



ETHOS
INVESTIMENTOS
FAMILY OFFICE

CARTA MENSAL

Setembro 2024



MERCADO INTERNACIONAL

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Indicador	Últ. Cotação	set-24	2024
CDI	10,65%	0,83%	7,99%
Ibovespa	131.816	-3,08%	-1,77%
Dólar	5,4482	-2,89%	12,29%
EUA Juros 10 anos	3,80%	-0,11%	-0,06%
S&P 500	5.762	2,02%	20,81%
Petróleo Brent (USD)	71,76	-8,96%	-6,90%

Mercado Internacional

O susto resolve solução?

Nos últimos meses, vimos um forte movimento de queda dos dados de inflação nos EUA em direção à meta do Banco Central, em meio a um cenário de taxas de juros bastante altas e um “solução” vindo do mercado de trabalho, com a rápida elevação da taxa de desemprego. Nesse sentido, o FED optou por reduzir sua taxa de juros em 50 pontos-base, acima das expectativas de mercado, promovendo um “susto” logo no início do ciclo de queda. A resposta no âmbito da saúde é que sim, em alguns casos, o susto pode ajudar a resolver o solução. Isso ocorre porque o solução é causado por espasmos involuntários do diafragma, e o susto pode interromper esse ciclo ao ativar o sistema nervoso de forma súbita. O susto pode mudar o padrão respiratório ou estimular o nervo vago, o que pode acabar com os espasmos.

E na economia? O susto também pode resolver o solução?

Poucas semanas após o corte de juros do FED, a atividade econômica voltou a mostrar força, com dados acima das expectativas nos números de novas vagas de trabalho, crescimento dos salários, nova redução dos níveis de desemprego para 4,1% e bons volumes de serviços. Os indicadores sugerem que o “paciente” teve um solução pontual, e não uma crise.

Olhando para os próximos meses, as ações do FED deverão seguir passos mais comedidos. Espera-se até o fim de 2024 mais dois cortes de juros, com intensidade mais baixa, de apenas 0,25%. Além disso, o orçamento dos cortes até o final do próximo ano deve levar a taxa de juros a um patamar próximo de 3,4%, ou seja, uma redução de aproximadamente 150bps da atual faixa de 4,75%-5,00%.

Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
June projection	2.1	2.0	2.0		1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1		1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5		1.6-2.5
Unemployment rate	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
June projection	4.0	4.2	4.1		4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3		3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3		3.5-4.5
PCE inflation	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
June projection	2.6	2.3	2.0		2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1		2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3		2.0
Core PCE inflation ⁴	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
June projection	2.8	2.3	2.0			2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1			2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8
June projection	5.1	4.1	3.1		2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6		2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9		2.4-3.8

*Projeções de PIB, taxa de desemprego, inflação medida pelo OCE e taxa de juros dos membros do FOMC. Fonte: federalreserve.gov.

Os holofotes seguirão voltados para os dados do mercado de trabalho. Em um ambiente onde a inflação está mais controlada, a principal preocupação do FED passa a ser o risco de uma recessão à frente. Ainda assim, a atividade econômica corrente segue na direção oposta, fortalecendo a narrativa de um “pouso suave” da economia, o que beneficia os mercados de risco.

No campo político, a proximidade das eleições traz consigo um cenário de maior incerteza quanto aos resultados. Após o primeiro e único debate entre Kamala Harris e Donald Trump, as pesquisas de intenção de voto mostram uma vantagem da candidata democrata, embora ainda dentro da margem de erro. Ao mesmo tempo, o número de “swing states” com potencial de decidir a eleição para ambos os lados voltou a crescer, com resultados bastante apertados em diferentes pesquisas. Apesar do aumento da volatilidade em torno desse tema nos últimos meses, os impactos de longo prazo dessa decisão só serão conhecidos após o dia 5 de novembro.

