



ETHOS
INVESTIMENTOS

CARTA MENSAL

Setembro 2025

Setembro em Perspectiva

Indicador	Últ. Cotação	set-25	2025
CDI	14,90%	1,22%	10,40%
Ibovespa	146.237	3,40%	21,58%
Dólar	5,3224	-1,98%	-13,85%
EUA Juros 10 anos	4,15%	-0,08%	-0,43%
S&P 500	6.688	3,53%	13,72%
Petróleo Brent (USD)	67,06	-1,56%	-10,38%

O cenário global segue embalado pelo ritmo do *risk-on*. O recente corte de juros promovido pelo FED e o tom complacente do comitê trouxeram novo fôlego aos mercados, ainda que a combinação de inflação e crescimento revisados para cima desafie qualquer manual de macroeconomia. Em suas projeções, a autoridade monetária preferiu a benevolência — e isso soa como música para os ativos de risco. O resultado é uma nova onda de fluxo para emergentes e realocação de capital para as classes mais sensíveis ao juro americano.

Ainda assim, preocupa a politização crescente do FOMC. Cadeiras cada vez mais alinhadas a Trump e a proximidade da troca de Powell em 2026 deixam no ar a dúvida sobre a autonomia futura do FED. Por ora, seguimos dançando conforme a música, mas atentos ao custo de um otimismo que ignora um quadro fiscal americano em franca deterioração.

Por aqui, a sorte segue jogando a nosso favor. A bolsa acumula performance espetacular no ano — ainda mais em dólar — sem que tenhamos tocado em nossas feridas estruturais. O fluxo estrangeiro explica boa parte desse movimento, não uma melhora real de fundamentos. A novidade positiva veio do COPOM, que encerrou o ciclo de altas e deve ter espaço para cortes à frente, com a ajuda de um real mais forte e da desaceleração da atividade.

Mas o vilão fiscal continua ativo e com novas cartas na manga. À medida que nos aproximamos do calendário eleitoral, o governo amplia gastos e aprova pautas populares, como a elevação da faixa de isenção do IRPF e os projetos de isenção das contas de luz para famílias de baixa renda e o programa “Gás do Povo”. Nenhum parlamentar ousará se opor a essas medidas em ano pré-eleitoral — afinal, o custo político de dizer “não” é muito maior do que o de empurrar a conta para o próximo mandato. O problema, como sempre, é que ela chega.

Seguimos, portanto, cautelosos. O vento global segue de popa, mas o casco fiscal brasileiro segue cheio de fissuras. Entre a euforia dos mercados e a realidade das contas públicas, seguimos preferindo o pragmatismo: **observar, proteger e aproveitar as oportunidades sem heroísmo.**

Focus Medianas das Expectativas de Mercado - 10/10/2025				
Mediana - Agregado	2025		2026	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	4,83	4,72	4,30	4,28
PIB (var. %)	2,16	2,16	1,80	1,80
Câmbio (R\$/US\$)	5,50	5,45	5,60	5,50
SELIC (% a.a.)	15,00	15,00	12,38	12,25

Boa leitura!

Daniel Cotrim, CGA
Estrategista



Mercado Internacional

Economia americana: crescimento resiliente, política monetária incerta

O segundo trimestre reforçou a resiliência da economia americana. O PIB foi novamente revisado para cima, impulsionado principalmente pelos gastos das famílias — favorecidos pela valorização das bolsas e pelo aumento da confiança — e pela redução das importações no período. As medidas antecedentes de atividade sugerem alguma desaceleração na segunda metade do ano, mas o crescimento projetado para 2025 continua relativamente robusto, entre 1,5% e 2%. Caso o choque de oferta provocado pelas tarifas se revele passageiro, o consumo poderá manter-se firme nos próximos trimestres. Estimativas indicam que o impacto contracionista sobre o PIB poderá chegar a 1% ainda em 2025, dissipando-se gradualmente até o final de 2026.

Embora uma moderação no consumo seja plausível, os ventos seguem favoráveis: o impulso fiscal permanece forte, e as condições financeiras vêm se tornando mais acomodáticas. Os efeitos do programa “One Big Beautiful Bill” ainda devem ser sentidos nos próximos anos, com reflexos positivos sobre os lucros corporativos e sobre a retroalimentação da atividade econômica.

