



ETHOS
INVESTIMENTOS
FAMILY OFFICE

CARTA MENSAL

Junho 2024



MERCADO INTERNACIONAL

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

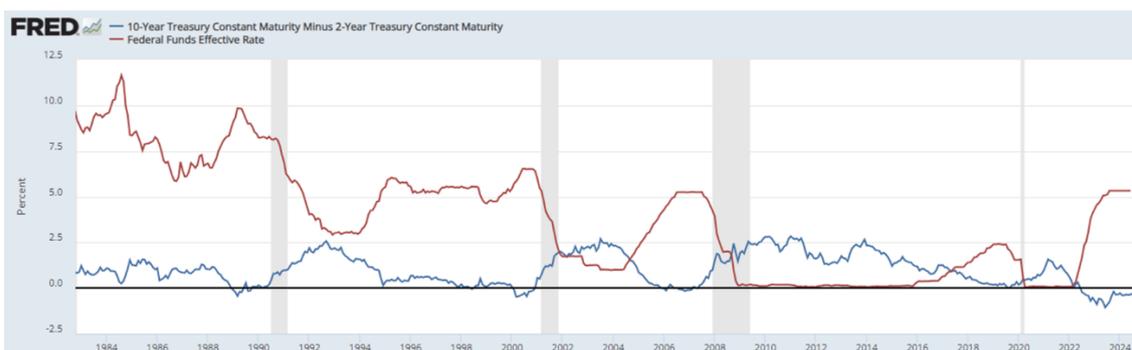
www.ethosinvestimentos.com.br

Indicador	Últ. Cotação	jun-24	2024
CDI	10,40%	0,79%	5,22%
Ibovespa	123.907	1,48%	-7,66%
Dólar	5,5925	6,64%	15,26%
EUA Juros 10 anos	4,34%	-0,17%	0,48%
S&P 500	5.460	3,47%	14,48%
Petróleo Brent (USD)	86,40	5,84%	12,09%

Mercado Internacional

Ainda que os temas inflação e juros continuem em evidência no mundo todo, o mês de junho foi marcado pela ascensão de outra pauta que será cada vez mais presente no segundo semestre do ano: as disputas eleitorais. Em especial, a eleição americana que ocorrerá em novembro. As expectativas em torno da volta do candidato Donald Trump à Casa Branca cresceram após o primeiro debate, ocorrido no último dia 27, onde a má performance do atual presidente, Joe Biden, foi responsável por trazer dúvidas sobre sua real chance de vencer a corrida eleitoral, somada às pressões sobre o partido Democrata para uma eventual substituição do candidato. Sem um novo nome definido até o momento e sem sinais de desistência de Biden para a candidatura, novas pesquisas eleitorais mostraram crescimento das intenções de voto do candidato Republicano e tiveram impactos importantes sobre os preços dos ativos. O mercado tenta interpretar as consequências da volta de Trump à presidência, especialmente no que tange às relações comerciais internacionais dos EUA com a China e aos benefícios tarifários internos do país em alguns setores da economia que impactariam diretamente a bolsa de valores.

Como já comentamos em edições anteriores de nossas cartas, a economia segue robusta nos EUA, especialmente no setor de serviços. Os índices de preços acumulados seguem acima das metas do Banco Central, e seus núcleos continuam elevados em setores menos sensíveis ao ciclo de aperto monetário, como seguros e gastos com saúde. Ainda assim, a moderação na velocidade de crescimento de alguns índices, somada a dados de inflação mensais mais modestos, tem auxiliado o FED a se comunicar com um tom mais leve. Os preços futuros seguem indicando que os cortes de juros deverão iniciar-se em setembro, com espaço para até dois cortes de 0,25% em 2024. Olhando para frente, seguimos vendo um cenário benéfico de desaceleração gradual da atividade. Ainda assim, o passado nos mostra o quão difícil é para um Banco Central gerar acomodação dos níveis de preços e, ao mesmo tempo, pouco impactar a atividade econômica a ponto de adentrá-la em uma recessão. Sendo assim, nossa preferência nas alocações segue sendo a de portfólios mais balanceados e com menor risco total, beneficiando-se de reduções nas taxas de juros ao mesmo tempo em que nos protegemos de grandes perdas em um cenário de abrupta desaceleração da economia.

