

CARTA MENSAL

Agosto 2026

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Agosto em Perspectiva

Vivemos há algum tempo uma dinâmica bastante dual nos Estados Unidos. De um lado, um ambiente macroeconômico que pede cautela. Do outro, resultados corporativos que insistem em contar uma história mais otimista.

No macro, seguem as tensões geopolíticas, com o prolongamento do conflito no Oriente Médio e uma enorme volatilidade nos preços do petróleo, que ainda negociam cerca de 50% acima dos níveis observados no fim do ano passado. A inflação segue desconfortavelmente acima da meta do Fed e o mercado de trabalho, apesar de alguma moderação recente, continua em um “vou bem, obrigado”. O PIB também surpreende pela força, sustentado pelo consumo e por um ciclo relevante de investimentos, especialmente aqueles direcionados à infraestrutura de inteligência artificial.

É uma combinação que torna cada vez mais interessante observar a postura do Federal Reserve. Até agora, Kevin Warsh optou por manter os juros inalterados, mesmo diante de dados que parecem oferecer poucos argumentos contrários ao aperto monetário. Seria apenas prudência diante da elevada incerteza? Ou a proximidade das eleições de meio de mandato, no início de novembro, também aumenta o custo de qualquer movimento mais brusco? Talvez saibamos a resposta em breve.

No ambiente corporativo, porém, a história é outra. Os resultados seguem robustos e relativamente espalhados entre os setores da economia americana. Margens continuam se expandindo, os lucros crescem acima das receitas e, curiosamente, uma bolsa que sobe também vai se tornando “aparentemente” menos cara à medida que os resultados acompanham — ou até superam — a valorização dos preços.

Quando o micro vai muito bem, fica mais fácil ignorar os sinais que vêm do macro. E talvez o perigo neste momento seja a complacência com classes de ativos que passaram a incorporar pouca margem para erro. Seguimos preocupados com a possibilidade de estarmos próximos de uma nova inflexão nas taxas de juros americanas.

A queda acelerada dos estoques estratégicos de petróleo, somada à ausência de uma solução definitiva para o conflito no Oriente Médio, adiciona um vetor importante de segunda ordem nos preços de energia e na inflação futura.

Nesse contexto, temos buscado preservar mais poder de compra nos portfólios, privilegiando ativos capazes de conviver melhor com uma inflação persistentemente elevada. Ao mesmo tempo, seguimos expostos às teses estruturais que continuam se beneficiando do bom momento da economia corporativa americana. Novamente, não nos parece um ambiente para

movimentos extremos, mas para calibrar melhor onde vale a pena tomar risco.

No Brasil, a proximidade da disputa eleitoral começa a aparecer de forma mais evidente nos preços. As últimas semanas marcaram o início oficial das campanhas e reforçaram a percepção de uma eleição que provavelmente seguirá apertada até o segundo turno. Como já comentamos nos últimos meses, o cenário parece caminhar para mais uma disputa barulhenta, decidida justamente por uma parcela do eleitorado com menor fidelidade a qualquer um dos lados. Não nos parece produtivo tentar adivinhar quem vencerá. Parece mais interessante observar as oportunidades que toda essa incerteza cria.

Na renda fixa, o aumento da volatilidade tende a produzir momentos de estresse nas curvas e abrir espaços interessantes para movimentos táticos. Nas bolsas, a lógica é quanto mais poeira no ar, mais difícil enxergar. Por isso, preferimos guardar movimentos de maior convicção para quando parte da turbulência eleitoral estiver para trás.

Mais importante que as pesquisas, porém, é o quadro econômico que será herdado por quem vencer.

No mês passado, usamos nesta carta a analogia de uma economia com um pé no acelerador e outro no freio. O fiscal mantém o estímulo, enquanto o Banco Central sustenta juros elevados para conter seus efeitos sobre a demanda e a inflação. Esse equilíbrio parece começar a se cansar.

Juros altos sufocam o resultado financeiro das empresas, desincentivam o investimento privado e, ao mesmo tempo, tornam cada vez mais cara a rolagem de uma dívida pública crescente e carregada de prêmio fiscal. Os dados recentes começam a mostrar uma economia perdendo velocidade.

É finalmente o ajuste batendo à porta? Estamos próximos de um ponto de inflexão?

