

CARTA MENSAL

Setembro 2026

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Setembro em Perspectiva

Dedicarei menos espaço ao cenário internacional neste prefácio. Não por falta de acontecimentos relevantes, mas porque setembro trouxe poucas mudanças em nossas percepções e, principalmente, a concretização de alguns cenários que já vínhamos discutindo nos últimos meses. Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve* elevou a taxa de juros. A decisão reforça uma dúvida que continua sem resposta: **até onde os juros precisarão subir e por quanto tempo permanecerão elevados?**

A verdade é que ninguém sabe. E essa incerteza começa a tornar o ambiente para os ativos de risco cada vez mais delicado.

O aperto monetário americano deve aumentar a pressão por uma eventual normalização dos preços das *commodities*, especialmente da energia, ao mesmo tempo em que eleva o risco de movimentos mais bruscos em classes de ativos e geografias que ainda não parecem ter sentido, “na veia”, os efeitos de condições financeiras mais restritivas nos EUA. A abertura das taxas nominais longas, alimentada pela persistência da inflação e pela elevação dos prêmios de risco fiscal, adiciona mais um vetor de preocupação.

Como discutimos no mês passado, **a dinâmica corporativa americana continua contando uma história diferente daquela observada no ambiente macroeconômico**. Seguimos construtivos em relação às perspectivas de crescimento e geração de valor das empresas ligadas à inteligência artificial, mas até quando os bons fundamentos corporativos serão suficientes para sustentar os preços dos ativos diante de juros cada vez mais elevados?

O micro pode continuar surpreendendo positivamente. Mas, em algum momento, o macro pode dominar o cenário.

Nesse contexto, temos privilegiado decisões que preservem o poder de compra dos portfólios, reduzam a sensibilidade a novas aberturas nas curvas de juros e mantenham níveis confortáveis de liquidez. Em ambientes assim, ter recursos disponíveis para aproveitar oportunidades criadas por momentos de estresse pode ser tão importante quanto escolher corretamente onde investir.

No campo político, as atenções se voltam para as eleições de meio de mandato, em novembro. A nova composição do Congresso americano poderá alterar significativamente a capacidade de articulação de Trump, especialmente em temas orçamentários. Uma eventual perda de apoio legislativo pode limitar a flexibilidade fiscal que tem permitido ao governo sustentar seus programas de gastos, incluindo o financiamento do conflito no Oriente Médio. Será interessante observar como os mercados reagirão a uma possível mudança nesse equilíbrio de forças.

No Brasil, o cenário macroeconômico também trouxe poucas novidades. A atividade continua dando sinais de moderação, abrindo espaço para a continuidade do ciclo de flexibilização monetária. No entanto, a situação fiscal permanece como um limitador importante para movimentos mais expressivos de queda da Selic. Seguimos convivendo com uma economia que precisa de juros menores para recuperar o dinamismo, mas que ainda não oferece as condições estruturais necessárias para sustentá-los em patamares mais baixos.

A grande novidade veio das urnas.

O resultado do primeiro turno trouxe surpresas relevantes em relação às pesquisas e reforçou uma mudança no equilíbrio de forças políticas do país. O avanço de candidatos de centro-direita na Câmara, no Senado e nos governos estaduais, acompanhado pelo fortalecimento da candidatura de Flávio Bolsonaro à

Presidência, parece indicar uma insatisfação mais ampla do eleitorado com os rumos da atual administração.

Para os mercados, talvez mais importante do que a possibilidade de alternância no Executivo seja a perspectiva de maior alinhamento entre os poderes. Uma composição política mais favorável poderia ampliar o espaço para a aprovação de uma agenda econômica mais orientada ao mercado, especialmente no enfrentamento dos desequilíbrios fiscais que discutimos há tanto tempo em nossas cartas.