O mercado de trabalho, contudo, mostra sinais de ajuste gradual. Parte da desaceleração na geração de empregos pode estar associada à menor taxa de participação, especialmente entre estrangeiros. Dados do U.S. Customs & Border Protection mostram apreensões de imigrantes na fronteira com o México nas mínimas desde a pandemia — um indício de restrição na oferta de mão de obra. Além disso, o relatório ADP, levantamento mensal que mede o emprego no setor privado dos Estados Unidos, também apontou uma demanda mais fraca por novas contratações.



Fonte: LSEG Datastream / Fathom Consulting

Do lado dos preços, a inflação segue pressionada e pode permanecer elevada, dependendo da intensidade dos repasses das tarifas. As projeções mais recentes do Federal Reserve indicam uma postura aparentemente mais benevolente: mais inflação, mais crescimento e menos desemprego — o que levanta questionamentos sobre o real espaço para cortes de juros. Ainda assim, o mercado segue precificando duas reduções de 25 pontos-base até o final de 2025.

O tom mais *dovish* do Fed após a última reunião reforçou o apetite por risco nos mercados, movimento que tem sido interpretado também à luz de um conselho gradualmente mais alinhado, política e institucionalmente, às posições do governo Trump. Ainda assim, a combinação entre uma inflação mais persistente e um Fed tolerante reacende o debate sobre a possibilidade de dominância fiscal — cenário em que a política monetária se subordina à necessidade de financiar o governo. Isso tende a pressionar as taxas de juros de longo prazo, ampliando a abertura dos vértices mais longos da curva. Nesse ambiente, a correlação positiva entre os mercados de renda fixa e variável deve permanecer por mais algum tempo.



Mercado Local

O trabalho dos juros começa a aparecer

O aperto monetário prolongado começa, enfim, a surtir efeito sobre a demanda agregada. Os indicadores antecedentes de atividade dos setores industrial e de serviços confirmam sinais mais claros de desaceleração gradual na segunda metade de 2025, conforme antecipávamos, refletindo o impacto acumulado dos juros elevados.

Apesar desse arrefecimento, o mercado de trabalho segue resiliente, com níveis de desemprego historicamente baixos. Caso a taxa de participação continue avançando, a menor geração de novas vagas poderá conduzir a uma moderação mais visível da ocupação nos próximos trimestres. No campo inflacionário, o IPCA acumula alta de 5,13% em 12 meses — ainda acima do intervalo compatível com a meta.

O cenário fiscal continua sendo um dos principais entraves à condução da política monetária. A busca por popularidade em um contexto pré-eleitoral tem impulsionado medidas de aumento de gastos no curto prazo, enquanto o endividamento público segue em trajetória ascendente. A margem para o cumprimento do arcabouço fiscal no ano é estreita, o que adia para o próximo ciclo eleitoral as discussões estruturais sobre controle de despesas e revisão das regras fiscais. Essa combinação — inflação ainda longe da meta e desequilíbrio fiscal — restringe o espaço para uma redução mais acelerada da taxa básica de juros em 2025.

Do ponto de vista das alocações, o momento reforça a importância da diversificação dentro da renda fixa. A correlação historicamente baixa entre os indexadores (CDI, IPCA e prefixados) justifica a manutenção das diferentes classes nos portfólios — independentemente do patamar da Selic. Historicamente, os períodos de queda dos juros proporcionaram retornos médios superiores nas classes de prefixados e de inflação, em relação ao CDI. Embora o ciclo de cortes de 2023 tenha moderado parte dessa percepção, a manutenção de juros reais acima de 7% permanece insustentável no médio prazo, o que levaria o endividamento público a níveis próximos de 120% do PIB em dez anos. Reconhecemos, contudo, a dualidade que as eleições de 2026 trazem para os ativos locais. De um lado, a continuidade dos cortes de juros e a expectativa de um governo mais pró-mercado podem favorecer uma reprecificação positiva dos ativos. De outro, o quadro fiscal apertado e eventuais medidas de cunho populista mantêm os riscos no radar. Ainda assim, a assimetria nas curvas de juros continua relevante, especialmente à medida que cresce o apetite por risco.