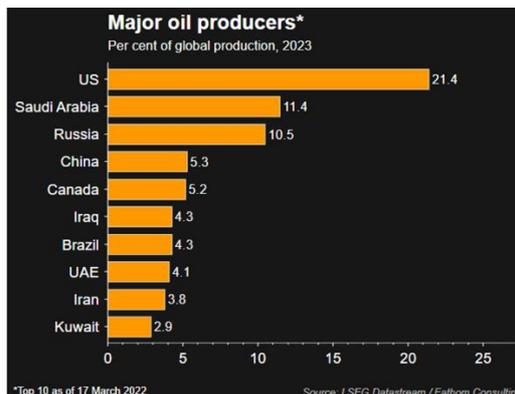
Do outro lado do Atlântico, a Europa seguiu sem demonstrar sinais muito otimistas no último mês. As bolsas têm sentido o impacto de uma atividade econômica corrente que perde ímpeto na segunda metade do ano. Do lado da inflação a prévia do resultado de setembro trouxe uma boa notícia ao registrar uma alta acumulada nos últimos 12 meses de 1,8%, dentro da meta do BCE. Já o setor de serviços continuou a mostrar pressão nos preços, embora que de forma controlada. Pela ótica da política monetária, o ambiente parece sustentar a continuidade do ciclo de cortes com as curvas futuras indicando uma chance de 99% de outro corte de juros de 0,25% na próxima reunião e um ajuste total que pode levar os juros para patamares próximos de 2%. Nesse sentido, continuamos a ver os múltiplos de bolsa em patamares relativamente atrativos, embora muito dependentes de uma melhora na atividade para sustentar grandes altas.

Na China, a tão esperada rodada de estímulos econômicos finalmente se concretizou na virada de setembro. O pacote anunciado pelo PBoC incluiu uma série de medidas, como a redução nas taxas de empréstimo e no compulsório bancário, diminuição dos valores de entrada para novas hipotecas e flexibilização nas restrições de compra de imóveis em grandes cidades. Além disso, houve ações voltadas ao mercado acionário e medidas de transferência de renda para as camadas mais pobres, financiadas por emissões de novos títulos. Esse arsenal de instrumentos resultou em uma forte alta dos ativos de risco locais em um curto espaço de tempo.

O tamanho dos estímulos parece ser suficiente para melhorar a atividade econômica no curto prazo, facilitando o alcance da meta de crescimento de 5% do PIB para este ano. No entanto, ainda persistem dúvidas quanto à sustentabilidade de uma melhora estrutural no consumo interno e no crescimento que vem desacelerando ao longo da última década. Continuamos atentos à materialização de avanços nos dados de importação, aumento da inflação, fortalecimento do consumo interno e uma apreciação consistente nos lucros, nos preços dos mercados de risco e no setor imobiliário, elementos cruciais para dissipar essas incertezas de maneira estrutural.

Já no Oriente Médio, os ataques de Israel a líderes do grupo Hezbollah, apoiados pelo governo iraniano, e a resposta com o lançamento de mísseis que atingiram partes do território israelense no início de outubro, levantam preocupações sobre uma possível escalada nas tensões geopolíticas da região. O Irã, além de ser um importante fornecedor de petróleo para a China, ocupa uma posição geográfica estratégica, já que cerca de 20% da produção global da commodity passa pelo Estreito de Ormuz.

Seguiremos atentos aos desdobramentos e avaliando os possíveis impactos da intensificação dos conflitos, bem como o potencial envolvimento de outras nações, como os EUA e a China. Nesse cenário, temos estudado e implementado estratégias de proteção para portfólios com maior exposição a uma possível deterioração das tensões na região.



*Mapa da região do Estreito de Ormuz e maiores produtores de petróleo em 2023. O mapa fornece a região potencialmente afetada pelos conflitos e sua importância no escoamento do petróleo produzido por Arábia Saudita, Iraque, Irã e Kuwait. Fontes: ipiracity.com e LSEG.



MERCADO LOCAL

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Mercado Local

Em sua última decisão de política monetária, o COPOM optou por elevar a taxa Selic em 0,25% para o patamar de 10,75%. A decisão foi acompanhada de uma revisão altista de suas projeções de inflação mostrando que, mesmo com elevações adicionais da taxa de juros no Brasil nas próximas reuniões, a desaceleração da inflação deve ocorrer de forma mais gradual e necessita ser acompanhada por um arrefecimento da atividade econômica para que a meta de inflação de 3% seja atingida no ano de 2026, chamado de horizonte relevante pelo comitê.

