



**ETHOS**

INVESTIMENTOS  
FAMILY OFFICE

# CARTA MENSAL

Outubro 2024



# MERCADO INTERNACIONAL

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

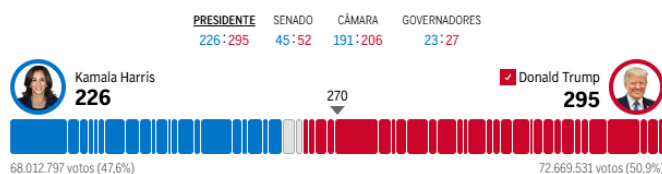
[www.ethosinvestimentos.com.br](http://www.ethosinvestimentos.com.br)

Indicador	Últ. Cotação	out-24	2024
CDI	10,65%	0,93%	8,99%
Ibovespa	129.713	-1,60%	-3,33%
Dólar	5,7867	6,21%	19,26%
EUA Juros 10 anos	4,28%	0,49%	0,42%
S&P 500	5.705	-0,99%	19,62%
Petróleo Brent (USD)	73,17	1,96%	-5,07%

## Mercado Internacional

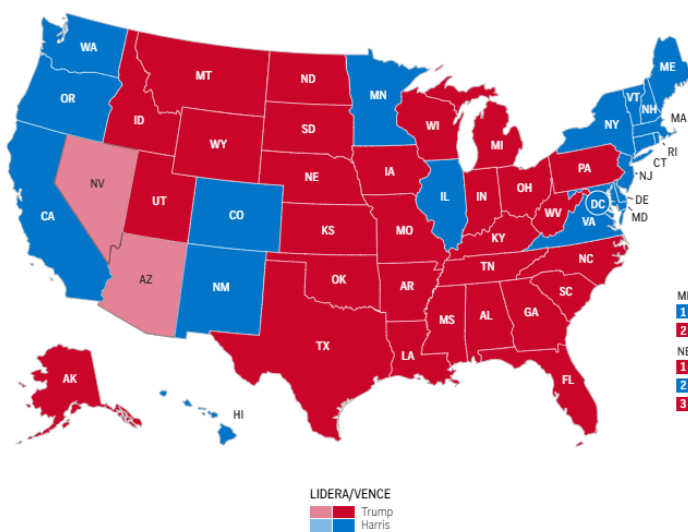
### What does it mean to be "great again"?

Em um sinal claro do eleitorado à direita, Donald Trump venceu a eleição presidencial nos Estados Unidos, não apenas pela quantidade de delegados, mas também no voto popular. O Partido Republicano volta a ganhar força, com maioria na Câmara e no Senado. Algo não visto desde 2017, a chamada "onda vermelha" poderá trazer impactos importantes aos mercados e na dinâmica da economia americana ao longo dos próximos anos. Tentemos aqui esboçar alguns desses prováveis impactos, além de relembrar algumas provocações pertinentes ao atual momento da economia global.



## Eleição Presidencial 2024

Mapa Nacional



Geográfico Eleitorais

Atualizado 7 de nov. de 2024, 12:33

\*Resultado eleitoral dos Estados Unidos. Fonte: Valor - Globo.

Tal qual seu primeiro mandato como presidente, Trump defende uma plataforma protecionista com menor regulamentação na atividade empresarial dos EUA, direcionando as elevações tarifárias principalmente contra a China e ressuscitando a pauta da Guerra Comercial. De maneira secundária, economias com atividade em momento mais frágil, como a europeia, também poderão ser prejudicadas. Ao mesmo tempo, a renovação das propostas de redução de impostos às empresas americanas deverá beneficiar os lucros no curto prazo, ao passo em que promove a atividade interna.

Olhando para infraestrutura e mercado de trabalho nos EUA, nossas percepções são duais. A campanha do presidente eleito focou em elevar os gastos de infraestrutura em regiões industriais e rurais; pacotes que beneficiem



setores como construção, manufatura e energia podem ser esperados e trazem consigo uma expectativa positiva para a continuidade do bom desempenho do mercado de trabalho. No entanto, o provável endurecimento da política imigratória preocupa, dado o impacto na necessidade de trabalhadores para a base do mercado de trabalho, ao reduzir o número de entrantes, especialmente nas camadas de menor especialização. Acreditamos haver aqui mais um vetor inflacionário.