Os preços rapidamente incorporaram parte desse otimismo. A compressão dos prêmios de risco nos últimos dias favoreceu a valorização da bolsa e dos títulos de renda fixa, refletindo expectativas mais construtivas para os próximos anos.

Mas será que uma mudança na composição política é suficiente para alterar os fundamentos econômicos do país?

Aqui, nos parece importante separar expectativa de realidade.

O resultado das urnas pode representar uma oportunidade importante para a reorganização da política econômica brasileira. Um Congresso potencialmente mais alinhado ao próximo governo poderia reduzir os custos políticos de reformas e permitir avanços que hoje parecem difíceis de imaginar. No entanto, a existência de capital político não significa, necessariamente, disposição para utilizá-lo em medidas impopulares. **E o remédio de que o Brasil precisa continua sendo bastante amargo.**

A estabilização da dívida pública e a construção de um ambiente de juros reais estruturalmente mais baixos exigirão medidas que enfrentem o crescimento das despesas obrigatórias, reorganizem as prioridades orçamentárias e devolvam previsibilidade à trajetória fiscal. São decisões que dificilmente produzirão benefícios políticos imediatos e que, justamente por isso, vêm sendo sucessivamente postergadas. Será preciso disposição para enfrentar problemas que diferentes governos preferiram deixar para seus sucessores.

Nas próximas semanas, conheceremos o resultado definitivo das urnas. Depois, as atenções deverão se voltar para a formação da equipe econômica, a articulação com o Congresso e, principalmente, os primeiros sinais de uma agenda concreta para o próximo mandato. O primeiro semestre de 2027 será determinante para entendermos se o otimismo atual encontrará sustentação nos fundamentos ou se teremos apenas mais um episódio de alívio temporário nos preços dos ativos.

Por ora, preferimos manter o pragmatismo.

Os portfólios têm se beneficiado da recente compressão dos prêmios de risco, especialmente nas posições de renda fixa de maior *duration*. Ainda assim, não nos parece o momento de transformar expectativas políticas em mudanças estruturais de alocação. Seguimos aproveitando as oportunidades oferecidas pelos juros reais elevados, preservando liquidez e mantendo uma postura seletiva na tomada de risco.

Como já comentamos anteriormente, não precisamos acertar o resultado das eleições para construir bons portfólios. Precisamos, sobretudo, saber distinguir quando uma melhora nos preços reflete uma mudança efetiva de fundamentos e quando representa apenas a antecipação de um cenário que ainda precisará se concretizar.

Final, entre a promessa de um ajuste fiscal e sua implementação, existe um caminho político e econômico que o Brasil terá de passar.

Boa leitura!

Daniel Cotrim, CGA
Estrategista



Mercado Internacional

A conta do risco ficou mais cara

Setembro foi mais um mês em que os mercados mostraram resiliência, mas com uma diferença importante: o custo de sustentar essa resiliência aumentou. O petróleo continuou elevado, os juros reais americanos voltaram a chamar atenção, a guerra ganhou contornos fiscais mais explícitos e a bolsa seguiu dependente do bom desempenho de tecnologia.

No mercado de energia, o fluxo de petróleo bruto já mostra sinais de recuperação, com volumes próximos de 80% do nível pré-guerra, excluindo o Irã, apoiados por rotas alternativas, escolta americana via Omã e transferências entre navios *offshore*. Ainda assim, essa normalização é apenas parcial. As exportações de derivados refinados seguem próximas de 60% dos níveis anteriores ao conflito, mantendo os preços pressionados. Com transporte mais caro, risco geopolítico elevado e menor previsibilidade sobre o conflito, o *Brent* permaneceu próximo de USD 100 por barril.