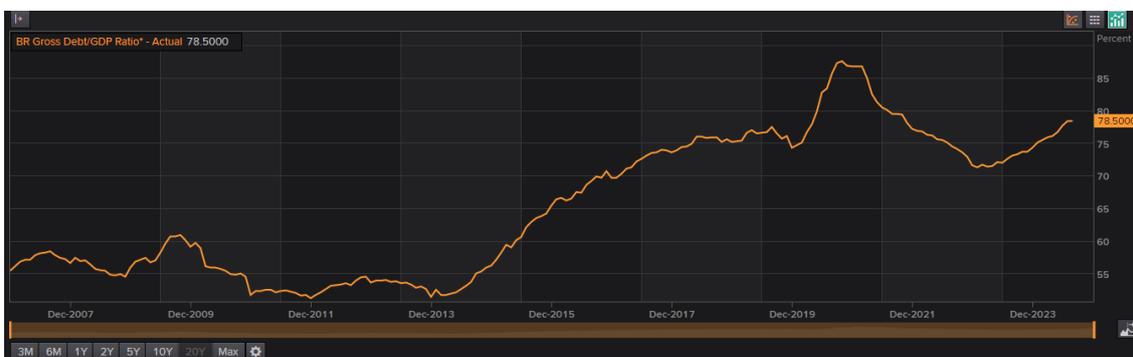
Diante dessa mudança de postura, ainda nos questionamos sobre o rumo de nossa política monetária a partir do próximo ano. Nos primeiros dias de outubro, o próximo presidente do Banco Central, Gabriel Galípolo foi aprovado em sua sabatina pela comissão de assuntos econômicos do Senado e deverá assumir a presidência da autoridade a partir de janeiro. Com a nova composição, o Banco Central terá a difícil tarefa de alinhar as altas expectativas futuras de inflação a uma dura postura do executivo que segue fazendo poucos ajustes do lado fiscal e continua a implementar medidas que elevam o crescimento dos gastos públicos.

Do lado da atividade, continuamos a ver força vinda dos dados correntes. A taxa de desemprego no país segue em trajetória de baixa, atingindo o patamar de 6,6%, o menor desde 2014, e mostrando uma criação líquida de vagas de emprego de 233.000 em agosto. Já do lado da inflação, o IPCA acumula uma alta de 4,42% em 12 meses com uma composição que se mostra benigna, embora novamente em aceleração se comparada aos resultados obtidos nos últimos meses.

Focus - 04/10/2024				
Mediana - Agregado	2024		2025	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	4,30	4,38	3,92	3,97
PIB (var. %)	2,68	3,00	1,90	1,93
Câmbio (R\$/US\$)	5,35	5,40	5,30	5,39
SELIC (% a.a.)	11,25	11,75	10,25	10,75

Ainda no campo dos juros, os mercados continuaram a precificar taxas mais elevadas para os próximos anos, refletindo a preocupação com a aceleração da inflação e a necessidade de ajustes nos gastos do governo. Enxergamos com certa apreensão a proximidade do ciclo eleitoral de 2026, alinhada a uma meta de resultado primário que parece distante de ser cumprida, considerando a dificuldade que o governo enfrentará para aprovar novas medidas de arrecadação e sua limitada disposição em ajustar as despesas.

Em setembro, dados reforçaram essas preocupações. O aumento real da arrecadação em 2024 aproximou-se de 10% nos últimos 12 meses. No entanto, o indicador de dívida em proporção ao PIB já atinge 78,5%, um crescimento de mais de 5% desde a última eleição. Nesse contexto, seguimos enxergando as maiores oportunidades nos portfólios focados em renda fixa, que devem se beneficiar da continuidade do ciclo de aperto monetário, além de oferecer proteção contra uma possível dificuldade no arrefecimento da inflação.



*Evolução do indicador dívida/PIB do Brasil. Fonte: LSEG.

O ambiente macroeconômico global, apesar de seus percalços que circundam um menor crescimento econômico e a possibilidade de aumento nas tensões geopolíticas, tende a ser benéfico para ativos de risco a partir das menores taxas de juros praticadas nos países desenvolvidos. Resta saber se será possível fazermos nossa lição de casa para tornarmos o Brasil atrativo ao capital externo estrutural através de um discurso que mire um ganho de credibilidade fiscal. A atratividade histórica de nossos múltiplos em ativos de risco é inegável, mas, sem mudanças significativas que alterem fortemente a relação destes com as taxas na renda fixa, poderemos continuar subavaliados por um longo período, independentemente do quão cansados estejamos.

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 - setembro/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 (0)

A redução dos yields advinda do fechamento nas curvas futuras de juros somada ao menor spread dos títulos com elevada qualidade de crédito justificam a redução de nosso posicionamento para o nível neutro.

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 underwight 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 (0)

Optamos por elevar nosso posicionamento na classe de alternativos para o nível neutro visando principalmente estruturas que protejam as carteiras em um ambiente mais incerto advindo da intensificação dos conflitos geopolíticos no mercado global.

Alocação Tática Local:

Resultado do Comitê - setembro/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 parece-nos bastante atrativo 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.