



**ETHOS**  
INVESTIMENTOS  
FAMILY OFFICE

# CARTA MENSAL

Novembro 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	nov-24	2024
CDI	11,15%	0,79%	9,85%
Ibovespa	125.668	-3,12%	-6,35%
Dólar	5,973	3,22%	23,10%
EUA Juros 10 anos	4,19%	-0,09%	0,33%
S&P 500	6.032	5,73%	26,47%
Petróleo Brent (USD)	72,94	-0,31%	-5,37%

## Mercado Internacional

### Sem Black Friday: Os EUA como a melhor oferta (mesmo sem descontos).

O *Thanksgiving Day*, ou Dia de Ação de Graças, é comemorado nos EUA sempre na quarta quinta-feira de novembro. Após o feriado, o mercado consumidor americano inicia a temporada de compras natalinas com a chamada *Black Friday*, uma sexta-feira dedicada a grandes descontos no comércio varejista e em redes de armazéns. O termo ganhou notoriedade na década de 1970 e, atualmente, é sinônimo de preços atrativos no comércio global.

No entanto, ao observarmos o contexto econômico americano, não há espaço para "promoções". O otimismo continua em destaque, impulsionado pelo anúncio de parte do secretariado do presidente eleito Donald Trump. As perspectivas indicam continuidade do cenário de atividade econômica forte, sustentado por consumo elevado, níveis de endividamento do consumidor historicamente confortáveis em meio ao crescimento de renda e um ambiente de juros menos restritivos nos próximos meses.

O S&P 500 segue atingindo recordes históricos e caminha para uma performance anual entre as mais positivas de sua história. Observar o panorama completo é essencial. Apesar de múltiplos de preços elevados, o descompasso enfrentado pela atividade em marcha lenta na Europa e os desafios da China em redirecionar sua matriz de crescimento econômico para o consumo acabam favorecendo o fluxo de alocações de risco para os Estados Unidos. Soma-se a isso a provável implementação das medidas tarifárias propostas durante a campanha de Trump, que devem impactar essas economias.

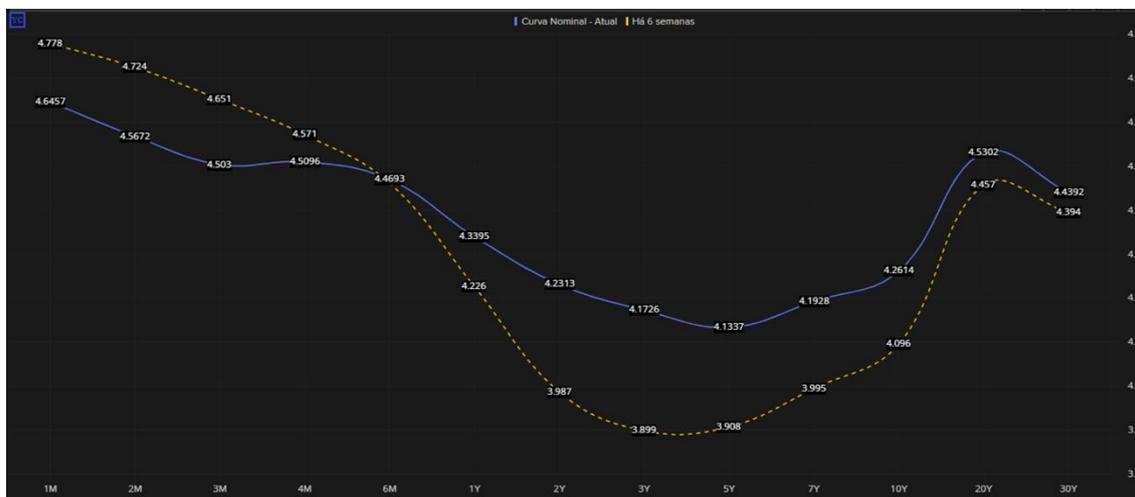
### P/L - S&P 500



Múltiplos de preço/lucro do índice S&P 500. Fonte: LSEG. Elaboração: Ethos Investimentos