A guerra também passou a pesar mais claramente na conta fiscal. Segundo o Pentágono, o conflito já custou USD 37,5 bilhões até julho, enquanto a Casa Branca solicitou USD 87,6 bilhões em verba emergencial. Considerando munição, modernização e custos associados ao conflito, a necessidade total pode se aproximar de USD 200 bilhões. O problema é que essa verba ainda não foi votada, e dezembro concentra um risco importante: o governo está financiado apenas até 11 de dezembro, sem orçamento específico para a guerra. Com as eleições de meio de mandato se aproximando e pesquisas apontando para um governo possivelmente mais dividido a partir de 2027, a capacidade de sustentar um conflito prolongado passa a depender cada vez mais do Congresso.

Nesse pano de fundo, o Fed voltou a subir juros. Na última reunião, o FOMC elevou a taxa em 0,25 p.p., para a faixa de 3,75% a 4,00%, em decisão unânime. A comunicação de Kevin Warsh foi dura, especialmente ao criticar uma convergência da inflação apenas em 2029. O mercado já precifica pelo menos mais uma alta em 2026, refletindo uma combinação ainda desconfortável: inflação acima da meta, petróleo elevado e economia americana resiliente.

Os dados de atividade reforçam esse ponto. O PIB do segundo trimestre foi revisado de 1,5% para 2,2%, enquanto a estimativa do *GDP Now* para o terceiro trimestre aponta crescimento de 3,7%. A expansão segue sustentada por investimento privado, consumo e gastos públicos, com inteligência artificial ainda impulsionando parte relevante do ciclo de *Capex*. Em outras palavras, a economia

continua forte o suficiente para dar ao Fed espaço para manter uma postura restritiva por mais tempo.

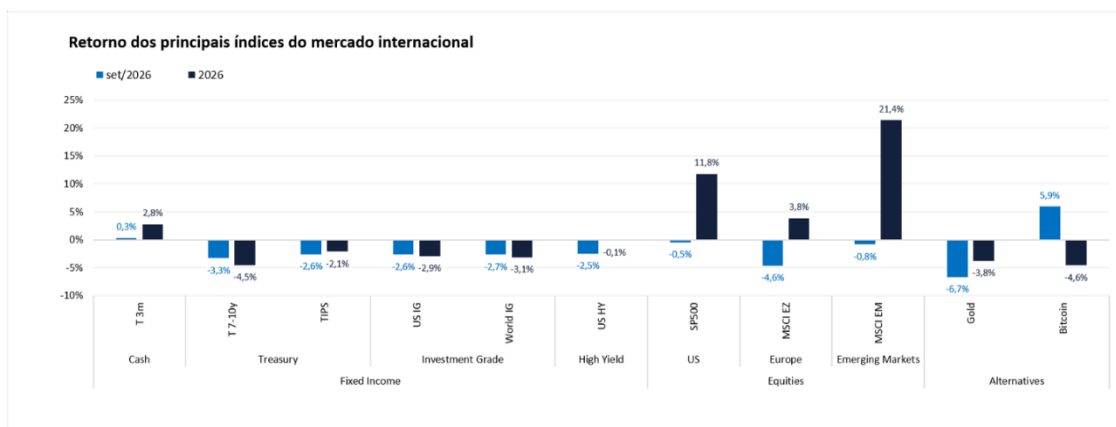
Esse cenário se refletiu diretamente na curva de juros americana. A *Treasury* de 10 anos voltou a superar 5%, chegando a 5,31% ao ano, maior nível desde 2002. Mais importante do que o nível nominal, porém, foi a composição do movimento: a alta veio principalmente do juro real e do prêmio de prazo, e não da inflação implícita. As TIPS de 10 anos também passaram a negociar próximas de 3% de juro real, patamar bastante elevado em perspectiva histórica e que melhora a assimetria para esses ativos de alta qualidade.

No crédito privado, os *yields* seguem nominalmente atrativos, com o *Investment Grade* próximo de 6% ao ano, mas os *spreads* ainda comprimidos limitam o espaço para ganhos adicionais. Além disso, a forte emissão de dívida por *hyperscalers* para financiar infraestrutura de inteligência artificial começou a pressionar o setor de tecnologia, cujos *spreads* superaram o agregado de *Investment Grade* pela primeira vez em mais de 15 anos. A tese de IA continua forte, mas está cada vez mais financiada por dívida.