E o fiscal?

Já comentamos antes sobre nossas preocupações acerca do elevado déficit orçamentário dos EUA e o crescente endividamento público. Embora uma congruência política entre Executivo e Legislativo possa ser favorável à aprovação de medidas que reduzam o endividamento, especialmente durante o início do próximo governo, as propostas apresentadas até aqui indicam que o tema não será pauta prioritária. Pelo contrário, o cenário se desenha para continuidade dos gastos e redução das receitas. Ainda que haja alguma elevação via tarifas para produtos importados, o saldo é negativo. Com isso em mente, enxergamos um cenário que tende a beneficiar a força do dólar por conta das práticas comerciais, ao mesmo tempo em que tira o valor real da moeda, considerando o aumento do endividamento, pressão sobre os níveis de preços e, conseqüentemente, a possibilidade de taxas de juros estruturalmente mais altas.

	Percentage of GDP					Billions of dollars			
	Average, 1974–2023	Actual, 2023	2024	2025	2034	Actual, 2023	2024	2025	2034
<b>Revenues</b>	<b>17.3</b>	<b>16.5</b>	<b>17.2</b>	<b>17.0</b>	<b>18.0</b>	<b>4,441</b>	<b>4,890</b>	<b>5,038</b>	<b>7,459</b>
Individual income taxes	8.0	8.1	8.6	8.6	9.7	2,176	2,447	2,550	4,021
Payroll taxes	6.0	6.0	5.9	5.8	5.9	1,614	1,678	1,737	2,455
Corporate income taxes	1.8	1.6	1.8	1.6	1.2	420	525	490	507
Other	1.5	0.9	0.8	0.9	1.2	230	239	260	476
<b>Outlays</b>	<b>21.0</b>	<b>22.7</b>	<b>24.2</b>	<b>23.5</b>	<b>24.9</b>	<b>6,123</b>	<b>6,880</b>	<b>6,975</b>	<b>10,305</b>
Mandatory	11.0	13.9	14.7	13.9	15.3	3,747	4,191	4,127	6,336
Social Security	4.4	5.0	5.1	5.2	6.0	1,348	1,452	1,549	2,478
Major health care programs	3.4	5.8	5.8	5.7	6.8	1,556	1,654	1,690	2,821
Medicare	2.1	3.1	3.2	3.1	4.2	832	903	935	1,735
Medicaid, CHIP, and marketplace subsidies	1.3	2.7	2.6	2.5	2.6	724	750	755	1,086
Other mandatory	3.2	3.1	3.8	3.0	2.5	843	1,086	889	1,037
Discretionary	8.0	6.4	6.3	6.2	5.5	1,719	1,797	1,832	2,259
Defense	4.2	3.0	3.0	3.0	2.8	806	849	905	1,144
Nondefense	3.7	3.4	3.3	3.1	2.7	913	948	928	1,115
Net interest	2.1	2.4	3.1	3.4	4.1	658	892	1,016	1,710
<b>Total deficit (-)</b>	<b>-3.7</b>	<b>-6.2</b>	<b>-7.0</b>	<b>-6.5</b>	<b>-6.9</b>	<b>-1,683</b>	<b>-1,990</b>	<b>-1,938</b>	<b>-2,846</b>

Projeções de déficit orçamentário nos EUA. Fonte: Congressional Budget Office.

Não pode com eles? Junte-se a eles.

