CARTA MENSAL

Outubro 2026

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Outubro em Perspectiva

A inflação sempre cobra seu preço. Seja nos juros, seja no custo político. Os acontecimentos recentes no cenário internacional parecem antecipar parte dos desafios que marcarão os próximos meses da política americana. A conquista da maioria nas duas casas do Congresso pelos democratas, acompanhada de vitórias em governos estaduais tradicionalmente republicanos, revela uma mudança importante no comportamento do eleitorado. À medida que a popularidade de Donald Trump se enfraquece, cresce a insatisfação com os rumos de sua administração, especialmente diante da perda de poder de compra provocada pela persistência da inflação. A nova configuração política deverá impor obstáculos relevantes à Casa Branca. Um Congresso majoritariamente oposicionista tende a ampliar a pressão pelo encerramento do conflito no Oriente Médio — leia-se: reduzir, o quanto antes, os preços dos combustíveis e seus efeitos sobre o orçamento das famílias americanas. Ao mesmo tempo, possíveis mudanças na abordagem regulatória sobre os investimentos e gastos em infraestrutura de inteligência artificial poderão dificultar a vida do setor privado e reduzir a potência de um dos principais motores do crescimento econômico americano nos últimos trimestres.
Estaria o ambiente político começando a impor limites ao excepcionalismo econômico americano? Ainda é cedo para responder. Mas a combinação de inflação persistente, juros elevados e maior dificuldade de articulação política adiciona novos elementos de incerteza aos mercados. Entramos na reta final do ano com mais dúvidas para investidores e para o Federal Reserve, em um ambiente que parece contratar a continuidade da elevada volatilidade.

Na política monetária, o jogo dos juros altos precisará continuar sendo jogado, ao menos até segunda ordem. A inflação permanece pressionada, enquanto os impasses geopolíticos e fiscais que vêm sustentando parte dessa dinâmica seguem longe de uma solução definitiva. Ainda que existam pressões conjunturais por algum alívio, poucas mudanças estruturais justificam uma alteração relevante na postura da autoridade monetária. **O pano de fundo, portanto, permanece o mesmo: condições financeiras restritivas, menor atratividade relativa dos ativos de risco e perspectivas mais desafiadoras para a atividade econômica.** Nesse ambiente, seguimos privilegiando decisões mais conservadoras, preservando liquidez e reduzindo a exposição a movimentos adversos nas curvas de juros. Não nos parece o momento de buscar retornos adicionais mediante uma ampliação dos riscos.

No Brasil, o resultado eleitoral trouxe uma reviravolta ainda mais expressiva nas expectativas. A virada de Lula no segundo turno, contrariou parte das expectativas construídas nas semanas anteriores e provocou uma reprecificação significativa dos ativos locais. O otimismo que acompanhou o primeiro turno deu lugar a uma nova rodada de preocupações com a trajetória fiscal dos próximos anos. **Independentemente do resultado das urnas, o principal ponto de preocupação permanece sendo a ausência de propostas concretas capazes de enfrentar o grave desequilíbrio das contas públicas.** A perspectiva de continuidade de uma política fiscal expansionista, sem contrapartidas estruturais pelo lado das despesas, tende a elevar os prêmios de risco, pressionar as expectativas futuras de inflação e reduzir o espaço para uma trajetória sustentável de queda dos juros reais.

Como já discutimos em diversas ocasiões, sabemos o quanto as taxas de juros elevadas prejudicam a economia real. O crédito torna-se mais escasso e caro, os custos financeiros comprimem as margens das empresas, investimentos produtivos são postergados e o crescimento potencial da economia fica comprometido. Ao mesmo tempo, o próprio endividamento público passa a crescer de maneira mais acelerada, à medida que um estoque cada vez maior de dívida precisa ser refinanciado a taxas reais elevadas, retroalimentando a percepção de risco fiscal.