Na renda variável, a tecnologia segue carregando boa parte da performance. O setor representa cerca de 40% do S&P 500, e apenas dois setores superaram o índice nos últimos seis meses. A temporada de resultados começa com expectativas elevadas, com consenso apontando crescimento expressivo de lucros e receitas no terceiro trimestre. Enquanto as empresas entregam, o mercado aceita a concentração. Mas, quanto maior o peso de poucos setores, menor a margem para decepções.

Nos alternativos, o ouro corrigiu no mês, mas sua tese permanece preservada, sustentada pela demanda de bancos centrais, pela piora do cenário fiscal e pela baixa correlação com outras classes. O bitcoin, por outro lado, avançou, beneficiado pelo maior apetite por risco e pela busca por ativos alternativos em um ambiente de incerteza monetária e fiscal.

Assim, setembro reforçou uma mensagem importante: os mercados ainda conseguem avançar, mas o prêmio exigido para carregar risco ficou maior. Petróleo perto de USD 100, juros reais elevados, fiscal pressionado e concentração crescente em tecnologia formam um cenário que pede menos complacência e mais precisão. Seguimos vendo oportunidades no mercado internacional, especialmente em ativos de qualidade, proteção inflacionária e temas estruturais, mas com atenção redobrada ao preço pago por cada risco.





Mercado Local

O mercado antecipou, mas o fiscal ainda precisa entregar

Se na parte internacional a discussão passou pelo custo de carregar risco em um mundo de juros reais elevados, no Brasil o mês trouxe uma dinâmica quase oposta: o mercado reduziu parte do prêmio exigido para os ativos locais. A reação apareceu de forma clara na renda variável, com o índice de *small caps* liderando os ganhos em setembro, alta de 5,3%, ainda que permaneça levemente negativo no ano. O Ibovespa também avançou, com ganho de 5,0% no mês e retorno acumulado superior a 15% no ano, refletindo um ambiente mais favorável ao risco doméstico.

Esse movimento, porém, parece ter sido mais uma antecipação de expectativas do que uma mudança estrutural já consolidada. O fluxo estrangeiro voltou a contribuir positivamente para a bolsa, enquanto o investidor institucional local segue mais pressionado. Além disso, apesar da melhora recente dos preços, o prêmio de risco da renda variável ainda parece limitado quando comparado a um cenário de juros reais elevados. Por isso, mesmo com a reação positiva dos ativos, ainda nos parece cedo para uma visão estruturalmente *overweight* em bolsa brasileira.

Na renda fixa, o destaque continuou com os ativos indexados à inflação. O IMA-B avançou 3,1% em setembro e acumula alta de 10,1% no ano, beneficiado pelo fechamento das curvas de juros e pela redução do prêmio de risco eleitoral. Em contrapartida, o IDA IPCA teve ganho mais modesto, de 0,5% no mês, com acumulado de 4,4% no ano. A diferença entre os índices reforça um ponto importante: enquanto os títulos públicos se beneficiaram de forma mais direta do fechamento das taxas, o crédito privado indexado à inflação ainda convive com prêmios elevados, resgates na indústria e menor oferta primária, especialmente após uma sequência de pedidos de recuperação judicial e extrajudicial ao longo do ano.

A disputa eleitoral segue como principal vetor de curto prazo. O primeiro turno mostrou um cenário mais competitivo, com Flávio Bolsonaro saindo na frente e o mercado passando a precificar uma probabilidade elevada de vitória no segundo turno. Essa leitura ajudou a reduzir o prêmio de risco dos juros, com fechamento superior a 100 bps em alguns vértices. Ainda assim, mesmo após esse movimento, os juros reais entre 7 e 10 anos seguem próximos de 7% ao ano, patamar que permanece atrativo para investidores com horizonte mais longo.