Provavelmente são discussões que ganharão respostas mais claras depois do segundo turno. De qualquer maneira, ajudam a desenhar a economia que cairá no colo de quem assumir o próximo mandato. Nas alocações, nossa cabeça mudou pouco em relação aos últimos meses. Com juros reais tão elevados, seguimos priorizando preservação de capital e aproveitando uma situação pouco comum em que o investidor pode ser muito bem remunerado simplesmente por esperar. Para horizontes mais longos, a possibilidade de travar taxas reais historicamente altas continua oferecendo oportunidades interessantes, especialmente para aqueles que possuem liquidez e conseguem atravessar a volatilidade sem desespero.

Boa leitura!

Daniel Cotrim, CGA
Estrategista



Mercado Internacional

Balanços fortes, macro no retrovisor

Como discutido no prefácio, o cenário internacional segue marcado por uma dualidade importante: os resultados corporativos americanos continuam sustentando os ativos de risco, enquanto o ambiente macroeconômico exige cada vez mais cautela. Por isso,

mais do que repetir essa leitura, vale olhar para onde a margem de segurança dos mercados parece ter diminuído.

O primeiro ponto segue sendo o petróleo. A ausência de perspectivas concretas para uma resolução do conflito entre Estados Unidos e Irã manteve o Brent em patamar elevado,

próximo de USD 95 por barril, com alta de cerca de 13% no mês. O tráfego pelo Estreito de Ormuz permanece muito abaixo dos níveis pré-guerra, reforçando que o risco de oferta ainda não foi normalizado. Embora parte do volume afetado possa ser absorvida por rotas alternativas, uso de estoques, excesso de oferta pré-guerra e ajustes de demanda, a perda bruta estimada de oferta segue relevante. Na prática, os amortecedores existem, mas ficaram menores.

Esse ponto ganha ainda mais importância diante da trajetória das reservas estratégicas americanas, que caminham para níveis mínimos. Com estoques mais baixos, a capacidade de resposta a um fechamento prolongado do Estreito fica mais limitada. A própria curva futura de petróleo mostra que o mercado precifica alguma normalização do prêmio de guerra, mas não no curto prazo: o vértice de 2027 ainda está cerca de 30% acima do nível observado antes do conflito, com convergência mais clara apenas a partir de 2032/2033. O risco, portanto, pode até se dissipar ao longo do tempo, mas dificilmente sem deixar efeitos no caminho.

Nos Estados Unidos, os dados divulgados em agosto apontaram para alguma desaceleração da inflação e da atividade, mas ainda sem criar um cenário confortável para o Fed. A inflação segue acima da meta, com o índice cheio em 3,7% ao ano e o núcleo, desconsiderando itens mais voláteis como alimentos e energia, em 3,3%, enquanto o curto prazo continua sensível aos preços de energia. Ao mesmo tempo, a economia segue mostrando força, com o GDPNow, estimativa em tempo real do crescimento do PIB feita pelo Fed de Atlanta, apontando expansão de 4,6% no 3º trimestre desse ano, sustentado principalmente pelo consumo e pelos investimentos privados.

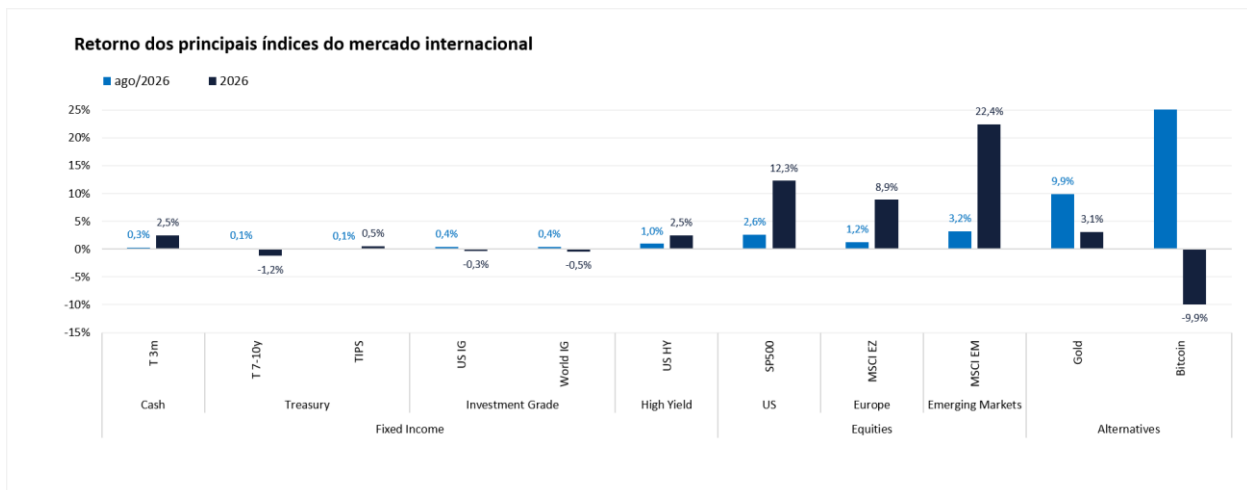
Essa combinação ajuda a explicar a postura ainda restritiva de Kevin Warsh. O Fed segue defendendo que precisa estar mais confiante