No entanto, mais importante do que criticar o remédio é compreender a enfermidade. Os juros elevados são, em grande medida, consequência. Consequência de uma política fiscal que convive com despesas obrigatórias crescentes, elevada rigidez orçamentária e pouca disposição para enfrentar as ineficiências na alocação dos recursos públicos. Não se trata simplesmente de gastar menos, mas de reconhecer que a sustentabilidade das contas públicas exige escolhas que nossos governantes vêm sucessivamente evitando. O Brasil precisa, mais do que nunca, enfrentar esse problema com seriedade e responsabilidade. Rever os mecanismos de indexação e vinculação das despesas, reavaliar a efetividade das políticas públicas, reduzir ineficiências alocativas e racionalizar gastos tributários que beneficiam setores específicos sem contrapartidas proporcionais em competitividade e produtividade são algumas das medidas que deveriam ocupar o centro do debate econômico. **Mas sabemos que o problema não é apenas técnico. É, sobretudo, político.**

Somos um país onde os benefícios são concentrados e os custos, difusos. Setores econômicos com forte capacidade de articulação política conseguem preservar subsídios, benefícios tributários e privilégios regulatórios que nem sempre se traduzem em ganhos de produtividade ou competitividade para o país. Cada cidadão paga uma pequena parcela de uma conta que, somada, representa um enorme custo para toda a sociedade. E justamente por essa dispersão, os incentivos políticos para enfrentar privilégios e distorções permanecem reduzidos. Será preciso coragem para mudar essa dinâmica. Coragem para enfrentar interesses organizados, rever benefícios historicamente concedidos e explicar à sociedade que o crescimento sustentável não poderá continuar dependendo de estímulos fiscais permanentes. Mas haverá disposição política para tomar medidas impopulares logo após uma eleição?

Por ora, as sinalizações não nos permitem grande otimismo. Sem mudanças estruturais, o resultado parece relativamente previsível: juros reais persistentemente elevados, maior concentração de renda, menor atratividade para o capital de risco, investimentos produtivos insuficientes e ganhos de produtividade cada vez mais modestos. Enquanto outras economias avançam em inovação e competitividade, corremos o risco de continuar perdendo relevância relativa.

Em outras palavras, seguiremos sendo o patinho feio entre nossos pares.

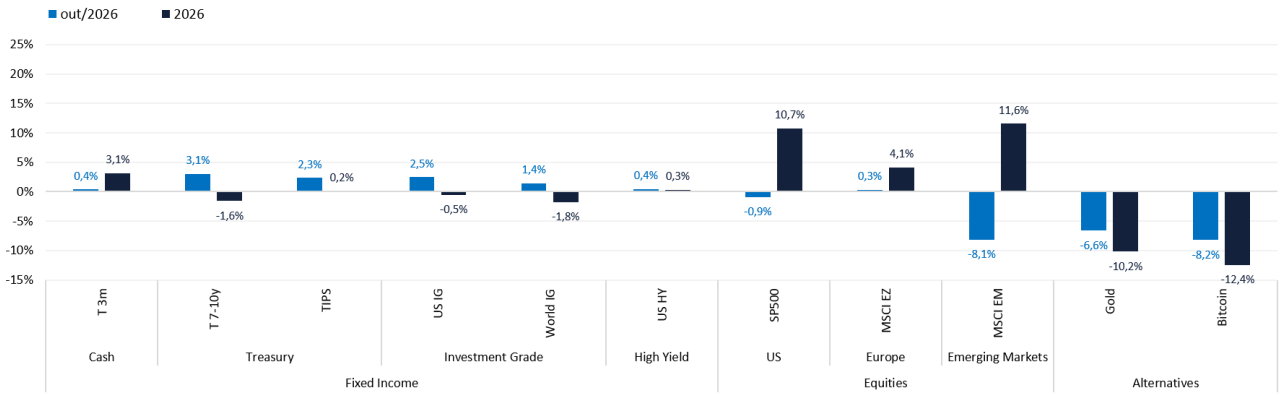
Nos portfólios, mantemos uma postura mais conservadora. Temos ampliado nossa preferência por ativos de renda fixa capazes de oferecer retornos atrativos em um ambiente de menor apetite por risco, ao mesmo tempo em que preservamos proteções contra uma eventual reaceleração inflacionária. Também permanecemos atentos à possibilidade de medidas que se aproximem de mecanismos de repressão financeira, com juros reais artificialmente comprimidos como alternativa para conter o crescimento da dívida em proporção do PIB.

Nesse contexto, reforçamos uma convicção que há muito defendemos em nossas cartas: a diversificação geográfica e monetária não é apenas uma ferramenta de otimização de retornos, mas uma necessidade para a preservação patrimonial.

