



ETHOS
INVESTIMENTOS

CARTA MENSAL

Agosto 2025

Agosto em Perspectiva

Indicador	Últ. Cotação	ago-25	2025
CDI	14,90%	1,16%	9,07%
Ibovespa	141.422	6,28%	17,57%
Dólar	5,4299	-3,05%	-12,11%
EUA Juros 10 anos	4,23%	-0,14%	-0,35%
S&P 500	6.460	1,91%	9,84%
Petróleo Brent (USD)	68,12	-6,11%	-8,97%

O otimismo voltou a tomar conta dos mercados com a expectativa de cortes de juros nos EUA. Apesar de uma inflação ainda incômoda, a narrativa que prevalece é a de que o FED deve se guiar mais pelo enfraquecimento do mercado de trabalho do que pela persistência dos preços. A resposta imediata foi uma impulsão dos ativos de risco, dos mais sensíveis aos juros americanos até mercados emergentes.

No entanto, **esse entusiasmo ainda convive com contradições profundas**. As tarifas seguem como instrumento central de arrecadação e discurso político, mas pouco ajudam a corrigir o grave quadro fiscal americano. O risco de repasses inflacionários à frente é real, e o mercado insiste em precificar um futuro mais benigno do que as condições justificam. Some-se a isso uma política monetária pressionada e um endividamento crescente, e temos um campo fértil para novas frustrações.

Aqui no Brasil, o aperto monetário vem cumprindo seu papel: a demanda agregada começa a mostrar sinais claros de cansaço e a inflação perde fôlego. O cenário externo pró-risco tende a nos favorecer, mas as incertezas políticas locais continuam a pesar. As indefinições eleitorais e a falta de um debate sério sobre reformas estruturantes reforçam o diagnóstico de que **seguimos adiando o enfrentamento de problemas fiscais cada vez mais urgentes**.

No curto prazo, o que temos é um liquidificador de tensões: a extensão do tarifaço, o julgamento de um ex-presidente no STF, as tentativas do governo de recuperar popularidade e as consequências de todos esses vetores misturados, mantendo a volatilidade elevada.

Em resumo, seguimos cautelosos. Ajustamos gradualmente nossas preferências em direção a ativos de risco, mas evitamos posições que apostem em otimismo excessivo.

Buscando inspiração no esporte, uma frase presente no vestiário do San Francisco 49ers me parece bastante aplicável ao atual momento de mercado: *Stay humble. Ignore the noise. Protect the team*. Na gestão de portfólios, esse lema se traduz em respeitar o perfil de risco, adotar o pragmatismo na tomada de decisões, distinguir sinais de ruídos e manter a consistência necessária para colher resultados no longo prazo.



"Mantenha-se humilde. Ignore o barulho. Proteja o time." Fonte: San Francisco 49ers [Frase no vestiário].

Boa leitura!

Daniel Cotrim, CGA
Estrategista



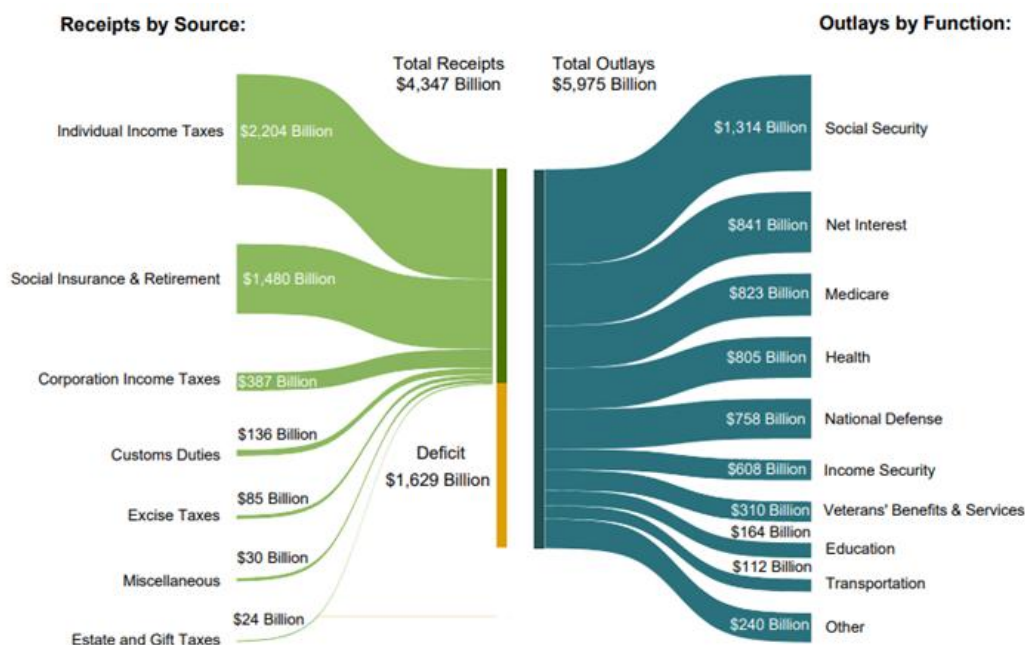
Mercado Internacional

O tripé americano: tarifas, rolagem da dívida e política monetária

As tarifas têm contribuído, no curto prazo, para um aumento expressivo da arrecadação federal americana. Até junho, as receitas tarifárias cresceram 300% em relação à média observada entre 2018 e 2024. No entanto, esse aumento ainda pode reduzir os volumes de importação, e já presenciamos uma reversão significativa do fluxo de importações nos EUA em comparação ao primeiro trimestre. A questão central é: qual tem sido o impacto fiscal efetivo dessas tarifas?