No mercado de fundos, observamos sinais de melhora. O ambiente “*risk-on*” para emergentes reduziu o fluxo negativo na captação líquida de fundos de ações e multimercados: em setembro, os resgates foram menores — R\$ 417 milhões em fundos de ações e R\$ 716 milhões em multimercados, ante R\$ 743 milhões e R\$ 1,9 bilhão, respectivamente, em agosto. Esse movimento reflete a rotação global de fluxos, mas a melhora local — tanto entre investidores institucionais quanto pessoas físicas — ainda não foi plenamente incorporada. Os resultados corporativos reforçam esse quadro, mostrando múltiplos preço/lucro ainda abaixo da média histórica.

Encerramos o mês reconhecendo que o cenário doméstico combina desafios estruturais e oportunidades táticas. A leitura prudente dos ciclos — fiscal, monetário e eleitoral — será determinante para transformar volatilidade em boas oportunidades de investimento e diversificação de portfólio.

Agradecemos a confiança em nossa gestão e seguimos focados em identificar oportunidades e proteger o capital dos nossos clientes, sempre com visão de longo prazo. Nas próximas páginas, apresentamos os vieses de alocação definidos em nosso último comitê de investimentos e um breve comentário sobre as decisões implementadas.

Cordialmente,

Aline Ferraz, CFA
Time de Investimentos



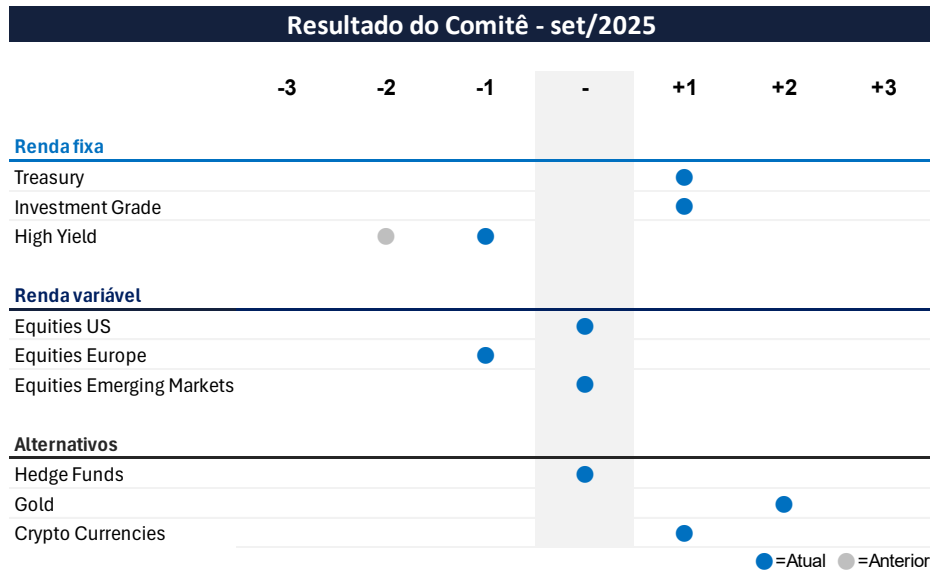
ASSET ALLOCATION

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

www.ethosinvestimentos.com.br

www.ethosinvestimentos.com.br

Alocação Tática Global



Renda Fixa

A volatilidade ainda considerável no mercado global sustenta nossa visão construtiva para a manutenção de posições em caixa. Em relação às **Treasuries**, optamos por preservar o posicionamento com viés positivo em ativos que ofereçam proteção contra a inflação, como as TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities), sustentando uma estratégia de duration entre 7 e 10 anos, dado que os juros reais americanos ainda permanecem em patamares historicamente elevados. No segmento **Investment Grade**, nossa preferência recai sobre papéis de menor duration (1 a 3 anos), menos expostos a marcações negativas decorrentes de uma possível abertura da curva de juros. Já para o universo **High Yield**, priorizamos, neste momento, a alocação em ativos de maior qualidade de crédito, em um mercado caracterizado por spreads historicamente comprimidos.