de que a inflação subjacente está convergindo para a meta de forma clara e em velocidade suficiente.

O mercado, por sua vez, já precifica entre uma e duas altas adicionais em 2026, com a taxa de juros americana próxima de 4% ao fim do ano. Em paralelo, o déficit fiscal segue em expansão, com projeção de USD 2,1 trilhões para o ano fiscal de 2026, pressionando a necessidade de financiamento do governo justamente em um momento em que investidores exigem mais prêmio para carregar dívida americana.

Mesmo nesse ambiente, os ativos de risco avançaram. A temporada de resultados do segundo trimestre seguiu forte, com 86% das empresas do S&P 500 superando as estimativas de lucro, enquanto os investimentos em infraestrutura de inteligência artificial continuaram sustentando a tese de crescimento em tecnologia. O ponto de atenção é que parte crescente desse capex vem sendo financiada por emissão de dívida, tornando a equação mais sensível ao nível das taxas de juros e ao tempo necessário para transformar investimento em receita, margem e lucro.

Ouro e bitcoin também tiveram recuperação relevante no mês. No caso do ouro, as compras líquidas de bancos centrais seguem contribuindo para a sustentação da alta e reforçam seu papel de decorrelação em momentos de estresse nas pontas longas das curvas de juros. Já o bitcoin voltou a se destacar como ativo alternativo em um ambiente de maior incerteza monetária e fiscal. Assim, a mensagem para alocação permanece clara: os mercados ainda conseguem subir quando os lucros corporativos entregam, mas o cenário ficou menos tolerante a erros. Petróleo elevado, juros longos pressionados, déficit fiscal crescente e Fed conservador reduzem a margem de segurança dos portfólios. Mais do que movimentos extremos, o momento pede calibração: preservar poder de compra, manter liquidez e escolher com cuidado quais riscos ainda compensam ser carregados.



Mercado Local

Juro real: a janela que não aparece todo dia

Se no cenário internacional a pergunta é quanto risco o mercado ainda aceita carregar, no Brasil a questão é outra: quanto retorno real vale a pena travar quando a volatilidade abre boas janelas de entrada? Essa discussão ganhou força em agosto, em um mercado doméstico ainda pressionado por diferentes vetores. A bolsa brasileira encerrou o mês em leve queda, de 0,30%, enquanto a renda fixa continuou oferecendo oportunidades interessantes em meio aos movimentos das curvas de juros. Parte importante dessa volatilidade passa, antes de tudo, pelo calendário eleitoral.

Na esfera política, a proximidade das eleições de outubro elevou o peso das pesquisas eleitorais na formação de preços. A disputa

parece mais incerta do que há poucos meses: os agregadores ainda indicam vantagem para a reeleição do atual presidente, mas a diferença em relação a Flávio Bolsonaro vem diminuindo. Ao mesmo tempo, a piora nos indicadores de aprovação do governo reforça a percepção de uma eleição mais apertada à frente. Esse pano de fundo tende a manter a volatilidade elevada, mas também pode abrir espaço para alocações táticas quando os prêmios se tornam mais interessantes.