A pergunta, daqui em diante, deixa de ser apenas quem vence a eleição. Passa a ser o que será feito com a vitória. Caso o cenário apontado pelo primeiro turno se confirme, o mercado deve cobrar rapidamente sinais concretos de prioridade para a agenda fiscal. Esse será, provavelmente, o principal tema de 2027. A composição do novo Congresso pode facilitar a aprovação de projetos, mas também traz riscos: se pautas como anistia ou temas ligados à família Bolsonaro ganharem prioridade no início do mandato, parte do otimismo recente pode ser devolvida pelos ativos.

A estabilização da dívida pública seguirá sendo um caminho difícil. Um ajuste de aproximadamente R\$ 200 bilhões nas despesas levaria o resultado primário de um déficit de 0,62% do PIB para um superávit próximo de 0,88% do PIB. Ainda assim, mesmo em um ambiente de juros reais ao redor de 5%, seria necessário um primário próximo de 2% do PIB para estabilizar a trajetória da dívida. Em outras palavras, o desafio fiscal não se resolve apenas com melhora de expectativas; ele exige execução, escolhas políticas difíceis e consistência ao longo do tempo.

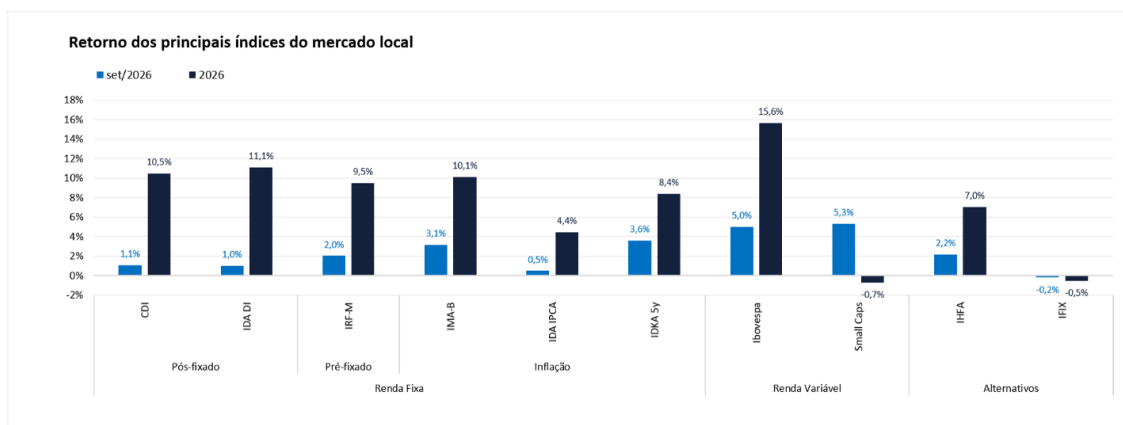
Na política monetária, o Copom deu continuidade ao ciclo de flexibilização e reduziu a Selic em 0,25 ponto percentual, de 14,00% para 13,75% ao ano, em decisão unânime. Foi o quinto corte consecutivo de 0,25 p.p., em um contexto no qual atividade e mercado de trabalho começam a mostrar sinais mais claros de moderação. A taxa de desemprego ainda permanece baixa, mas os dados mais recentes do Caged vieram abaixo do esperado, enquanto o aumento de pedidos cautelares corporativos e a inadimplência recorde da pessoa física sugerem uma economia menos confortável na margem.

Esse ponto é importante porque o modelo de “pé no acelerador” do fiscal parece começar a mostrar sinais de cansaço. O impulso dos gastos segue relevante, mas seus efeitos parecem cada vez menos traduzidos em consumo adicional e cada vez mais refletidos em endividamento. Isso abre espaço para uma calibragem da política monetária, mas não elimina a necessidade de cautela, especialmente em um ambiente no qual o fiscal ainda é a principal variável de incerteza.