Do outro lado da equação, a inflação começa a mostrar sinais de moderação no ritmo de desaceleração. No último mês, os dados do CPI indicaram uma aceleração no acumulado de 12 meses para 2,4%, acima da meta de 2%

perseguida pelo FED, com núcleos registrando leituras persistentes de 0,3% nas últimas três divulgações. Os acumulados de 12 meses dessa métrica permanecem estáveis em 3,3% e não apresentam redução desde agosto. Diante disso, o tom de cautela entre os membros do FED ganha mais força. Embora os juros nos EUA ainda permaneçam em um nível restritivo, indicadores como a moderação do crescimento do PIB observada no terceiro trimestre continuam abrindo margem para novos cortes. Ademais, uma política imigratória mais restritiva e uma política fiscal mais flexível para empresas americanas, mas menos responsável em relação ao elevado déficit orçamentário, podem trazer revisões altistas para a intensidade e velocidade desses cortes.



Curvas futuras de juros dos EUA. Atual (Azul), há 6 semanas (Amarelo). Fonte: LSEG. Data da análise: 29/11/2024.

Enxergamos um cenário que exige cautela para alocações em renda fixa de prazos mais longos, suscetíveis a alterações nas taxas de juros precificadas pelas curvas futuras. Nos próximos meses, uma composição de portfólio que se beneficie de um ambiente com inflação ainda acima das metas do FED e, ao mesmo tempo, capture os resultados de um cenário de elevada atividade de consumo e serviços, refletido em bons resultados corporativos, parece ser a estratégia mais adequada.

Na Zona do Euro, o cenário de atividade econômica fraca continua a chamar nossa atenção. Embora os dados de PIB deste ano tenham apresentado melhora em relação às contrações acumuladas em 2023, a atividade industrial segue mostrando fragilidade. Do lado positivo, setores de serviços e consumo trouxeram algum alívio em novembro, com sinais de leve expansão. Ainda assim, o espaço para que o BCE avance no ciclo de afrouxamento das taxas de juros se mostra amplo, diante de desafios persistentes, como o envelhecimento populacional, altos níveis de endividamento, uma economia que responde lentamente aos estímulos já implementados e a intensa competição industrial de polos exportadores da Ásia, que oferecem margens de preços mais atrativas. Apesar de múltiplos históricos de preços atrativos, seguimos cautelosos quanto às dificuldades do bloco em estimular sua economia e, consequentemente, sustentar a força de sua moeda.

Os mercados continuam à espera de novos estímulos fiscais na China, especialmente para os programas de transferência de renda. Em novembro, o suporte dado aos governos locais, voltado para redistribuir riscos entre diferentes esferas de governo, mostrou-se insuficiente para restaurar o otimismo observado na passagem de setembro. Apesar de a balança comercial ter se beneficiado de exportações antecipadas devido ao possível aumento tarifário dos EUA, o consumo interno, as importações e a inflação permaneceram enfraquecidos nos dados mais recentes. As medidas já implementadas até agora devem contribuir para a meta de crescimento de 5% estabelecida pelo partido comunista para 2024. No entanto, a sustentabilidade de um crescimento sólido e consistente na China ainda é incerta, dependendo de novos estímulos.



# 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

### A importância das expectativas.

Nossa carta de novembro poderia muito bem começar com o mesmo parágrafo que introduziu a edição de outubro: mais um mês de pressão nos ativos locais, influenciados pela dinâmica fiscal negativa, mesmo com uma fotografia atual da atividade econômica bastante positiva. Taxas de desemprego em mínimas históricas, níveis de ocupação elevados e crescimento salarial acima da inflação compõem o cenário corrente. Mas afinal, o que está incomodando no nosso quadro fiscal, e qual a importância das expectativas?