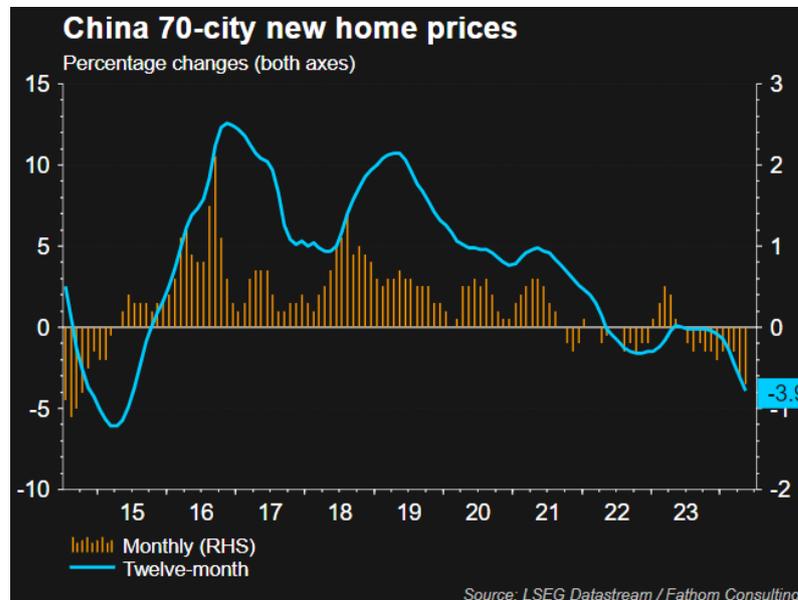


*Taxa básica de juros do FED em vermelho, diferencial com de taxa dos títulos públicos de 10 e 2 anos dos EUA em azul e períodos de recessão econômica em cinza. Fonte: FED de St. Louis.

Do lado da bolsa, a performance do S&P 500 continua extremamente forte, com uma valorização de 14,5% até o final do semestre, muito impactada pelo contínuo crescimento dos resultados das empresas de tecnologia e inteligência artificial. Nesse momento, é enorme a disparidade de performance entre os setores da economia, algo que reforça nossa percepção sobre os impactos dos aumentos de juros na atividade e nossas convicções acerca da construção de portfólios resilientes e focados na preservação de capital, como descrevemos anteriormente.

No continente europeu, as atenções também se voltaram para o campo político-eleitoral, com mudanças no parlamento europeu, na França e no Reino Unido. Os resultados mostraram uma mistura de polarizações que enfraqueceram posições centristas e reforçam plataformas populistas de esquerda e de direita. De maneira geral, os preços reagiram negativamente, com preocupações acerca dos impactos fiscais desse novo quadro. Do lado da atividade e da inflação, os últimos dados continuaram esboçando sinais de melhora nos níveis de preços e reforçam a continuidade do ciclo de afrouxamento monetário promovido pelo BCE. Nos próximos meses, entendemos que novos cortes de juros serão também dependentes do início do ciclo de cortes nos EUA, apesar do cenário já bem mais confortável de inflação que a Europa vive.

Já na China, a situação desafiadora enfrentada pelo partido comunista continua. O país não enfrenta problemas inflacionários e segue com grandes dificuldades de desalavancagem do setor imobiliário. Dados de preços de casas continuam em espiral de queda e impactam diretamente a confiança do consumidor chinês, que tem suas reservas monetárias em imóveis. Além disso, a balança comercial também segue mostrando uma recuperação aquém das estimativas dos analistas, e isso reforça novas rodadas de estímulos econômicos para que a atividade atinja o nível de crescimento de 5%, tido como meta do governo para este ano. Continuaremos dependentes de novas notícias positivas e estímulos públicos para uma recuperação mais consistente do preço dos ativos na segunda maior economia do globo.



*Variação em 12 meses do preço dos imóveis nas 70 principais cidades da China (em azul) e variação do preço mensal (em amarelo). Fonte: LSEG.