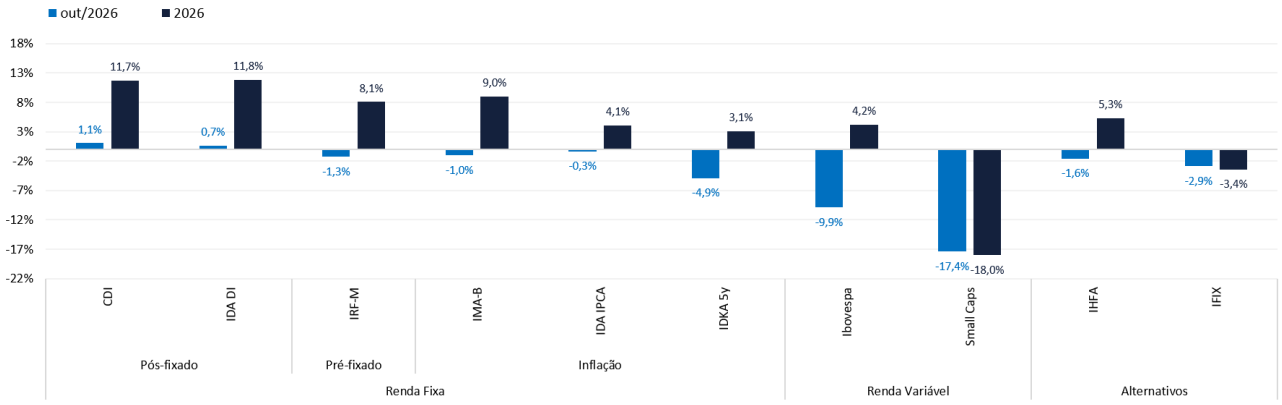
Boa leitura!

Daniel Cotrim, CGA
Estrategista

Retorno dos principais índices do mercado internacional



Retorno dos principais índices do mercado local





Mercado Internacional

Washington muda de mãos, e o mercado reprecifica a IA

O mês de outubro foi marcado por uma combinação de incertezas políticas, tensões geopolíticas e questionamentos sobre a sustentabilidade do crescimento das empresas ligadas à inteligência artificial. As eleições de meio de mandato nos Estados Unidos, realizadas no início de novembro, redesenharam o equilíbrio de forças em Washington, enquanto o petróleo continuou oscilando ao sabor do conflito no Oriente Médio. Nos mercados, observamos uma rotação de posições, com valorização dos títulos de renda fixa de maior qualidade creditícia e correções em parte dos ativos de risco, que devolveram uma parcela dos ganhos acumulados ao longo do ano.

Os democratas conquistaram o controle das duas casas do Congresso americano, assegurando uma maioria de pelo menos 54 cadeiras no Senado e ampliando significativamente sua representação na Câmara. A partir de janeiro de 2027, o controle das comissões, das investigações parlamentares e de parte importante da agenda orçamentária passará à oposição, impondo novas dificuldades à articulação política de Donald Trump.

Um dos principais pontos de atenção permanece sendo o financiamento do conflito com o Irã. O pedido suplementar de USD 87,6 bilhões encaminhado pela Casa Branca ao Congresso continua cercado de disputas políticas. No curto prazo, porém, a condução militar permanece sob responsabilidade do Executivo, e o período até a posse dos novos congressistas concentra riscos adicionais de escalada. A nova composição legislativa deverá ampliar a pressão por uma resolução do conflito, especialmente diante dos efeitos dos preços dos combustíveis sobre o poder de compra das famílias americanas.

No mercado de energia, o Brent chegou a negociar próximo de USD 115 por barril no fim de outubro, recuando para níveis próximos de USD 100 no início de novembro. O movimento reflete uma expectativa crescente de normalização das condições de oferta, embora os preços ainda permaneçam significativamente acima dos observados há um ano. O fluxo de petróleo pelo Estreito de Ormuz continua abaixo dos níveis anteriores ao conflito, enquanto os estoques americanos permanecem pressionados.

Em outras palavras, o mercado começa a incorporar nos preços uma solução que ainda não se concretizou. A redução dos estoques e a persistência das restrições logísticas deixam uma margem de segurança relativamente pequena diante de uma eventual nova escalada das hostilidades. Seguimos, portanto, enxergando riscos relevantes nesse vetor.

Do lado da atividade econômica, os Estados Unidos continuam demonstrando resiliência. O PIB do terceiro trimestre cresceu 3,4% em termos anualizados, impulsionado, entre outros fatores, pelos investimentos em equipamentos e pela recomposição de estoques. Parte desse dinamismo permanece associada à expansão da infraestrutura tecnológica, especialmente dos setores ligados à inteligência artificial. Já a inflação ao consumidor acelerou para 3,7% no acumulado de 12 meses até setembro, com a gasolina respondendo por mais da metade da elevação mensal do índice. No mercado de trabalho, por outro lado, a combinação de dados recentes mais fracos sugere uma acomodação gradual do ritmo de contratações.