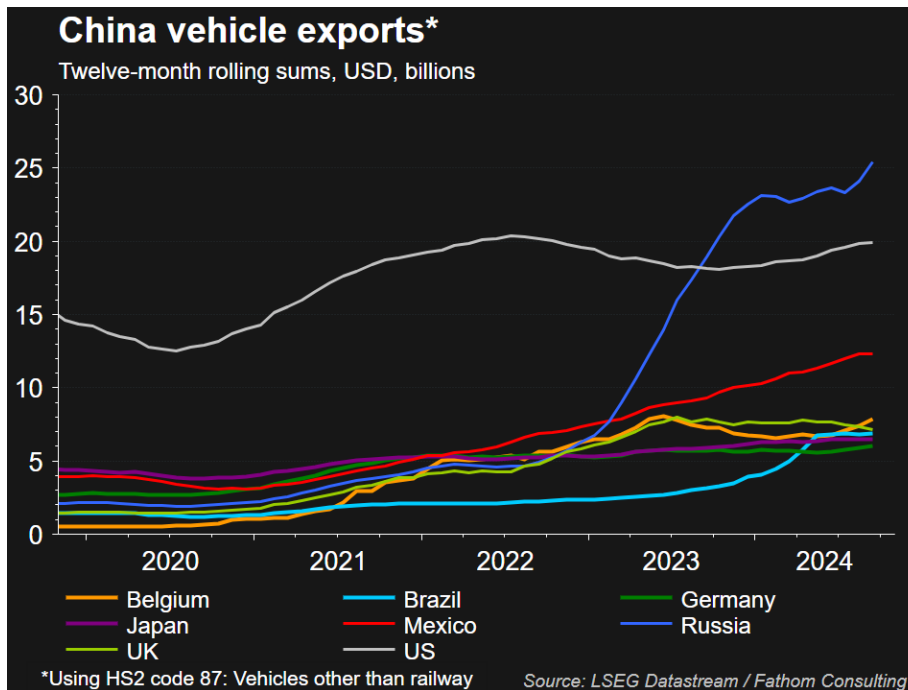
Como alocadores, não há como ignorar a importância e hegemonia que os EUA exercem na atividade econômica global. Um quarto de toda a riqueza mundial encontra-se em solo americano. Como sempre fizemos, seguimos defendendo a elevada importância da exposição a ativos fora do Brasil, especialmente nos EUA, para a preservação do capital, diversificação e crescimento patrimonial de nossos clientes. Acreditamos fortemente que os próximos quatro anos não serão diferentes do que vimos até aqui. Diversificação, principalmente geográfica, é questão de sobrevivência.

No início de novembro, o FED optou por reduzir novamente sua taxa básica de juros em 0,25%, para o patamar de 4,50%-4,75% a.a. Apesar da redução no ritmo dos cortes, as taxas futuras indicam uma continuidade desse processo nas próximas reuniões, em meio ao cenário de inflação mais controlada e que se aproxima das metas do Banco Central de 2% a.a. No lado da atividade e do mercado de trabalho, os números continuam mostrando uma economia saudável, sustentada principalmente pelo consumo e serviços. Nos próximos meses, estaremos atentos à evolução dos dados, especialmente no mercado de trabalho, para avaliar o impacto do afrouxamento monetário e sua eficácia na promoção de um “pouso suave” da atividade.

No continente europeu, a continuidade do processo de redução das taxas de juros parece seguir uma trajetória compatível com uma atividade econômica ainda fraca e de níveis inflacionários controlados. Em sua última decisão, o BCE cortou novamente sua taxa de juros em 0,25%, levando-a ao patamar de 3,25% a.a. No momento em que escrevemos esta carta, os mercados precificam uma sequência de reduções de mesma magnitude para as próximas três reuniões e demonstram apetite para um ciclo de cortes maior do que o previsto nos Estados Unidos.

Em nossa avaliação, o movimento parece condizente, considerando os níveis baixos na atividade industrial e uma inflação que já se encontra dentro das metas do BCE no acumulado dos últimos 12 meses, ou seja, 2% a.a.

Na China, os primeiros efeitos do pacote de estímulos anunciado entre setembro e outubro já começam a mostrar resultados positivos para o crescimento de curto prazo. Dados preliminares dos setores industrial e de serviços indicaram uma recuperação em outubro, favorecendo as perspectivas para o cumprimento da meta de crescimento do PIB de 5% neste ano. Ainda assim, permanecem dúvidas sobre novos estímulos fiscais que incentivem o consumo interno e promovam um crescimento estrutural e sustentável. Temos observado com atenção o avanço da China em setores industriais que demandam maior desenvolvimento tecnológico, como o de veículos e infraestrutura energética limpa, como uma fase de transição na matriz econômica do país, além de monitorar os principais setores impactados por esse movimento, especialmente na indústria europeia.