MERCADO LOCAL

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Mercado Local

Por aqui, o semestre encerrou-se com fortes pressões do lado político e fiscal que impactaram não somente os preços e taxas dos ativos de renda fixa, com abertura das taxas de juros, mas principalmente na depreciação do real. Os destaques ficaram para as falas do presidente Lula, que voltou a criticar a autonomia do Banco Central, bem como a condução da política monetária, e a última decisão do COPOM, que encerrou o ciclo de cortes na taxa SELIC. Além disso, a contínua elevação dos gastos públicos sem uma elevação proporcional das receitas do governo tem levado a aumentos nos nossos indicadores de dívida/PIB de maneira preocupante. Sob muita pressão, o governo optou por recuar já no início de julho e prometeu reduções de orçamento na ordem de 26 bilhões de reais, ainda sem revelar as medidas responsáveis para tal. De forma geral, temos visto com certa cautela as atitudes que têm sido tomadas até então. O governo parece confrontar os mercados e responder de forma pouco efetiva somente após muita pressão nos ativos. No mês de junho, o real se desvalorizou 6,6% e segue com a pior performance entre seus pares emergentes no ano. Sabemos que a situação fiscal brasileira se fragilizará no longo prazo se as metas de redução do nosso déficit fiscal não forem atingidas, como têm mostrado os dados correntes. Diante disso, a implementação de medidas efetivas de reduções de gastos é muito necessária para recuperarmos a atratividade do investidor estrangeiro e obtermos uma performance positiva em nossos ativos de risco.

Instrument Description	3MPct	6MPct	YTDPct
US Dollar/Russian Rouble FX Spot Rate	-4.23 %	-1.44 %	-1.01 %
US Dollar/South African Rand FX Spot Rate	-2.28 %	-2.21 %	0.00 %
US Dollar/Indian Rupee FX Spot Rate	0.17 %	0.29 %	0.35 %
US Dollar/Chinese Renminbi FX Spot Rate	0.54 %	1.55 %	2.42 %
US Dollar/Chinese Yuan Offshore FX Spot Rate	0.75 %	1.66 %	2.39 %
US Dollar/Mexican Peso FX Spot Rate	9.20 %	6.47 %	6.81 %
US Dollar/Argentine Peso FX Spot Rate	6.53 %	12.69 %	12.99 %
US Dollar/Brazilian Real FX Spot Rate	8.71 %	12.19 %	13.23 %

*Variação da performance relativa ao dólar de moedas emergentes em janelas de 3 meses, 6 meses e no ano. Data da análise: 04/07/2024. Fonte: LSEG

A atividade corrente no Brasil segue forte, com níveis de taxa de desemprego em 7,1%, no menor patamar dos últimos 9 anos. Muito impactada por um consumo elevado e crescimento da renda disponível às famílias, a inflação tem mostrado sinais marginais de aceleração e corrobora para o cenário de menor espaço para novos cortes de juros defendido pelo Banco Central. Em suma, vemos um país com inflação corrente dentro da banda superior da meta, mas com políticas de gastos públicos que sugerem uma elevação da demanda agregada à frente e, conseqüentemente, uma reaceleração dos níveis de preços. Nesse sentido, temos optado por posicionarmos os portfólios de forma menos exposta a ativos de risco e que possam se proteger de um cenário de inflação mais alta.

Focus - 04/07/2024				
Mediana - Agregado	2024		2025	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	3,90	4,01	3,77	3,89
PIB (var. %)	2,07	2,09	2,00	1,97
Câmbio (R\$/US\$)	5,05	5,20	5,07	5,20
SELIC (% a.a.)	10,25	10,50	9,25	9,50

No curto prazo, nossa atenção se volta para as mudanças que o Banco Central terá ao final do mandato do atual presidente, Roberto Campos Neto, e quais serão as diretrizes e influências políticas a que o novo quadro de membros votantes estará exposto. Torcemos para que o cenário à frente seja pautado por uma clara divisão de responsabilidades e seriedade na condução de nossa política monetária para que assim voltemos a ver um cenário propício para a alocação de capital na economia real e, conseqüentemente, um ambiente benéfico para a sociedade brasileira. Seguimos vendo os múltiplos de preços no Brasil em patamar descontado e com potenciais de retorno

interessantes. Ainda assim, a evolução do cenário de queda de juros lá fora e, principalmente, uma melhora do nosso cenário interno com endereçamento das nossas questões fiscais são totalmente dependentes para a materialização de uma melhora consistente nos ativos.

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 beneficiam 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	+1						↑
Pré-Fixado	+1						=
Inflação	+2						=
Multimercados	-2						↓
Renda Variável	0						=
Alternativos	-1						=

Comentários das Estratégias		
Classes de ativos	Escala	View
Pós-Fixado	+1	Optamos por elevar nossas posições em nível acima do neutro na classe. Nossa visão é de que novas reduções na taxa Selic dependerão de uma melhora no contexto global e, principalmente de uma evolução positiva do quadro fiscal no Brasil.
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	-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	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 overweight.
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.