



ETHOS
INVESTIMENTOS
FAMILY OFFICE

CARTA MENSAL

Janeiro 2025



MERCADO INTERNACIONAL

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Indicador	Últ. Cotação	jan-25	2025
CDI	13,15%	1,06%	1,06%
Ibovespa	126.135	4,86%	4,86%
Dólar	5,841	-5,45%	-5,45%
EUA Juros 10 anos	4,57%	-0,01%	-0,01%
S&P 500	6.041	2,70%	2,70%
Petróleo Brent (USD)	76,77	2,59%	2,59%

Mercado Internacional

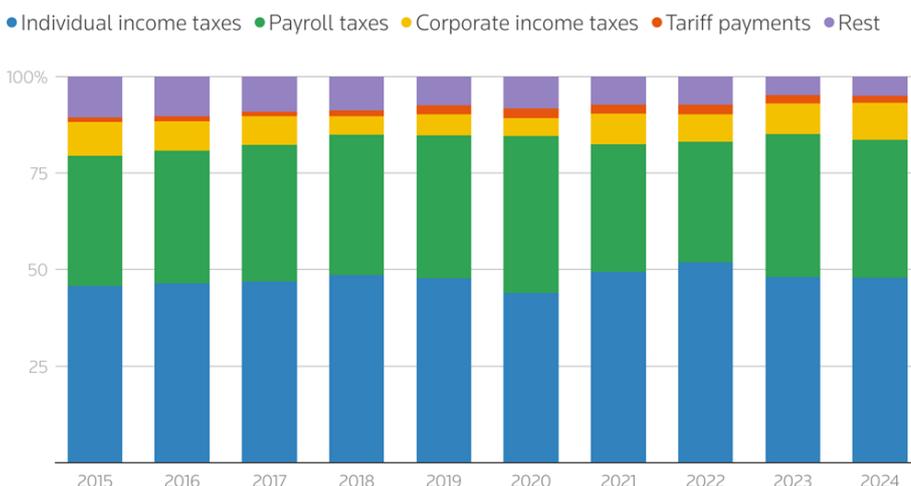
Guerra comercial ou só um blefe?

O mês de janeiro foi marcado pelo retorno de Donald Trump à Casa Branca. Cumprindo suas promessas de campanha, o presidente reativou sua agenda protecionista com medidas que alteram a relação dos Estados Unidos com seus principais parceiros comerciais. Destaque para a imposição de tarifas generalizadas sobre importações do México, do Canadá e da China, justificadas como instrumentos para conter o tráfico de fentanil e reduzir a imigração ilegal. Apesar da rápida suspensão das tarifas contra México e Canadá, após respostas diplomáticas que indicaram disposição de ambos para medidas paliativas de controle fronteiriço, as negociações e seus efeitos econômicos devem se prolongar nos próximos meses. No caso da China, porém, as tarifas foram seguidas de retaliações proporcionais, reavivando a guerra comercial observada em seu primeiro mandato.

Nos últimos 12 meses, as importações americanas desses três países somaram cerca de 4,5% do PIB dos EUA, totalizando aproximadamente USD 1,35 trilhão. Ao pensarmos nos impactos primários dessas imposições, é difícil descartar sua pressão nos preços, impactando tanto a inflação ao produtor quanto ao consumidor. Movimento que pode ocorrer em um contexto de inflação persistentemente acima da meta da Federal Reserve, um mercado de trabalho ainda apertado e uma economia aquecida, sustentada principalmente pelo dinamismo do consumo.

Seria esse o fim do “pouso suave”, já discutido em nossas cartas anteriores?

Historicamente, a receita gerada por tarifas corresponde a uma pequena parcela do orçamento federal, o que levanta dúvidas sobre sua eficácia em compensar as possíveis reduções de impostos para empresas e indivíduos, propostas na campanha de Trump. Rever gastos elevados em programas como Previdência Social, Medicare e defesa parece ser um ponto ainda fora dos holofotes da atual administração.