Do lado da atividade, os sinais também começam a mudar de tom. O mercado de trabalho segue forte em termos absolutos, com desemprego ainda baixo, mas os dados mais recentes do Caged

indicam moderação na margem. O aumento de pedidos cautelares corporativos e a inadimplência recorde da pessoa física complementam essa leitura de uma economia que ainda resiste, mas já mostra sinais de cansaço. Em outras palavras, o “pé no acelerador” do fiscal continua existindo, mas seus efeitos parecem aparecer cada vez menos em consumo adicional e cada vez mais em endividamento.

A inflação, por sua vez, ainda permanece acima da meta, mas com uma leitura corrente mais benigna. Núcleos e alimentos desaceleraram na margem, enquanto a apreciação cambial também contribuiu para aliviar parte das pressões. Ainda assim, seguimos vendo caudas relevantes para o cenário inflacionário, especialmente diante de riscos climáticos, impulsos fiscais e petróleo em patamar elevado. Por isso, mesmo com a perspectiva de continuidade no ciclo de cortes da Selic, com reduções graduais ao longo das próximas reuniões, a proteção inflacionária segue tendo papel importante na construção dos portfólios.

É aqui que entra uma das principais decisões de alocação que temos defendido há bastante tempo: a manutenção de posições relevantes em ativos indexados à inflação. Em momentos como o atual, é natural que a comparação com o CDI volte ao centro da discussão. A pergunta mais comum costuma ser: “qual paga mais hoje?”. Mas essa é uma pergunta de caixa, não necessariamente de patrimônio. Para uma carteira de longo prazo, a questão mais importante é outra: qual Selic média, ao longo de dez anos, seria necessária para superar a taxa real que consigo travar hoje?

A resposta é menos óbvia do que parece. A NTN-B Principal com vencimento em aproximadamente dez anos tem negociado, em média, próxima de IPCA + 7,40% ao ano nos últimos 12 meses. Em cenários de inflação entre 3,5% e 5,5% ao ano, seria necessária uma Selic média entre 10,9% e 12,9% ao ano para que o CDI empatasse com esse retorno. Ao mesmo tempo, o Boletim Focus projeta Selic de 10,5% em 2028 e 10,0% em 2029. Ou seja, defender o CDI como solução estrutural de longo prazo exige acreditar em um regime de juros persistentemente mais alto do que o próprio consenso de mercado projeta.

O ponto fica ainda mais relevante quando olhamos para a distribuição histórica das taxas reais. Considerando os últimos 20 anos, a taxa real média da NTN-B ficou próxima de 5,36% ao ano. Uma taxa ao redor de 7,40% ao ano está quase dois desvios-padrão acima dessa média, colocando o ponto de entrada atual na cauda

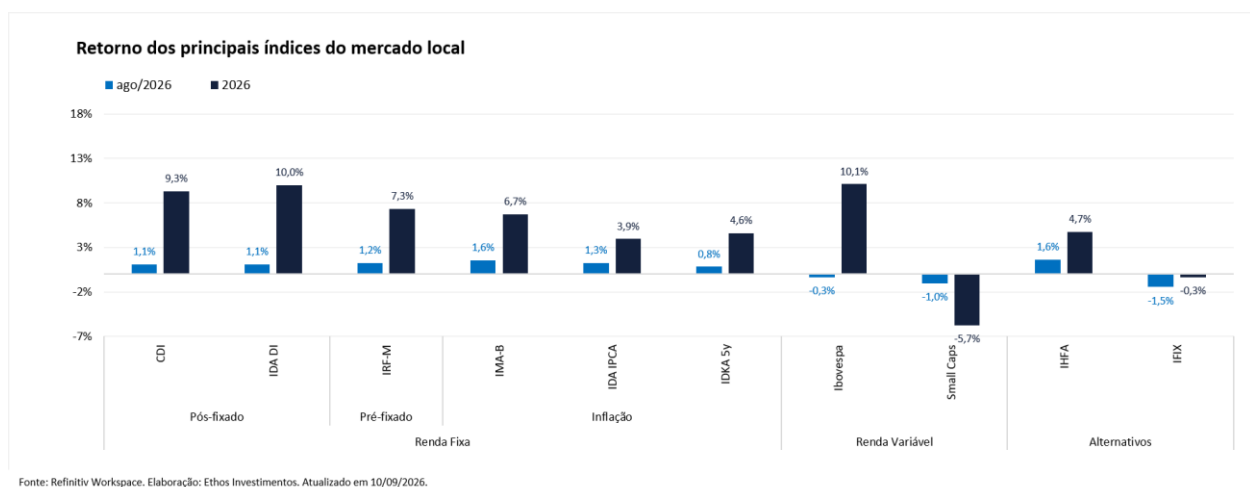
positiva da distribuição. E, em um título mantido até o vencimento, a taxa de entrada é a variável central do retorno futuro. Não há grande mistério: comprar uma NTN-B em patamares historicamente elevados de juro real é, mecanicamente, contratar um retorno real futuro acima da média histórica.