Nesse contexto, o Federal Reserve interrompeu temporariamente o ciclo de alta dos juros, mantendo a taxa básica no intervalo entre 3,75% e 4,00% ao ano. A decisão, entretanto, não foi unânime. Dois membros do comitê defenderam uma nova elevação, reforçando a percepção de que a persistência inflacionária continua exigindo uma postura restritiva da autoridade monetária. As curvas futuras seguem incorporando a possibilidade de novos apertos nos próximos meses, enquanto o mercado aguarda sinais mais claros sobre a trajetória dos preços e da atividade.

Na parcela longa da curva de juros, contudo, observamos um movimento distinto. A expectativa de uma eventual resolução do conflito no Oriente Médio contribuiu para a redução dos prêmios exigidos pelos investidores, levando a taxa da Treasury de dez anos de volta a patamares próximos de 4,84%, após superar 5,3% em setembro. No crédito privado, os títulos de Investment Grade também se beneficiaram desse fechamento. Ainda assim, os spreads permanecem comprimidos em termos históricos, limitando a remuneração adicional oferecida pelo risco de crédito diante das alternativas disponíveis na dívida soberana.

Na renda variável, as atenções voltaram a se concentrar na sustentabilidade da tese de inteligência artificial. A contínua elevação das projeções de investimentos em infraestrutura tem pressionado as margens de fluxo de caixa livre dos hyperscalers, levantando dúvidas sobre o ritmo de monetização desses investimentos. Soma-se a isso o receio de uma eventual comoditização dos tokens, que poderia reduzir o poder de precificação dos serviços de inteligência artificial, além da possibilidade de novas restrições regulatórias à expansão dos data centers.

O questionamento, portanto, não parece estar relacionado apenas ao potencial de crescimento da tecnologia, mas à capacidade das empresas de transformar investimentos cada vez maiores em geração consistente de caixa.

Essa combinação contribuiu para uma rotação setorial ao longo do mês, favorecendo segmentos mais tradicionais e defensivos da economia americana, como energia e saúde, em detrimento de empresas com maior sensibilidade às expectativas de crescimento de longo prazo.

Com isso, o S&P 500 devolveu parte dos ganhos acumulados ao longo do ano, em um movimento de correção que se aprofundou no início de novembro. A compressão dos múltiplos trouxe o preço/lucro projetado do índice para níveis próximos de 20,9 vezes, enquanto empresas de tecnologia passaram por ajustes ainda mais expressivos em suas avaliações.

Embora a correção possa abrir oportunidades em empresas específicas, acreditamos que o momento ainda exige seletividade. Os fundamentos corporativos permanecem relevantes, mas a combinação de juros elevados, incertezas regulatórias e expectativas de crescimento bastante exigentes reduz a margem para erros.

Mercado Local

A urna decidiu, e o fiscal voltou ao centro

No mês passado, encerramos esta seção destacando que os mercados já haviam antecipado parte das expectativas de melhora do cenário econômico brasileiro e que, dali em diante, seria necessário observar sua concretização. Outubro mostrou o outro lado desse raciocínio. Com a reeleição do presidente Lula, o cenário incorporado aos preços após o primeiro turno não se confirmou, provocando uma rápida reversão do otimismo observado nas semanas anteriores. O Ibovespa recuou 9,9% no mês, enquanto o índice de small caps registrou queda ainda mais expressiva, de 17,4%. Na renda fixa, os índices IRF-M e IMA-B apresentaram desvalorizações de 1,3% e 1,0%, respectivamente. Entre os principais índices domésticos de renda fixa, apenas os pós-fixados entregaram retornos positivos, com o CDI acumulando valorização próxima de 1,1%.

A reprecificação dos ativos reflete, sobretudo, uma revisão das expectativas para a trajetória fiscal dos próximos anos. A dívida bruta brasileira atingiu 82,9% do PIB em setembro, acumulando alta de 4,3 pontos percentuais desde o início do ano. Algumas projeções de mercado já apontam para um endividamento próximo de 87% do PIB em 2027, podendo alcançar 95% até 2030. A combinação entre déficits primários recorrentes, elevado custo de financiamento e crescimento moderado da atividade continua impondo desafios à estabilização dessa trajetória.