Note:

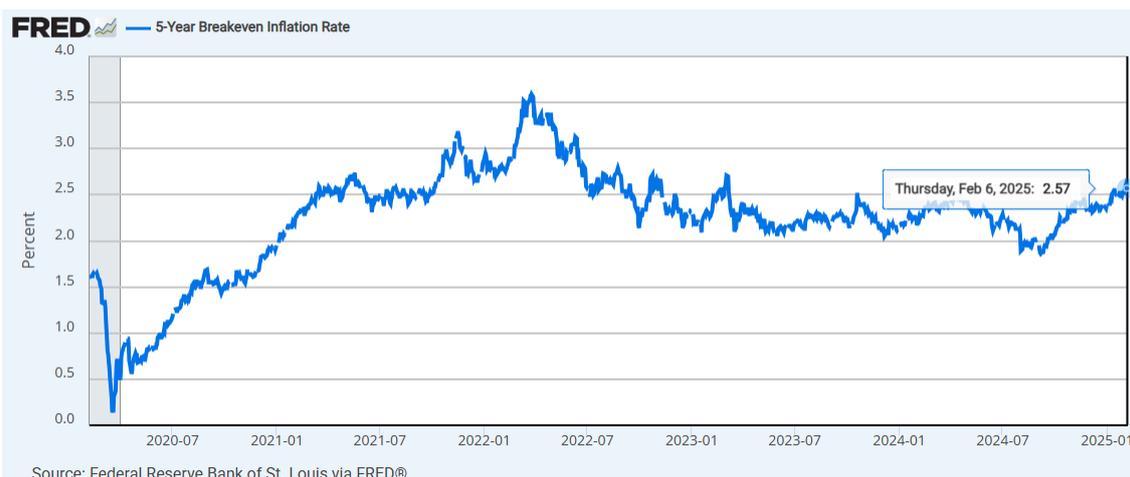
By Dan Burns • Source: Treasury Department, Fiscal Service

Proporção da arrecadação de impostos nos EUA por fonte de receita. Tarifas em laranja. Fonte: LSEG.

O foco agora está em entender os impactos dessas políticas na atividade econômica e, por consequência, nos preços dos ativos. Nossa percepção atual varia a depender do prazo. No curto prazo (1ª fase), a imposição das tarifas e as negociações bilaterais podem beneficiar a produção interna, reduzindo a concorrência externa. Esse efeito é reforçado pelas propostas de desregulamentação e pelos cortes de impostos anteriormente citados, que dão suporte a uma atividade econômica que já cresce acima de seu PIB potencial. Já em uma perspectiva de médio e

longo prazo (2ª fase), o elevado déficit orçamentário dos EUA, combinado com o risco de reaceleração inflacionária, deve levar a uma necessidade de aperto das condições financeiras e consequente enfraquecimento da atividade econômica.

Ainda que o desfecho seja incerto, nossas percepções indicam um cenário que exige cautela em alocações de renda fixa de prazos mais longos. Fatores como o protecionismo, o endurecimento das regras de imigração, os cortes de impostos com compensação fiscal incerta e a continuidade do processo de desalavancagem do balanço do FED (quantitative tightening) podem pressionar as taxas dos títulos de médio e longo prazos para patamares mais altos além de acelerar as expectativas de inflação, atualmente precificadas pelos mercados em patamar próximo à 2,5% a.a.



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis via FRED®
Inflação implícita de 5 anos. Fonte: Federal Reserve de St. Louis.

No campo da política monetária, o FED decidiu, em sua última reunião, interromper o ciclo de cortes de juros nos EUA, mantendo a taxa básica entre 4,25% e 4,50% ao ano. A decisão veio acompanhada de um discurso firme de Jerome Powell, ressaltando a preocupação do comitê com o a desaceleração no processo de convergência da inflação para a meta. Além disso, os dados ainda robustos do mercado de trabalho, mostrando crescimento persistente dos salários, levaram os mercados a ajustarem suas projeções, indicando uma trajetória ainda descendente para os juros em 2025, mas com o primeiro corte esperado apenas no segundo semestre. Atualmente, as curvas futuras precificam menos de dois cortes este ano e começam, gradualmente, a incorporar os impactos das políticas que aqui discutimos.