Essa é justamente a assimetria que enxergamos. Se a Selic permanecer muito alta por mais tempo e o CDI superar a NTN-B, o “custo” dessa decisão ainda será carregar algo próximo de 7% ao ano de juro real contratado, o que está longe de ser um resultado ruim. Por outro lado, se a Selic cair ao longo dos próximos anos, o custo de oportunidade de não ter travado essas taxas pode ser muito maior: deixar passar uma das melhores janelas de juro real em mais de uma década.

Naturalmente, ativos indexados à inflação não devem ser tratados como instrumentos de curto prazo. Em janelas mais curtas, a marcação a mercado pode dominar o resultado e fazer o pós-fixado parecer mais confortável. Mas, em horizontes mais longos, a taxa real contratada passa a ter peso muito maior, enquanto o ruído de preço tende a se diluir. O histórico ajuda a ilustrar esse ponto: na crise de 2015, NTN-Bs de prazo semelhante chegaram a negociar próximas de IPCA + 7,58% ao ano. Quem travou essas taxas e carregou os títulos acumulou ganho real muito superior ao de uma posição pós-fixada a 100% do CDI no mesmo período.

Por fim, é importante separar duas objeções diferentes. Se a preocupação é uma crise fiscal ou soberana no Brasil, o CDI não resolve o problema. Tanto o pós-fixado quanto a NTN-B estão expostos à mesma moeda, jurisdição e risco soberano. Nesse caso, a resposta adequada passa por diversificação cambial e exposição offshore. Já se a preocupação é a oscilação de preço no meio do caminho, a discussão é menos sobre o ativo e mais sobre horizonte de investimento. Para mandatos de longo prazo, a marcação intermediária é parte do percurso. Se ela compromete a tranquilidade do investidor, talvez seja o horizonte declarado que precise ser recalibrado.

Dessa forma, seguimos entendendo que a alocação em IPCA+ permanece bem posicionada para preservar poder de compra no longo prazo. O CDI continua relevante para liquidez e gestão de caixa, mas não deve ser confundido com solução patrimonial completa. Em um cenário de eleição acirrada, fiscal pressionado e inflação ainda vulnerável, travar juro real elevado não é apenas uma decisão defensiva. É uma forma de transformar volatilidade de curto prazo em retorno contratado para o futuro.