Os mercados financeiros são fortemente influenciados por expectativas, que funcionam como uma espécie de profecia autorrealizável. Empresários, investidores, fundos de pensão, bancos, formuladores de políticas e outros agentes econômicos baseiam suas decisões em percepções sobre a economia, o governo, os dados e as instituições, e principalmente, suas trajetórias futuras. Esses julgamentos, somados, moldam as expectativas que orientam decisões individuais e coletivas, movimentando capital e crescimento, influenciando preços, juros, câmbio, a bolsa e até mesmo a solvência do crédito. Governos, ao criar ou modificar regras do jogo, precisam levar em conta o impacto sobre essas expectativas.

O Brasil vive um mal momento de expectativas. A confiança do investidor estrangeiro está baixa e reflete-se em um fluxo negativo para ativos de risco no país. A bolsa segue descontada em múltiplos, mas com baixa perspectiva de valorização no curto prazo devido a um nível elevado de juros, precificado pelas curvas futuras. Nossa inflação começa a sentir os efeitos de demanda advindos dos elevados gastos públicos, que influenciam diretamente o consumo das famílias. Os dados do IPCA-15 de novembro, divulgados poucos dias antes desta carta ser escrita, já mostram uma inflação de 4,77% acumulada nos últimos 12 meses, acima da banda superior da meta de inflação de nosso Banco Central, de 4,50%. Soma-se a isso as revisões altistas para a inflação esperada no país nos próximos anos e um direcionamento por parte do governo que não se mostra disposto a colocar o pé no freio dos gastos em troca de popularidade.

Componentes	Peso no índice	11/2023	12/2023	01/2024	02/2024	03/2024	04/2024	05/2024	06/2024	07/2024	08/2024	09/2024	10/2024	12 meses
Alimentação e bebidas	21,20%	0,63%	1,11%	1,38%	0,95%	0,53%	0,70%	0,62%	0,44%	-1,00%	-0,44%	0,50%	1,06%	6,65%
Habituação	15,39%	0,48%	0,34%	0,25%	0,27%	0,19%	-0,01%	0,67%	0,25%	0,77%	-0,51%	1,80%	1,49%	6,13%
Artigos de residência	3,69%	-0,42%	0,76%	0,22%	-0,07%	-0,04%	-0,26%	-0,53%	0,19%	0,48%	0,74%	-0,19%	0,43%	1,31%
Vestuário	4,68%	-0,35%	0,70%	0,14%	-0,44%	0,03%	0,55%	0,50%	0,02%	-0,02%	0,39%	0,18%	0,37%	2,08%
Transportes	20,68%	0,27%	0,48%	-0,65%	0,72%	-0,33%	0,14%	0,44%	-0,19%	1,82%	0,00%	0,14%	-0,38%	2,46%
Saúde e cuidados pessoais	13,56%	0,08%	0,35%	0,83%	0,65%	0,43%	1,16%	0,69%	0,54%	0,22%	0,25%	0,46%	0,38%	6,20%
Despesas pessoais	10,04%	0,58%	0,48%	0,82%	0,05%	0,33%	0,10%	0,22%	0,29%	0,52%	0,25%	-0,31%	0,70%	4,10%
Educação	6,03%	0,02%	0,24%	0,33%	4,98%	0,14%	0,05%	0,09%	0,06%	0,08%	0,73%	0,05%	0,04%	6,91%
Comunicação	4,74%	-0,50%	0,04%	-0,08%	1,56%	-0,13%	0,48%	0,14%	-0,08%	0,18%	0,10%	-0,05%	0,52%	2,19%
<b>Índice geral</b>		0,28%	0,56%	0,42%	0,83%	0,16%	0,38%	0,46%	0,21%	0,38%	-0,02%	0,44%	0,56%	4,76%