Na Europa, a preocupação com a fraca atividade econômica do bloco tem superado os receios em relação à inflação de serviços ainda elevada. Esse cenário levou o BCE a realizar mais um corte de 0,25% na taxa básica de juros em janeiro, reduzindo-a para 2,75% ao ano. As projeções de mercado indicam a continuidade desse movimento nas próximas reuniões, enquanto novos dados industriais seguem fracos e as ameaças de novas tarifas impostas pelos EUA adicionam pressão aos cortes adicionais. Mantemos uma visão cautelosa em relação aos ativos europeus, dada a dependência de estímulos monetários para impulsionar a atividade e os riscos associados à desvalorização cambial, impulsionada pela redução do diferencial de juros em relação a outras economias desenvolvidas.



MERCADO LOCAL

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Mercado Local

Alívio parcial.

O movimento de recuperação de parte dos ativos locais em janeiro trouxe alívio aos investidores. Assim como a bolsa, o real também apresentou uma forte valorização no mês. Mais importante do que essa recuperação, buscamos aqui identificar alguns dos principais fatores macroeconômicos, tanto externos quanto internos, que podem ter contribuído para esse movimento:

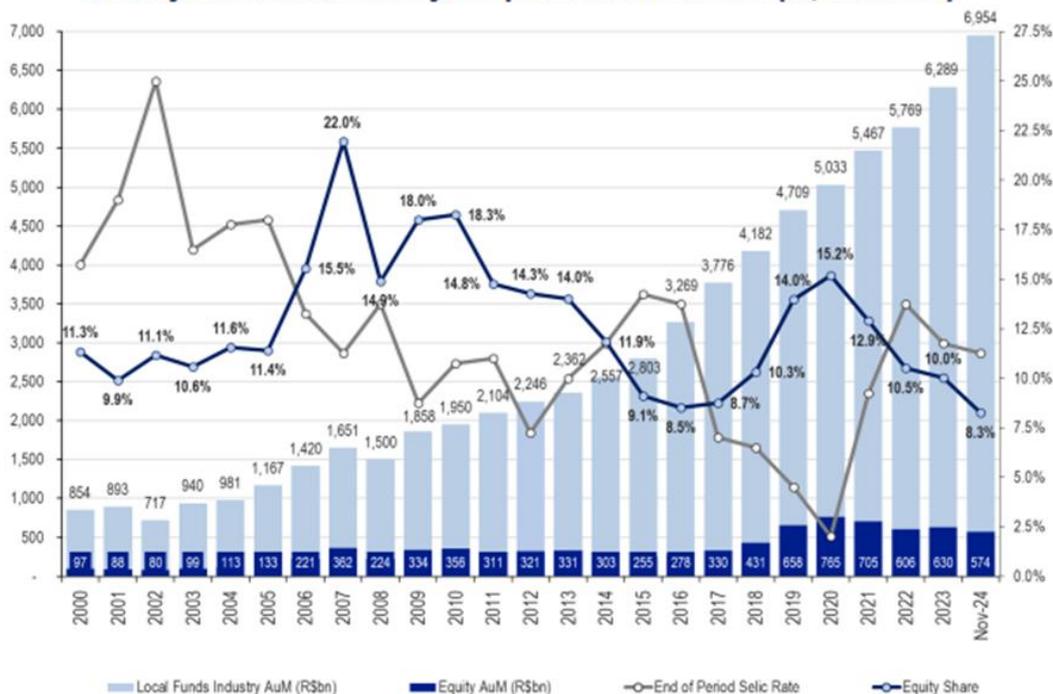
1 – As reações ao protecionismo americano:

As diretrizes adotadas por Trump podem levar a um comércio global menos integrado, o que faz com que parte dos agentes busque alternativas de parcerias comerciais para preencher as lacunas deixadas pelos EUA nas cadeias de suprimentos globais. Nesse contexto, países emergentes poderiam se beneficiar, absorvendo parte da demanda por insumos dos países diretamente envolvidos na guerra comercial. O Brasil poderia ser um desses casos.