A inflação corrente trouxe uma leitura relativamente benigna, mas ainda não confortável. A pressão de preços diminuiu em alguns componentes, mesmo com petróleo em patamares elevados, mas alimentos voltaram a acelerar no IPCA-15, impactados pelas chuvas, enquanto a inflação de serviços permanece pressionada. O cenário, portanto, não parece desesperador, mas continua sujeito a riscos de alta, especialmente diante de choques climáticos, reajustes de energia, petróleo elevado e possíveis impulsos fiscais. Por isso, seguimos vendo valor em ativos indexados à inflação, especialmente em títulos públicos federais de prazo intermediário a longo, onde os juros reais ainda remuneram bem o risco carregado. O fechamento recente das curvas reduziu parte do prêmio eleitoral, mas não eliminou a atratividade da classe para horizontes mais longos. Em bolsa, reconhecemos que o rali local pode continuar caso o segundo turno confirme um cenário mais favorável ao mercado e a agenda fiscal ganhe prioridade. Ainda assim, preferimos manter disciplina: o mercado já comprou parte da expectativa; agora, precisará ver entrega.

Cordialmente,

Aline Ferraz, CFA
Time de Investimentos

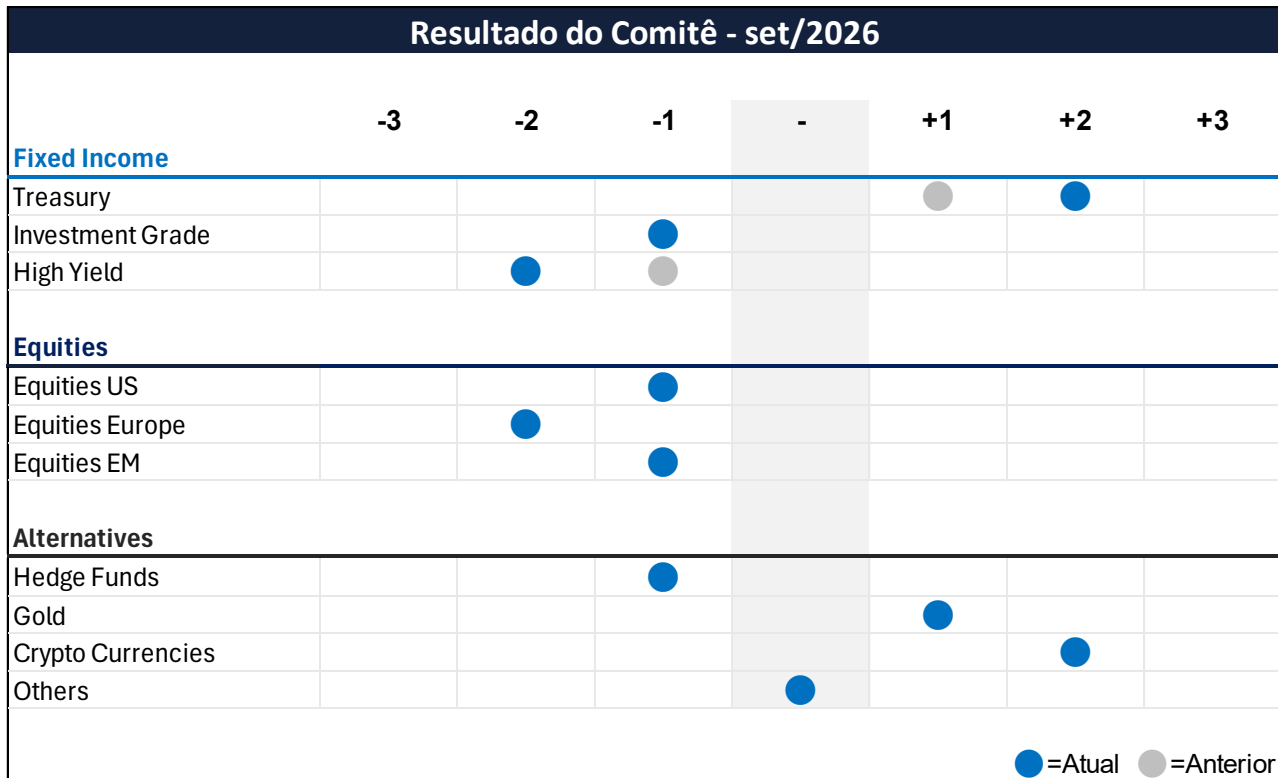


ASSET ALLOCATION

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Alocação Tática Internacional



Renda Fixa

Em *Treasuries*, elevamos nosso posicionamento para *overweight*, 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 passamos a enxergar melhor assimetria em *Treasuries* de *duration* mais longa, entre 7 e 10 anos, considerando o nível atual das taxas.