Para dimensionar o problema, considerando uma taxa real de juros próxima de 5% ao ano, seria necessário um superávit primário da ordem de 2% do PIB para estabilizar a relação dívida/PIB, a depender das hipóteses de crescimento econômico e do custo efetivo do endividamento. Atualmente, porém, convivemos com um resultado primário deficitário, próximo de 0,5% do PIB, enquanto os prêmios exigidos pelos investidores levaram as taxas reais de mercado a patamares próximos de 7,5% a 8% ao ano. A distância entre o esforço fiscal necessário e aquele efetivamente entregue permanece significativa. O desafio, portanto, não está apenas em interromper o crescimento da dívida, mas em criar condições para que seu financiamento deixe de exigir taxas reais tão elevadas.

A dificuldade ganha dimensão adicional quando observamos as medidas fiscais atualmente em discussão. Mesmo considerando a aprovação integral das propostas, incluindo aquelas com menor probabilidade de implementação, as estimativas apontam para uma economia próxima de R$ 94 bilhões, abaixo dos aproximadamente R$ 120 bilhões necessários para o cumprimento da meta fiscal de 2027. A ausência de uma âncora fiscal suficientemente crível tende a manter elevados os prêmios de risco, reduzindo o espaço para uma trajetória sustentável de queda dos juros. Soma-se a isso o risco de adoção de mecanismos de repressão financeira como alternativa para administrar o crescimento do endividamento público.

Os reflexos dessa deterioração também aparecem nas expectativas de inflação. As projeções voltaram a se afastar da meta perseguida pelo Banco Central, com estimativas de mercado próximas de 5,2% para 2026 e 4,8% para 2027. Para o próximo ano, o balanço de riscos permanece assimétrico para cima. Possíveis impactos climáticos associados ao El Niño, os efeitos da transição da reforma tributária e os impactos da proposta de encerramento da escala 6x1, adicionam incerteza à trajetória dos preços. Algumas estimativas sugerem que a combinação desses fatores poderia acrescentar aproximadamente 1 ponto percentual à inflação de 2027.

Nesse ambiente, a persistência inflacionária e a desancoragem das expectativas limitam a capacidade de flexibilização da política monetária. As curvas futuras já passaram a incorporar a possibilidade de retomada do ciclo de aperto, com taxas implícitas próximas de 15,25% ao ano em determinados horizontes.

Na renda fixa, os movimentos foram particularmente expressivos. Desde o início de outubro, as taxas reais dos títulos públicos indexados à inflação, com vencimentos próximos de cinco e dez anos, avançaram de patamares ao redor de 7% para níveis próximos de 8% ao ano. A abertura reflete tanto a elevação dos prêmios de risco fiscal quanto as incertezas sobre a trajetória futura da política monetária.

Na curva nominal, a deterioração também foi observada nas expectativas de inflação implícita. Os prêmios embutidos nos vencimentos de dois e cinco anos avançaram para aproximadamente 6,8% e 7,1%, respectivamente, patamares significativamente superiores à meta de inflação e próximos de um desvio-padrão acima das médias observadas nos últimos cinco anos.

Na renda variável, a correção recente voltou a posicionar os múltiplos de preço/lucro do Ibovespa abaixo de sua média histórica. No entanto, a atratividade aparente dos preços precisa ser analisada em conjunto com as alternativas disponíveis na renda fixa. Com taxas reais próximas de 8% ao ano nos títulos soberanos, o prêmio adicional exigido para assumir riscos corporativos e de mercado permanece pouco atrativo.

Sem sinais concretos de melhora na trajetória fiscal, torna-se mais difícil justificar uma ampliação significativa da exposição aos ativos de risco locais. A valorização sustentável da renda variável dependerá não apenas de múltiplos descontados, mas também de condições macroeconômicas que permitam reduzir o custo de capital e sustentar o crescimento dos resultados corporativos.

Diante desse quadro, seguimos privilegiando posições em renda fixa. Nos títulos indexados à inflação, nossa preferência permanece concentrada nos vencimentos de curto a médio prazo, buscando capturar os juros reais elevados e preservar o poder de compra dos portfólios. Nos prefixados, mantemos uma abordagem predominantemente tática, aproveitando momentos específicos de maior abertura das taxas. Já os pós-fixados continuam exercendo papel relevante na composição das carteiras, oferecendo liquidez, menor sensibilidade às oscilações das curvas e um carrego atrativo diante da perspectiva de manutenção da Selic em patamares elevados.