2 – Os múltiplos descontados e um mercado ainda “leve”:

Historicamente, os ativos de risco brasileiros continuam negociados a preços descontados. O Ibovespa, em dólares, está precificado em aproximadamente 50% de suas máximas atingidas em 2008. Os múltiplos de preço/lucro permanecem abaixo de 8, cerca de um quarto dos níveis do S&P 500 na mesma métrica. Do lado dos investidores, a participação de ações nos portfólios dos gestores institucionais segue abaixo das mínimas registradas em 2016. Nesse cenário, movimentos de curto prazo tendem a ser intensos, ainda que passageiros.

Alocações anuais em ações por fundos locais (R\$ bilhões)



Nível de alocações em ações por fundos locais. Fonte: BTG Pactual.

3 – A ausência de ruídos em Brasília:

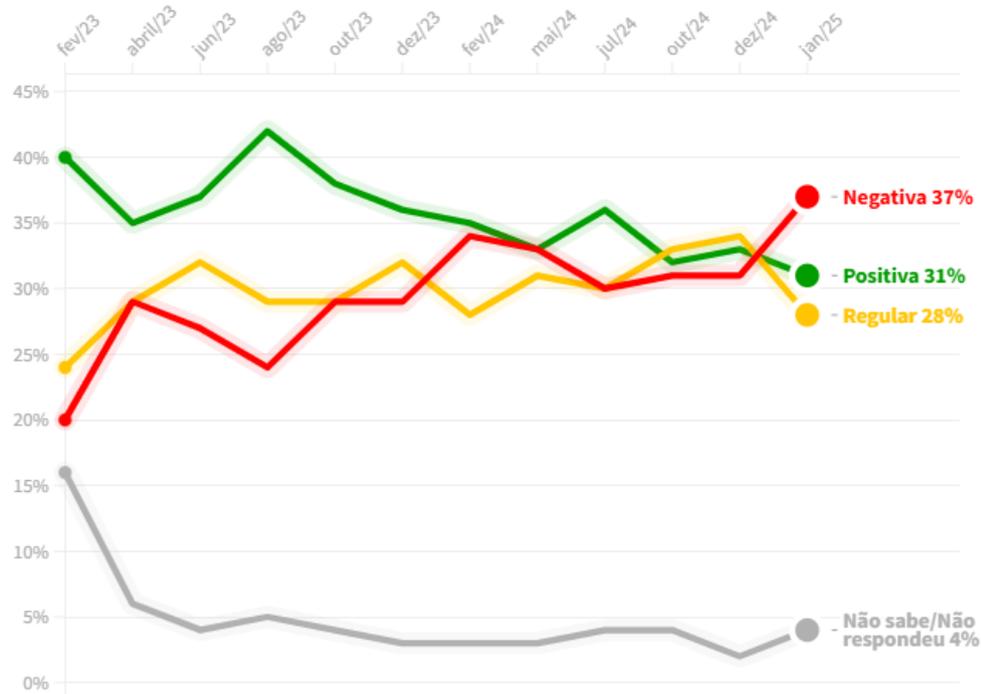
O recesso parlamentar pode ter sido um fator relevante para esse alívio. Após a aprovação do pacote fiscal no fim do ano passado, poucas informações relevantes surgiram que pudessem impactar significativamente nossa situação fiscal, além do já conhecido interesse do governo em modificar a faixa de isenção do IRPF em 2025. O tom das declarações do Executivo também se mostrou mais moderado, indicando, ao menos por ora, menor disposição para novas medidas de estímulo fiscal.

4- A tese da alternância de poder:

Ainda que de forma sutil, a recente perda de popularidade do governo foi percebida como um sinal positivo pelo mercado, sugerindo uma possível alternância no comando do Executivo na próxima eleição. Alguns eventos reforçam essa conjectura:

- a) As repercussões negativas nas redes sociais em relação à falsa narrativa de que o governo pretendia "taxar as transações do Pix". Diante da reação, o governo recuou rapidamente, cancelando as medidas que pretendiam apenas intensificar a fiscalização sobre transações de maior valor realizadas via fintechs.
- b) Pesquisas eleitorais e de aprovação do governo recentes indicam uma queda na popularidade da administração atual, acompanhada por um aumento nas intenções de voto em potenciais candidatos da oposição.
- c) A aceleração da inflação dos alimentos, impulsionada tanto pela depreciação cambial acumulada no ano passado quanto pela forte demanda interna resultante dos estímulos fiscais. Esse cenário começa a afetar o poder de compra da população, especialmente a de menor renda.