Valor dos veículos chineses exportados e seus destinos (em Bi de USD). Fonte: LSEG.



# MERCADO LOCAL

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

[www.ethosinvestimentos.com.br](http://www.ethosinvestimentos.com.br)

### Mercado Local

Por aqui, a dinâmica dos ativos segue transitando por um período de pessimismo em relação ao fiscal e observância aos dados correntes, que continuam a mostrar força na atividade econômica. O resultado das eleições municipais de outubro contribui para essa pressão, evidenciando o claro posicionamento do eleitorado em direção à centro-direita nas principais capitais do país.

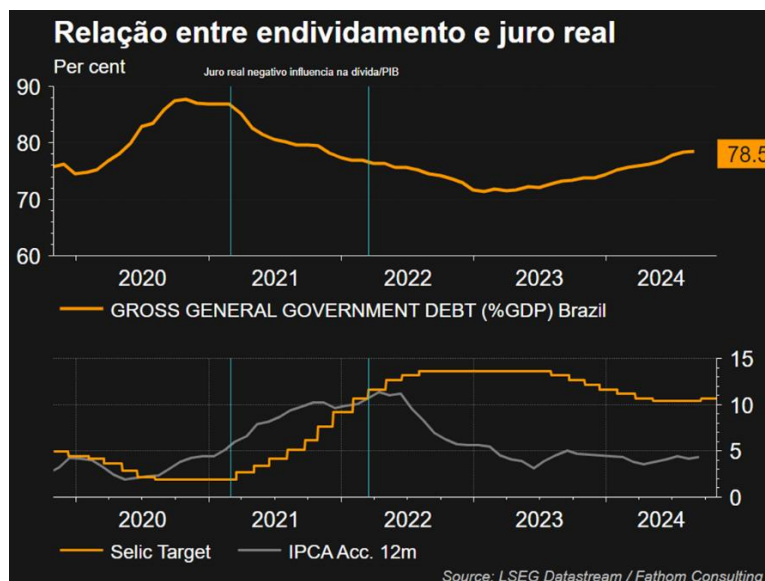
#### Vivemos uma sinuca de bico.

De um lado, temos um governo que já gastou boa parte de seu capital político para aprovar medidas arrecadatórias — e, vale lembrar, não recorrentes — para elevar seus gastos e promover um forte crescimento econômico de curto prazo. Deu certo. O PIB corrente continua surpreendendo para cima, a taxa de desemprego está no menor patamar da série histórica, e os níveis de arrecadação de impostos batem recordes. O Executivo quer mais. Mais crescimento e mais gastos geram mais popularidade, especialmente com a proximidade da eleição. Uma das principais propostas seria o aumento da faixa de isenção do imposto de renda para pessoas físicas que ganham até R\$ 5 mil por mês, o que, estima-se, impactaria os cofres públicos em cerca de R\$ 60 bilhões.

Por outro lado, há a conta de tudo isso. O endividamento público segue crescendo, e, apesar do elevado patamar de receitas oriundas das medidas já aprovadas, as despesas nominais do país crescem em ritmo mais acelerado, e o espaço que sobra no orçamento para os gastos discricionários do governo deve ficar menor nos próximos anos. A força da atividade econômica de curto prazo tem gerado aumento da inflação corrente, e as expectativas desancoradas elevam a precificação de nossas taxas de juros, o que acaba por aumentar as despesas públicas com o custo da dívida.