Cordialmente,

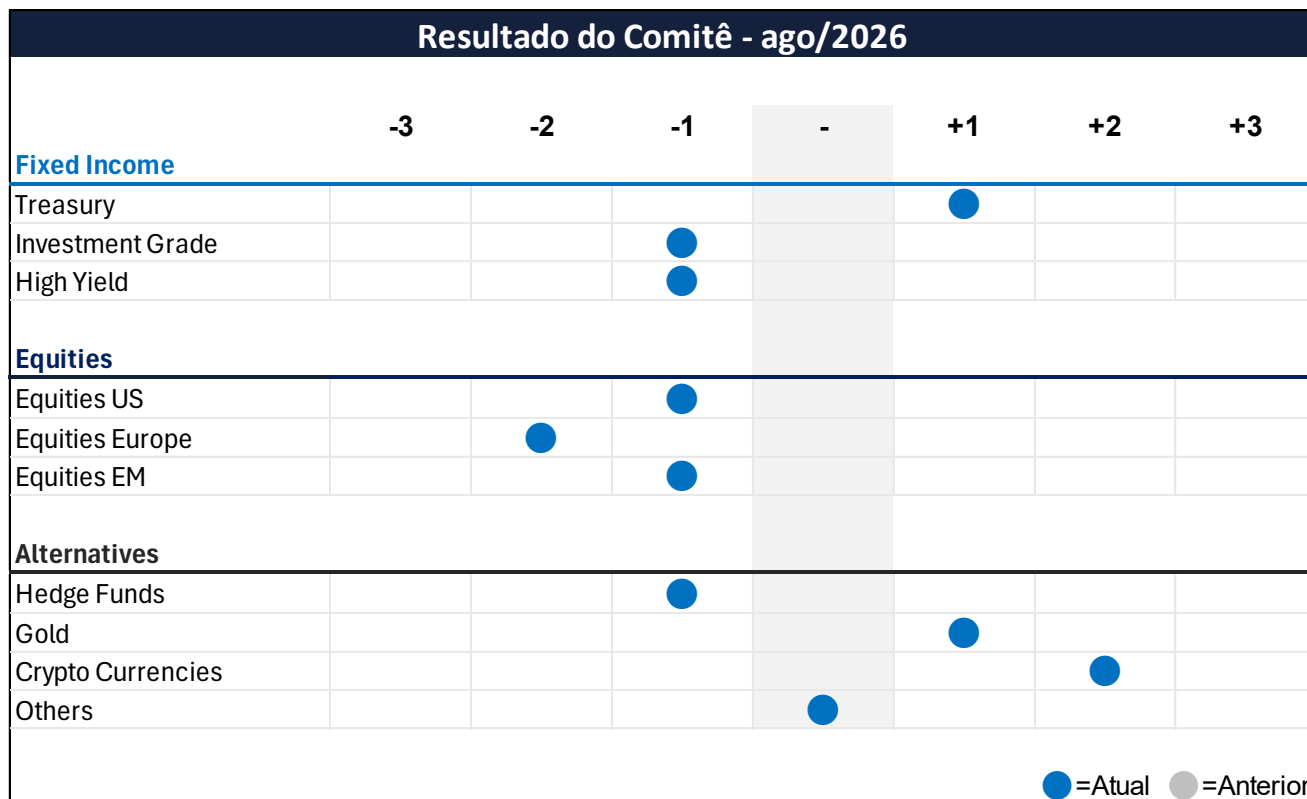
Aline Ferraz, CFA
Time de Investimentos

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*, mantemos nosso posicionamento *overweight* haja vista a manutenção de juros americanos em patamares elevados, especialmente em um ambiente de maior incerteza quanto à trajetória da inflação, da política monetária e da dinâmica econômica global. Nesse contexto, seguimos privilegiando ativos com proteção inflacionária, como as TIPS, além de *Treasuries* de *duration* mais curta, entre 1 e 3 anos, que combinam carregamento atrativo com menor volatilidade diante de movimentos na curva de juros.

Nos segmentos *Investment Grade* e *High Yield*, também mantemos nosso posicionamento *underweight* dado um ambiente ainda caracterizado por *spreads* comprimidos e menor assimetria de retorno. Além dos *spreads* ainda restritos, uma eventual deterioração do cenário inflacionário pode provocar abertura dos prêmios de risco, aumentando a volatilidade e reduzindo a atratividade relativa das classes.

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

Resultado do Comitê - ago/2026							
	-3	-2	-1	-	+1	+2	+3
Renda Fixa							
Pré Fixada					●		
Inflação					●		
Renda Variável							
Renda Variável				●			
Alternativos							
Fundos Multimercado			●				
Credito Estruturado			●				
Outros				●			
● =Atual ● =Anterior							

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 e indexados à inflação, mantemos posicionamento *overweight*. Nos pré-fixados, a volatilidade das curvas de juros tem ampliado as possibilidades de alocação em taxas atrativas, especialmente nos vértices intermediários, entre 3 e 5 anos, onde enxergamos melhor relação entre retorno potencial e risco de mercado. Já nos ativos indexados à inflação, a classe segue relevante em um ambiente no qual a dinâmica fiscal pode gerar novas pressões inflacionárias à frente. 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, apesar do fechamento de *spreads* nos últimos meses, ainda enxergamos algumas oportunidades atrativas de alocação em ativos *High Grade* locais haja vista a escassez de lastros bancários isentos. Ainda assim, seguimos priorizando uma abordagem seletiva, com foco na qualidade de crédito e na relação risco-retorno oferecida pelos emissores.

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, uma vez que a dinâmica política tende a ganhar peso crescente na precificação dos ativos locais nas próximas semanas. 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.