Avaliação do governo Lula



Pesquisa de avaliação do Governo. Fonte: Genial/Qaest. Elaboração CNN.

Importante observar que os fatores que aqui listamos ainda foram insuficientes para mudar nossa situação macroeconômica corrente bem como trazer sustentação a uma melhora substancial em outros ativos locais.

Na renda fixa, por exemplo, os juros nominais e reais nas curvas futuras seguem em patamares extremamente elevados. Os títulos indexados ao IPCA continuam negociando em níveis próximos aos observados no fim do governo Dilma.

Focus - 07/02/2025				
Mediana - Agregado	2025		2026	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	5,00	5,58	4,05	4,30
PIB (var. %)	2,02	2,03	1,80	1,70
Câmbio (R\$/US\$)	6,00	6,00	6,00	6,00
SELIC (% a.a.)	15,00	15,00	12,00	12,50

Do lado da atividade econômica e da política monetária, também há poucas mudanças de trajetória. O desemprego permanece baixo, enquanto a inflação acelera gradualmente devido ao consumo aquecido. O saldo de transações correntes segue negativo, refletindo essa dinâmica. O Copom elevou a taxa Selic em 100 pontos-base na

última reunião, para 13,25% a.a., e sinalizou um novo ajuste de mesma magnitude na próxima reunião, deixando aberta a possibilidade de um aumento adicional caso a inflação continue sua trajetória de alta projetada pelo mercado. Isso poderia levar a Selic a uma taxa terminal próxima de 15% a.a., um nível altamente restritivo, com impactos negativos sobre a atividade econômica.

Nossa percepção é que, à medida que nos aproximamos do próximo ciclo eleitoral, os debates sobre a situação fiscal do país e os efeitos do aperto monetário sobre o crescimento econômico devem ganhar mais relevância. Mantemos uma visão cautelosa para os portfólios e para o desempenho sustentável dos ativos locais. Ainda dependemos de mudanças estruturais para que o alívio observado em janeiro se torne duradouro e consistente o suficiente para fomentar alocações mais direcionadas à economia real.

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 - janeiro/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 somado às incertezas sobre os impactos das políticas fiscais, tarifárias e imigratórias nos EUA motiva nossa visão otimista com posicionamento em títulos de curto prazo. O atual carregamento do caixa com taxas próximas aos 4,25% a.a. oferece um colchão de rentabilidade com menor risco de duração aos portfólios.

Treasury (+1)

Diante do atual cenário, optamos por manter nossas alocações em nível overweight com destaque positivo para títulos que ofereçam retornos atrelados à inflação. Com relação às alocações pré-fixadas, nossa preferência segue sendo por títulos com prazos médios mais curtos.

Investment Grade (0)

Apesar dos níveis de spread não se mostrarem atrativos em termos históricos, o elevado nível das taxas de juros associado à perspectiva de continuidade do bom desempenho da atividade econômica nos EUA favorece nossa decisão de manter as posições na classe em nível neutro.

High Yield (-1)

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

Equities US (0)

Apesar de valuations esticados, optamos por uma visão neutra com a classe devido às boas perspectivas macro associadas a uma agenda de desregulamentação forte que deverá favorecer o crescimento dos lucros no curto prazo.

Equities Europe (-2)

A fraca atividade econômica do bloco em meio a um cenário de maior incerteza sobre possíveis barreiras tarifárias indicam uma perspectiva underweight 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 novas mudanças em nosso posicionamento.

Alternatives (+1)

Optamos por manter nosso posicionamento na classe de alternativos no nível acima do neutro visando principalmente estruturas que protejam as carteiras em um ambiente mais incerto advindo da intensificação dos conflitos geopolíticos no mercado global e outros instrumentos que se beneficiem de um ambiente de contínua elevação dos níveis de preços.

Alocação Tática Local:

Resultado do Comitê - janeiro/2025					
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.

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. Gostamos de posições com duração próxima à 2 anos.

Inflação (+2)

O elevado nível das taxas reais nos ativos indexados ao IPCA parece-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 a performance 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.