívio parcial (Parte II).

A sequência de eventos que impactou fortemente os mercados internacionais em fevereiro também teve repercussões por aqui. De um lado, fomos positivamente influenciados pela rotação de capital dos EUA para mercados emergentes, o que favoreceu o fluxo estrangeiro registrado pela B3 no mês. Além disso, houve uma menor pressão nas taxas longas de juros dos ativos brasileiros, reflexo da percepção de alternância de poder que discurremos em nossa última carta e da redução de ruídos políticos devido ao recesso parlamentar e ao Carnaval.

Por outro lado, seguimos pressionados por dados fracos de atividade econômica e mudanças relevantes na dinâmica de comunicação e atuação do Executivo. O país começa a sentir com mais intensidade os efeitos restritivos da política monetária. A criação de vagas formais desacelerou na última leitura, a taxa de desemprego começa a se distanciar dos patamares historicamente baixos, e a inflação — especialmente a de alimentos — permanece pressionada, intensificando os desafios para a atual administração.

Para tentar amenizar o cenário, o governo anunciou recentemente medidas como a redução do IPI para diversos itens da cesta básica. No entanto, os impactos práticos dessas ações devem ser transitórios, dada a baixa representatividade dos produtos importados no mercado interno. Embora o efeito fiscal imediato seja relativamente pequeno, vemos com preocupação o uso recorrente de medidas de renúncia fiscal, que podem abrir espaço para iniciativas similares — ou ainda mais custosas — à medida que nos aproximamos de uma eleição e o governo enfrenta queda de popularidade.

Ainda em Brasília, começam a emergir mudanças ministeriais que reforçam a conexão com as bases do PT, ao mesmo tempo em que afastam o governo de uma postura mais conciliadora com o centro, dificultando o avanço de reformas estruturais na área fiscal. Mantemos uma postura atenta quanto à disposição do governo em promover novas rodadas de gastos para tentar reverter sua situação política. A proposta de ampliação da faixa de isenção do IRPF, por exemplo, ainda não teve suas contrapartidas fiscais claramente apresentadas, o que merece atenção ao longo de 2025.

Focus - 07/03/2025				
Mediana - Agregado	2025		2026	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	5,58	5,68	4,30	4,40
PIB (var. %)	2,03	2,01	1,70	1,70
Câmbio (R\$/US\$)	6,00	5,99	6,00	6,00
SELIC (% a.a.)	15,00	15,00	12,50	12,50

Dadas as condições atuais, seguimos céticos quanto à capacidade dos ativos de risco de oferecerem retornos que compensem os elevados níveis de juros reais de curto prazo. Em um horizonte de alocação mais longo, os títulos atrelados à inflação continuam oferecendo um nível confortável de proteção para os portfólios, servindo também como uma defesa contra a aceleração inflacionária, alternativa que pode ser usada para conter o crescimento de nosso endividamento em proporção do PIB.

Agradecemos a 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. Diogo Moreira, 132 – CJ. 1606 - Pinheiros, São Paulo - SP | 05423-010

www.ethosinvestimentos.com.br

Alocação Tática Global:

Resultado do Comitê - fevereiro/2025					
Classes de Ativos	-2	-1	-	+1	+2
Treasury			●	●	
Investment Grade			●		
High Yield		●			
Equities US			●		
Equities Europe	●	●			
Equities EM		●			
Alternatives				●	

● = Atual ● = Anterior

Cash & Money Market

O aumento da incerteza sobre novos cortes de juros e os impactos das políticas fiscais, tarifárias e imigratórias na atividade dos EUA motivam nossa visão otimista, com posicionamento em caixa e títulos de curto prazo. O atual carregamento do caixa, com taxas próximas a 4,25% a.a., oferece um colchão de rentabilidade com menor risco de duração para os portfólios.

Treasury (-)

Diante do atual cenário, optamos por reduzir nossas posições para nível neutro em resposta ao forte movimento de fechamento das taxas observado nas últimas semanas.

Investment Grade (-)

Apesar dos níveis de spread não se mostrarem atrativos em termos históricos, o elevado patamar das taxas de juros nos EUA favorece nossa decisão de manter as posições na classe em nível neutro.

High Yield (-1)

Diante do cenário de juros elevados, preferimos focar nossas posições em títulos com maior qualidade creditícia.

Equities US (-)

Optamos por uma visão neutra para a classe, atentos aos impactos das medidas implementadas pela nova administração Trump sobre os resultados das empresas e a progressão da atividade econômica. Apesar dos fortes movimentos recentes, que implicam uma percepção mais negativa para a atividade à frente, seguimos observando com cautela os dados econômicos e os preços dos ativos para identificar oportunidades.

Equities Europe (-1)

A fraca atividade econômica do bloco, em meio a um cenário de maior incerteza sobre possíveis barreiras tarifárias, indica uma perspectiva underweight para a classe. Ainda assim, o menor múltiplo em termos comparativos, associado à possibilidade de mudanças políticas relevantes no bloco, pode suscitar melhoras marginais à frente, reforçando a importância da diversificação.

Equities EM (-1)

Nossa percepção é de que a atividade chinesa deve 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 possíveis ajustes em nosso posicionamento.

Alternatives (+1)

Optamos por manter nosso posicionamento na classe de alternativos acima do nível neutro, priorizando estruturas que protejam as carteiras em um ambiente mais incerto, decorrente da intensificação dos conflitos geopolíticos no mercado global, além de instrumentos que se beneficiem de um cenário de contínua elevação dos níveis de preços.

Alocação Tática Local:

Resultado do Comitê - fevereiro/2025					
Classes de Ativos	-2	-1	-	+1	+2
Pré-fixado			●	●	
Inflação					●
Multimercados	●				
Renda variável		●			
Alternativos		●			

● = Atual ● = Anterior

Pós-fixado

Dado o nível elevado de juro real corrente, acreditamos que a classe de pós-fixados continuará desempenhando um papel fundamental na preservação patrimonial dos portfólios.

Pré-Fixado (-)

Após os recentes movimentos de fechamento das taxas futuras de juros, especialmente na porção intermediária da curva, optamos por reduzir nossa convicção na classe para o nível neutro.

Inflação (+2)

O elevado nível das taxas reais nos ativos indexados ao IPCA parece-nos bastante atrativo, caso as novas diretrizes do governo se traduzam em despesas excessivas que gerem surpresas inflacionárias à frente. Gostamos particularmente de alocações nessa classe com duração superior a quatro anos.

Multimercados (-2)

Enxergamos um cenário ainda incerto para o posicionamento dinâmico dos gestores. A dificuldade na previsão de inflexões nos ciclos monetários e de crescimento dos países tem impactado a performance da classe.

Renda Variável (-1)

Em termos históricos, enxergamos os múltiplos da bolsa brasileira em patamares atrativos. Ainda assim, a volatilidade de curto prazo, causada por nossa situação fiscal e pela incerteza política, pode retardar retornos expressivos que justifiquem um incremento na volatilidade da classe à frente. Diante desse cenário, optamos por manter nosso posicionamento underweight.

Alternativos (-1)

Nos preocupa o nível mais elevado das taxas futuras de juros no país e os impactos desse movimento, tanto em fundos listados quanto em ativos de menor liquidez, como private equity e venture capital. Ainda assim, temos identificado oportunidades pontuais na classe, especialmente em ativos que reflitam um cenário de aumento de preços.