Nossos ativos têm sentido a força dessa disputa e ainda aguardam uma solução. Do lado da moeda, o real segue se desvalorizando frente ao dólar e não é ajudado pela dinâmica externa. Na renda fixa, a elevação das taxas de juros impacta diretamente os detentores de títulos através da marcação a mercado negativa dos papéis, com as taxas futuras para os próximos meses em patamar próximo de 13% a.a. Nos títulos atrelados à inflação, o juro real pago pelos papéis se aproxima de 7% a.a, em uma espiral de elevação que não víamos desde o final do período Dilma, em 2016. Do lado da bolsa, a performance segue negativa no ano, mesmo com a boa dinâmica dos resultados corporativos e múltiplos de preços em patamar historicamente depreciado. Precisamos de boas novas para sair dessa sinuca.

A pressão recai sobre Brasília e deverá ser acompanhada de perto nos próximos meses, até entendermos qual caminho será tomado. Ou se encurtam as rédeas fiscais através de uma proposta crível e com fundamentos duradouros e assim poderemos vislumbrar um cenário positivo para o desempenho de nossos ativos, ou o cenário toma um rumo bem diferente e nada favorável. Os juros podem se soltar das amarras, e o país enfrentar uma dinâmica de taxas reais negativas para tentar controlar o endividamento. Já vimos isso acontecer em outros momentos no Brasil, e sabemos o quanto é prejudicial à nossa atividade econômica e à concentração de renda no país.



Evolução da dívida bruta/PIB Brasileira (acima) e evolução da taxa Selic e inflação (abaixo). Fonte: LSEG.

Focus - 01/11/2024				
Mediana - Agregado	2024		2025	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
<b>IPCA (%)</b>	<b>4,38</b>	<b>4,59</b>	<b>3,97</b>	<b>4,03</b>
<b>PIB (var. %)</b>	<b>3,00</b>	<b>3,10</b>	<b>1,93</b>	<b>1,93</b>
<b>Câmbio (R\$/US\$)</b>	<b>5,40</b>	<b>5,50</b>	<b>5,39</b>	<b>5,43</b>
<b>SELIC (% a.a.)</b>	<b>11,75</b>	<b>11,75</b>	<b>10,75</b>	<b>11,50</b>

Em sua última decisão de política monetária, o Copom elevou novamente a Selic, agora em um ritmo mais forte, para 11,25% a.a., com um aumento de 0,50%. Esse movimento reflete a atual situação em que, além da inflação corrente ter voltado a pressionar os níveis de preços para um patamar próximo ao teto da meta, as expectativas futuras desancoradas também trazem preocupação. Nas suas projeções para os próximos trimestres, o chamado horizonte relevante, o Copom continua a prever uma alta do IPCA em níveis superiores ao centro da meta de 3% a.a.

Nesse contexto, embora estejamos atentos a possíveis mudanças na postura mais restritiva de juros adotada pelo Banco Central a partir do próximo ano, enxergamos um cenário de curto prazo compatível com uma taxa de juros mais elevada.

Mantemos uma visão cautelosa de médio prazo sobre os ativos de risco no Brasil, ao passo que seguimos mais construtivos em relação à renda fixa, que deve se beneficiar da continuidade do ciclo de aperto monetário, além de oferecer proteção contra uma possível dificuldade no arrefecimento da inflação.

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](http://www.ethosinvestimentos.com.br)

### Alocação Tática Global:

Resultado do Comitê - outubro/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 (+1)

A elevação recente das taxas futuras precificadas nas curvas de juros voltou a demonstrar prêmios que julgamos interessantes para a classe. Diante do atual cenário, optamos por manter nossas alocações em nível overweight.

#### Investment Grade (+1)

Apesar dos níveis de spread não se mostrarem atrativos em termos históricos, o elevado nível das taxas de juros associado à boa perspectiva de desempenho da atividade econômica nos EUA favoreceu nossa decisão de elevar as posições na classe para um nível acima do 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 (-1)

Preferimos manter nossa alocação em níveis underweight diante do baixo prêmio de risco histórico quando comparamos as perspectivas de retornos via lucros com os atuais níveis de taxas da renda fixa. 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 a 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 novas mudanças em nosso posicionamento.

#### Alternatives (0)

Optamos por manter nosso posicionamento na classe de alternativos no 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 - outubro/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.