De acordo com os dados do Bureau of the Fiscal Service, a parcela de receitas oriundas de tarifas de importação (*customs duties*) corresponde a aproximadamente US\$ 136 bilhões acumulados até o mês de julho de 2025. Esse montante representa 5% do déficit projetado até o fim do período. Comparado às demais fontes de receita primária do país, trata-se de uma contribuição relativamente pequena. Mantidas as condições atuais, o déficit americano ainda deve alcançar aproximadamente 6,3% do PIB neste ano.

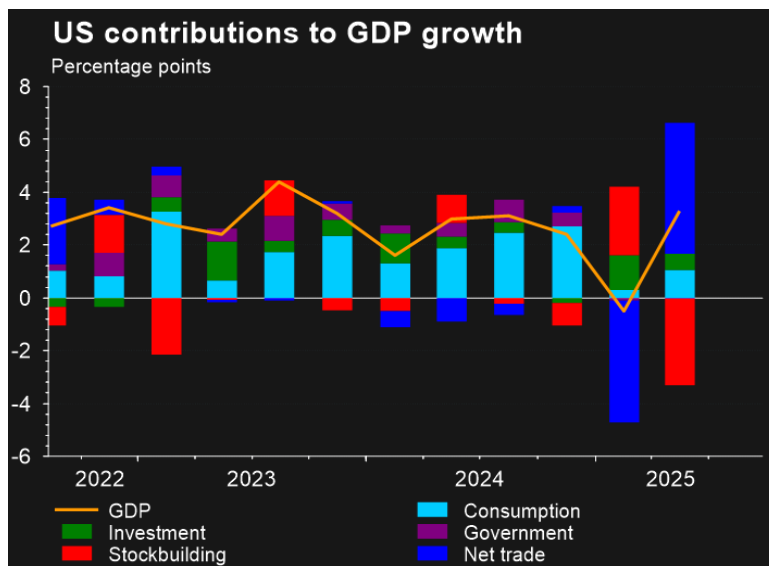
A busca por superávit nas contas públicas dos EUA, na prática, tem outro foco de maior relevância. Atualmente, o país destina cerca de US\$ 841 bilhões apenas para pagamentos de juros. Além disso, o elevado custo da dívida pública se soma a um calendário de vencimentos bastante relevante: aproximadamente US\$ 7 trilhões em Treasuries vencem em 2025 e outros US\$ 5 trilhões em 2026. Assim, o rolamento da dívida em condições de juros mais baixos aparece como uma das principais intenções por trás da pressão política. Nesse contexto, a insistência do Executivo em pressionar o FED por cortes de juros tem como um dos principais objetivos centrais baratear o serviço da dívida federal. Trump, nesse sentido, deve manter o foco nos juros, variável considerada mais “tangível” para atenuar o problema fiscal.



Receitas, despesas e superávit/déficit acumulados até o ano fiscal de 2025. Fonte: U.S. Department of the Treasury | Bureau of The Fiscal Service

No lado da atividade, a queda das importações no segundo trimestre também contribuiu significativamente para o resultado positivo do PIB no período, que foi sustentado pela redução do volume importado e pela resiliência do consumo das famílias. Esse desempenho levou a revisões mais otimistas para a atividade no curto prazo. Já em relação ao mercado de trabalho, os indicadores vêm

sinalizando certa desaceleração, ainda que com espaço para ajustes adicionais diante das projeções do FED. Parte desse movimento pode ser explicada pela queda na taxa de participação, especialmente de estrangeiros, o que abre margem para a autoridade monetária retomar o ciclo de cortes. Ainda assim, o consumo doméstico se mantém sólido, impulsionado por salários em crescimento e pelo estoque positivo de poupança acumulada pelas famílias.



Contribuição dos componentes para o crescimento do PIB dos EUA. Fonte: LSEG/ Fathom Consulting

No que se refere à inflação, as expectativas permanecem desafiadoras. A inflação corrente não incorpora de forma significativa o repasse de preços, o que sustenta uma postura mais cautelosa por parte de alguns dirigentes. O processo de readequação das cadeias produtivas, que poderia limitar pressões inflacionárias, ainda parece distante. Diante disso, e considerando que a alta da inflação de bens não tem se mostrado suficientemente relevante frente aos sinais de fadiga do mercado de trabalho, avaliamos que o FED tende a se guiar, predominantemente, pelos indicadores de emprego ao calibrar a política monetária. O mercado, por sua vez, já precifica quase três cortes sequenciais de 25 bps em 2025, com a primeira redução prevista no mês de setembro.