Em contrapartida, permanecemos mais seletivos nas alocações em classes de maior risco, como renda variável, multimercados e crédito estruturado, especialmente diante da menor remuneração relativa oferecida por essas alternativas.

Em setembro, o mercado antecipou uma expectativa. Em outubro, precisou rever suas premissas.

Nos próximos meses, as atenções deverão se voltar para a composição da equipe econômica, a articulação política com o Congresso e, principalmente, os primeiros sinais concretos sobre as prioridades fiscais do próximo mandato. Mais importante do que os nomes escolhidos será compreender a disposição do governo em enfrentar os desequilíbrios estruturais que condicionam o crescimento econômico brasileiro.

Cordialmente,

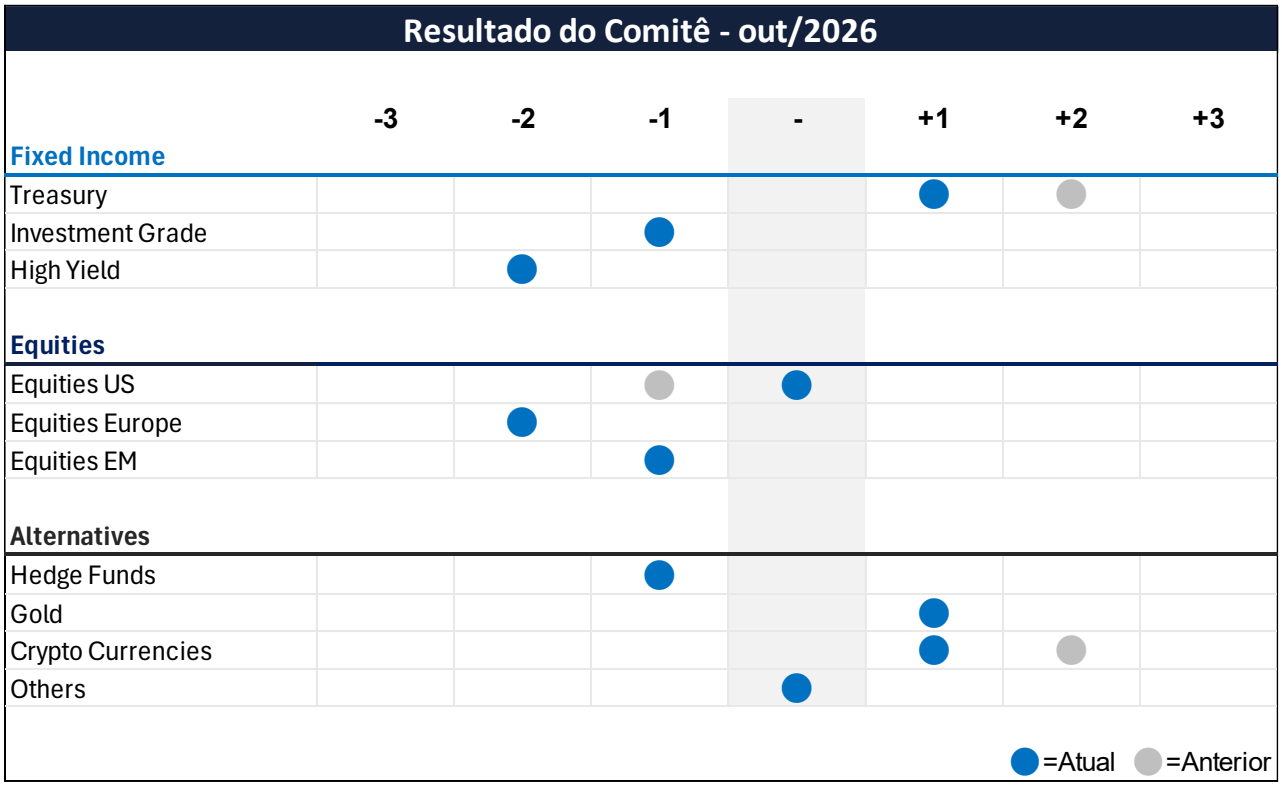
Matheus Carvalhal, CGA
Time de Investimentos

ASSET ALLOCATION

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Alocação Tática Internacional



Renda Fixa

Em *Treasuries*, diminuímos o nosso posicionamento *overweight* a fim de favorecer alocações em *Cash&MM*, diante da manutenção dos juros americanos em patamares historicamente elevados e da menor visibilidade sobre inflação, política monetária e atividade global. Dentro da classe, continuamos privilegiando ativos com proteção inflacionária, como as TIPS, e seguimos enxergando melhor assimetria em *Treasuries* de *duration* mais longa, entre 7 e 10 anos, considerando o nível atual das taxas, mesmo com o fechamento recente.