Componentes do IPCA geral. Fonte: IBGE. Elaboração: Ethos Investimentos

Vamos aos fatos: No final de novembro, o Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, apresentou um pacote de medidas que visa economizar cerca de 70 bilhões de reais para os cofres públicos nos próximos dois anos. As medidas incluem ajustes no tamanho dos aumentos do salário-mínimo, em programas como o abono salarial, o benefício de prestação continuada, e um chamado “pente-fino” na concessão de outros benefícios. O tamanho do ajuste proposto é suficiente para cumprir a nova regra fiscal, caso seja capaz de gerar a economia estimada pela Fazenda. Junto com a medida, o governo também anunciou que pretende colocar em prática uma das grandes propostas de campanha do presidente Lula: o aumento da isenção do imposto de renda para pessoas com ganhos de até 5 mil reais por mês. Para compensar a renúncia fiscal dessa medida, seria criada uma alíquota adicional sobre rendimentos para aqueles que recebem acima de 600 mil reais por ano. Além das dúvidas geradas sobre como as medidas seriam implementadas e quais seriam seus reais impactos efetivos em termos de compensação e tributação de linhas de fomento ao crédito atualmente isentas para pessoas físicas, surgem questionamentos sobre o momento em que tais medidas foram apresentadas e como estas têm impactado as expectativas.

O governo viu-se pressionado a atuar em um momento de estresse nos preços de nossos ativos financeiros e da moeda. Mesmo assim, aproveitou para trazer mais um vetor de incerteza fiscal e manter um discurso claro de fomento aos gastos públicos, sem clareza sobre suas contrapartidas. O resultado disso: um contínuo aumento dos níveis de taxas pagas pelos ativos no Brasil, que já se aproximam de níveis vistos pela última vez em 2016, um aumento

# Carta Mensal

## Novembro 2024



esperado da taxa Selic para patamares superiores a 14% nos próximos 24 meses e uma taxa de câmbio em seu maior patamar de depreciação nominal da história, com o dólar superando a marca de R\$6.

Focus - 29/11/2024				
Mediana - Agregado	2024		2025	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
<b>IPCA (%)</b>	<b>4,59</b>	<b>4,71</b>	<b>4,03</b>	<b>4,40</b>
<b>PIB (var. %)</b>	<b>3,10</b>	<b>3,22</b>	<b>1,93</b>	<b>1,95</b>
<b>Câmbio (R\$/US\$)</b>	<b>5,50</b>	<b>5,70</b>	<b>5,43</b>	<b>5,60</b>
<b>SELIC (% a.a.)</b>	<b>11,75</b>	<b>11,75</b>	<b>11,50</b>	<b>12,63</b>

Voltemos aos dados correntes para refletir sobre as reações e explorar mais sobre as expectativas. Os níveis de endividamento público brasileiro se aproximam de 80% do PIB. O patamar é mais baixo que o de muitos países, mas seu crescimento esperado é acelerado e preocupa ao se destacar entre nossos pares emergentes. Ainda assim, a situação corrente de nossa atividade econômica é positiva e muito diferente do que vimos em 2016. Nosso dever fiduciário é digerir e compreender momentos mais delicados como o de agora.

O caminho que o país trilha não nos parece promissor. Embora parte das reações dos preços demonstrem que estamos à beira de um precipício, alguns exageros e demasiadas descrenças parecem embaçar os quilômetros à frente. Enxergamos um cenário ainda mais oportuno para a composição e equilíbrio de nossos portfólios, com preferência por ativos de renda fixa que se beneficiem e gerem proteção em um ambiente de continuidade da elevação nos níveis de preços e da taxa Selic.

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 - novembro/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 com destaque positivo para títulos que ofereçam retornos atrelados à inflação.

#### 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 manter as posições na classe em 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)

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 (-1)

A fraca atividade econômica do bloco em meio à um cenário de maior incerteza sobre possíveis barreiras tarifárias indicam um posicionamento 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 - novembro/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 (+2)

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 (-1)

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 (-2)

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.