Nos segmentos *Investment Grade* e *High Yield*, seguimos com uma visão mais cautelosa. Em *Investment Grade*, mantemos posicionamento *underweight*, uma vez que os *spreads* ainda comprimidos limitam o potencial de retorno adicional da classe. Já em *High Yield*, aprofundamos o *underweight*, refletindo 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* a posição *underweight* é justificada pelo fato que, apesar dos resultados corporativos ainda positivos, a combinação entre volatilidade elevada, *valuations* exigentes e possibilidade de novo aperto monetário pelo Fed reduz a atratividade relativa da classe. Nesse contexto, preferimos reduzir marginalmente o risco dos portfólios, preservando exposição seletiva a empresas de maior qualidade.

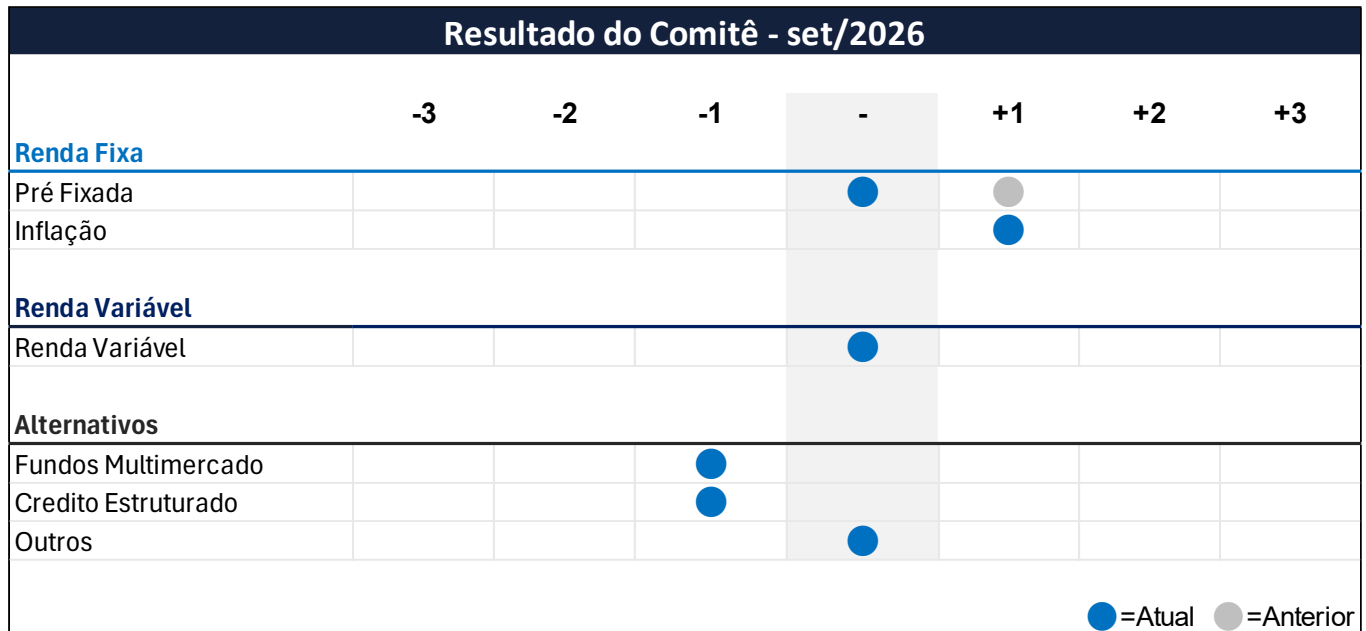
Em *Equities Europe* e *Equities Emerging Markets*, também mantemos posicionamento *underweight*. No caso europeu, a visão segue refletindo a maior vulnerabilidade da região a choques externos, especialmente em um ambiente de incerteza geopolítica elevada e risco de novas pressões inflacionárias. Já 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 ouro em relação aos criptoativos, preservando sua função defensiva. 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 relevante na preservação patrimonial dos portfólios, especialmente diante do atual patamar elevado de juros nominais. A expectativa de uma redução mais gradual do ciclo de corte de juros no Brasil mantém a atratividade da classe, permitindo ao investidor continuar capturando retornos elevados com menor volatilidade.