Nos segmentos *Investment Grade* e *High Yield*, seguimos com uma visão mais cautelosa e *underweight*. Em *Investment Grade* os *spreads* ainda comprimidos limitam o potencial de retorno adicional da classe. Já em *High Yield* reflete uma visão mais negativa para ativos de maior risco de crédito em um cenário de juros elevados, inflação ainda incerta e maior vulnerabilidade a uma abertura dos prêmios de risco. Nesse contexto, preferimos manter exposição reduzida e bastante seletiva.

Renda Variável

Em *Equities US,* elevamos a posição de *underweight* para *neutro,* justificada pelo fato que, apesar da incerteza quanto ao retorno sobre investimento das empresas ligadas à inteligência artificial, vemos correções abruptas como oportunidades de alocação, uma vez que a evolução da tese no médio e longo prazo segue atraente.

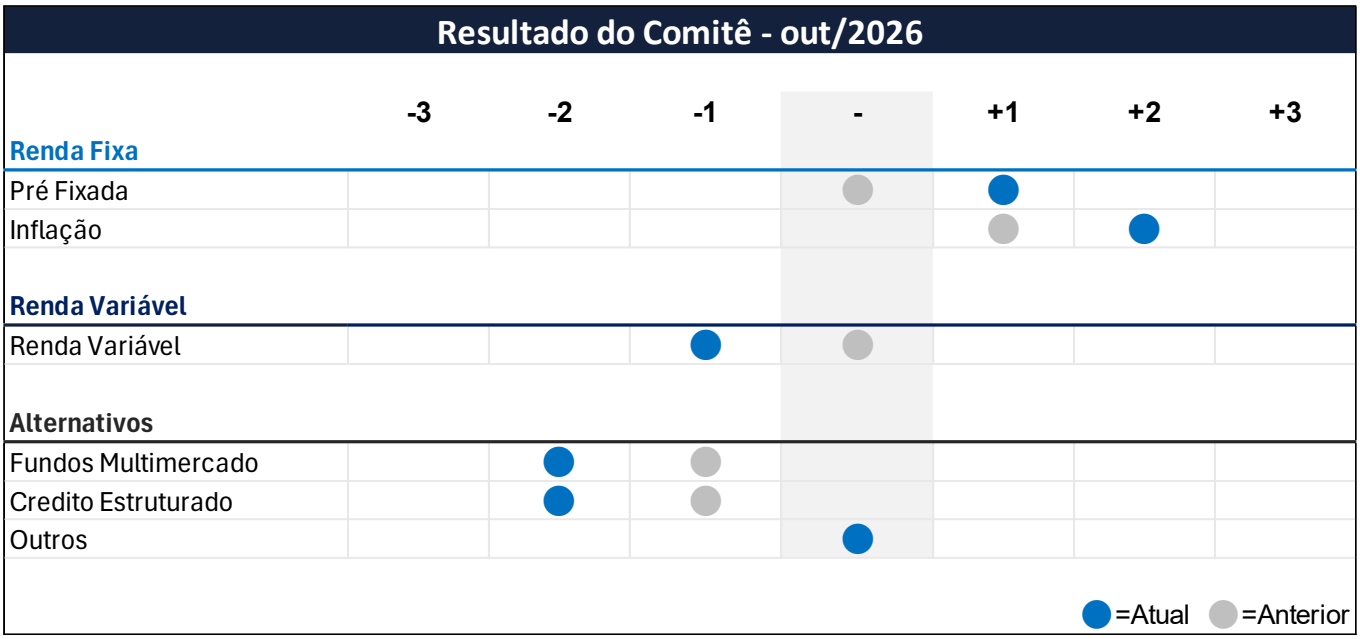
Em *Equities Europe* e *Equities Emerging Markets*, seguimos com o posicionamento *underweight*. No caso europeu, a visão segue refletindo a maior vulnerabilidade da região a choques externos, especialmente em um ambiente de incerteza geopolítica elevada e risco de novas pressões inflacionárias. Já em emergentes, a perspectiva de juros mais altos por mais tempo nos Estados Unidos, somada ao risco de dólar mais forte e fluxos de capital mais voláteis, reduz a assimetria positiva da classe no curto prazo. Ainda assim, seguimos enxergando oportunidades seletivas em mercados com fundamentos mais sólidos, boa liquidez e exposição a temas estruturais.