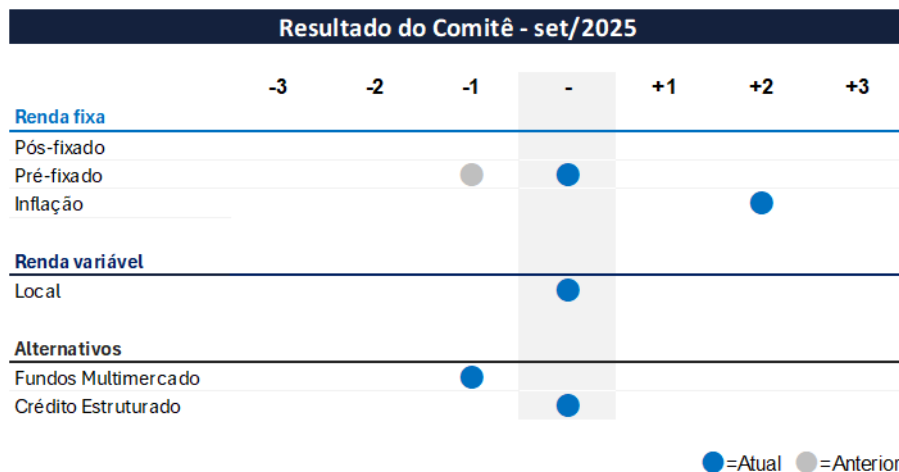
Renda Variável

Decidimos manter uma alocação neutra em **Equities US**, diante da perspectiva de continuidade dos resultados no micro, aliada à expectativa de mais cortes de juros pelo Fed. No entanto, os riscos de uma inflação ainda elevada devem ser considerados na escolha setorial. Empresas com poder de repasse e forte geração de caixa permanecem entre nossas preferências, além de posições no S&P Core, dada sua concentração. No entanto, também vemos sentido em compor carteira com setores defensivos em um contexto de preços tão altos no S&P500. Em **Equities Europe**, a fraca atividade econômica do bloco sustenta nossa perspectiva underweight para a classe. Já em **Equities EM** (Emerging Markets), mantemos o posicionamento neutro em função das expectativas de maior fluxo para esses mercados, que vêm apresentando revisões positivas de lucro e se beneficiam da rotação geográfica a partir dos EUA. Para essa classe, privilegiamos alocações voltadas aos setores de tecnologia e consumo discricionário, via ETFs.

Alternativos

Mantemos nosso posicionamento acima do nível neutro para **Gold** e **Crypto Currencies**, priorizando estruturas que protejam os portfólios em um ambiente mais incerto, bem como instrumentos que se beneficiem de um cenário de inflação persistentemente elevada. Como estratégia de exposição a essas classes, utilizamos estruturas como os ETFs, devido à facilidade de acesso, custódia simplificada, maior transparência e baixo custo operacional para manutenção dos ativos em carteira.

Alocação Tática Local



Renda Fixa

Quanto às estratégias de investimento em renda fixa local, acreditamos que a classe de **pós-fixados** seguirá exercendo um papel fundamental na preservação patrimonial dos portfólios, dado o nível elevado dos juros reais correntes. Com a expectativa de corte de juros para o ano de 2026, vemos alguma atratividade para movimentos na classe de **pré-fixados** de prazo curto (dois anos), especialmente em títulos isentos. Nos ativos atrelados à **inflação**, mantemos nossa visão overweight, haja vista o elevado nível das taxas reais nos papéis indexados ao IPCA, especialmente caso as atuais diretrizes fiscais do governo provoquem novas surpresas inflacionárias à frente. Para essa classe, temos preferência por instrumentos bancários ou títulos públicos federais com duration superior a sete anos. No que tange às alocações em crédito privado, mantemos nossa visão underweight, motivada pelos baixos spreads oferecidos por esses instrumentos.

Renda Variável

As classes de risco seguem em um cenário doméstico relativamente favorável, com preços ainda descontados. No entanto, o aperto fiscal esperado nos próximos meses e a baixa visibilidade sobre o quadro eleitoral de 2026 dificultam uma defesa mais consistente para um posicionamento overweight. Assim, mantemos nossa posição neutra em **renda variável**, priorizando ativos líquidos e/ou ETFs para essa exposição.

Alternativos

Em relação à classe de multimercados, observamos um cenário ainda incerto para o posicionamento dinâmico dos gestores. No que se refere à alocação em **crédito estruturado**, mantemos visão neutra, considerando as expectativas positivas em relação ao ciclo de cortes de juros no mercado local. Seguimos com preferência por exposição à classe por meio de gestores especializados, estratégia que proporciona maior diversificação e menor risco de concentração.