Nos ativos pré-fixados, reduzimos nosso posicionamento para neutro. Após o forte fechamento das curvas de juros, a classe perdeu parte da atratividade relativa, sobretudo diante de alternativas de renda fixa com melhor combinação entre carrego, proteção e assimetria. Já nos ativos indexados à inflação, mantemos nosso posicionamento *overweight*. A classe segue relevante em um ambiente no qual a dinâmica fiscal pode gerar novas pressões inflacionárias à frente, enquanto as taxas reais ainda permanecem em patamares historicamente atrativos. Dentro dessa exposição, seguimos privilegiando títulos públicos federais e instrumentos bancários com *duration* superior a 7 anos, de forma seletiva e alinhada ao perfil de cada carteira.

Por fim, no crédito privado, a abertura de *spreads* nas últimas semanas, especialmente em debêntures incentivadas, tem ampliado oportunidades pontuais de alocação em ativos *High Grade* locais. Em um ambiente de escassez de lastros bancários isentos, essas emissões ganham atratividade relativa, desde que acompanhadas de boa qualidade de crédito e prêmio compatível com o risco assumido.

Renda Variável

Em renda variável local, mantemos nosso posicionamento neutro diante da menor visibilidade para um cenário de juros mais baixos no curto prazo, da maior atratividade relativa da renda fixa e da preferência por liquidez em um ambiente ainda volátil. O calendário eleitoral também recomenda uma postura mais cautelosa.

Reconhecemos a natureza cíclica do mercado acionário brasileiro, característica que justifica exposições estruturais mais moderadas ao longo do tempo. Nesse contexto, seguimos favorecendo uma abordagem seletiva e bem balanceada, preferencialmente por meio de fundos de investimento e ETF atrelado ao Ibovespa, de forma alinhada ao perfil de risco e ao horizonte de cada carteira.

Alternativos

Em fundos multimercados, mantemos nosso posicionamento *underweight* uma vez que a maior atratividade relativa dos instrumentos pós-fixados reduz parte da assimetria favorável da classe no momento. Nesse contexto, entendemos que uma postura conservadora segue mais adequada, preservando a exposição a gestores com histórico consistente de geração de valor ao longo dos ciclos de mercado.

Em crédito estruturado, a nossa visão *underweight* também permanece inalterada. Os prêmios oferecidos pela classe não parecem compensar integralmente os riscos adicionais assumidos, especialmente em um ambiente de juros ainda elevados. Por isso, preferimos manter exposição reduzida e altamente seletiva, priorizando operações com garantias robustas, boa qualidade de crédito e maior previsibilidade de fluxo.