Alternativos

Mantemos posicionamento *overweight* em *Gold* e *Crypto Currencies*, priorizando ativos que possam contribuir para a proteção dos portfólios em um ambiente de maior incerteza e inflação estruturalmente mais elevada. Dentro da classe, reduzimos marginalmente a exposição a criptoativos, porém preservando sua função como ativo menos correlacionado. Seguimos utilizando ETFs pela facilidade de acesso, transparência, custódia simplificada e baixo custo operacional.

Em *Hedge Funds*, seguimos com nosso posicionamento *underweight* tendo em vista que, embora estratégias flexíveis e globalmente diversificadas sigam relevantes, a maior atratividade dos instrumentos de curto prazo reduz a assimetria favorável da classe neste momento.

Alocação Tática Local



Renda Fixa

Quanto às estratégias de investimento em renda fixa local, entendemos que a classe de pós-fixados segue exercendo papel central na preservação patrimonial dos portfólios. Com a curva voltando a precificar altas da Selic e as expectativas de inflação desancoradas, acreditamos que a Selic média permanecerá em níveis elevados no próximo ciclo, o que mantém a classe como o colchão das carteiras, capturando retornos elevados com baixa volatilidade.

Nos ativos pré-fixados, elevamos nosso posicionamento para *overweight*. Após a forte abertura das taxas em outubro, a classe voltou a oferecer uma assimetria interessante: nossas simulações indicam retorno acima do CDI mesmo em um cenário no qual o Banco Central precise subir juros até 2028. Privilegiamos ativos isentos com prazo próximo de 3 anos, como alocação tática para aproveitar o estresse da curva. Já nos ativos indexados à inflação, ampliamos o posicionamento *overweight*. A classe ganha ainda mais relevância em um ambiente de riscos de alta para o IPCA e de juros reais em patamares historicamente atrativos. Dentro dessa exposição, porém, reduzimos o risco de *duration*, passando a privilegiar títulos públicos federais, ativos isentos e fundos de infraestrutura com prazo entre 3 e 5 anos, que funcionam como proteção contra a inflação no curto prazo e reduzem a exposição à volatilidade dos vértices longos.

Por fim, no crédito privado *High Grade*, os resgates na indústria de fundos incentivados seguem pressionando os *spreads* das debêntures de infraestrutura. O nível atual de prêmios, somado ao debate sobre a tributação dos instrumentos isentos, devolve atratividade relativa a essas emissões. Ainda assim, a seletividade segue sendo a palavra do jogo, já que a Selic elevada continua pressionando as empresas.

Renda Variável

Em renda variável local, reduzimos nosso posicionamento para *underweight*. Os riscos de inflação, a perspectiva de uma Selic mais elevada e a ausência de uma âncora fiscal crível tiram atratividade dos ativos de risco em geral. Mesmo após a correção de outubro, o prêmio de risco da bolsa segue praticamente nulo quando comparado aos juros reais, e o investidor institucional local continua vendedor.

Reconhecemos a natureza cíclica do mercado acionário brasileiro e a possibilidade de repiques no curto prazo, sustentados pelo fluxo estrangeiro. Nesse contexto, reduzimos marginalmente a exposição via ETF atrelado ao Ibovespa, mantendo uma abordagem seletiva e alinhada ao perfil de risco e ao horizonte de cada carteira.

Alternativos

Em fundos multimercados, aprofundamos nosso posicionamento *underweight*. A elevada atratividade dos instrumentos pós-fixados reduz a assimetria favorável da classe, e o ambiente de maior volatilidade tem dificultado a geração de valor de forma consistente. Por isso, reduzimos parcialmente a exposição de forma equânime entre os fundos, preservando os gestores com histórico consistente ao longo dos ciclos de mercado.

Em crédito estruturado, também aprofundamos a visão *underweight*. Em um ambiente de juros elevados por mais tempo, endividamento crescente e sucessivos pedidos de recuperação judicial e extrajudicial. Assim, reduzimos de forma equânime a exposição de gestores de crédito *High Yield.*