Assim, seguimos priorizando ativos que se beneficiem de um ambiente de preços mais elevados. Atualmente, a taxa de juros real das TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*) encontra-se cerca de um desvio-padrão acima da média histórica. Já nos vértices mais longos, os investidores tendem a demandar prêmios adicionais em ativos pré-fixados para compensar as preocupações fiscais e a maior incerteza política, o que mantém o movimento de abertura nas curvas longas em pauta.

Hoje, o prêmio de risco da curva longa de juros americana alcança os maiores patamares desde 2021. Acreditamos que essa abertura deve continuar refletindo fatores estruturais, como a fragilidade fiscal dos EUA; a redução de alíquotas corporativas sem compensações adequadas na arrecadação; o aumento do custo de rolagem da dívida; e uma atividade econômica ainda resiliente no curto prazo. Por fim, o enfraquecimento recente do dólar adiciona pressão ao cenário, aumentando a probabilidade de que as forças inflacionárias se mostrem mais persistentes.

S&P em máximas históricas: micro resiliente, macro desafiador

Na bolsa americana, seguimos observando o S&P em máximas históricas. A continuidade da entrega de resultados no micro e a redução do risco de uma rápida desaceleração da atividade trazem maior clareza ao cenário. Do ponto de vista técnico, as médias móveis nos múltiplos de preço/lucro têm indicado uma

tendência sequencial de altas ao longo dos anos, em parte impulsionada pela forte concentração do índice nas grandes empresas da *Mag7*, com elevado nível de caixa livre. Na última *Earnings Season* de 2025, os resultados superaram as medianas de expectativa, reforçando a resiliência das companhias. Mesmo em um ambiente macroeconômico incerto, as empresas americanas mantêm solidez, com projeções positivas de crescimento de lucros. Em especial, o setor de tecnologia surpreendeu positivamente: as grandes *techs* reportaram resultados robustos, e o apetite por inovação em áreas como inteligência artificial segue sustentando expectativas elevadas de expansão de receitas.

Ainda assim, acreditamos que a exposição a ativos de risco deve ser conduzida com cautela. Apesar do bom desempenho de curto prazo, muitas dessas empresas embarcaram em ciclos de investimento em capital (*CapEx*) bastante ambiciosos nos últimos anos. A necessidade de acompanhar esse movimento, aliada à crescente competitividade global no setor de tecnologia — sobretudo de *players* asiáticos — reforça nossa preferência por uma alocação diversificada.

Além disso, os riscos de uma inflação ainda elevada devem ser considerados na escolha setorial. Empresas com forte poder de repasse e geração de caixa permanecem entre nossas principais preferências. Em termos relativos, a renda fixa segue atrativa: com juros reais em patamares elevados, o prêmio de risco dos ativos de renda variável continua baixo. Além do exposto acima, mantemos nossa visão positiva para alternativas como ouro, criptoativos e ativos reais, como parte da composição diversificada de portfólios.



Mercado Local

Chegamos ao ponto de inflexão?

Os dados locais começam a refletir os efeitos da política monetária restritiva. Há sinais mais claros de que a atividade econômica perde fôlego gradualmente, conforme antecipávamos. Com menor impulso fiscal neste ano, o aperto monetário prolongado vem surtindo efeito sobre a demanda agregada. O consumo das famílias, por exemplo, desacelerou de +1,0% no primeiro trimestre para +0,5% no segundo trimestre, tanto em bens ligados ao crédito quanto em serviços. Da mesma forma, indicadores de produção e de confiança empresarial apontam arrefecimento. O desemprego permanece próximo das mínimas históricas, mas com previsão de retomada da trajetória de alta nos próximos meses.

A inflação, por sua vez, tem se reduzido de maneira consistente, embora ainda acima da meta do Banco Central. Nos últimos 12 meses, o IPCA acumula alta de 5,23%, influenciado principalmente pela queda nos preços de alimentos e habitação. O mercado tem precificado essa melhora, com expectativas futuras de inflação revisadas para baixo, inclusive nas taxas implícitas. Os acontecimentos recentes levaram a novas revisões nas projeções captadas pelo Focus, não apenas para 2025, mas também — em menor intensidade — para os anos subsequentes. Ainda assim, diante de uma meta ambiciosa de 3% estabelecida pelo Banco Central, as expectativas permanecem desancoradas.

Focus Medianas das Expectativas de Mercado - 12/09/2025				
Mediana - Agregado	2025		2026	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	4,95	4,83	4,40	4,30
PIB (var. %)	2,21	2,16	1,87	1,80
Câmbio (R\$/US\$)	5,60	5,50	5,70	5,60
SELIC (% a.a.)	15,00	15,00	12,50	12,38

No quesito fiscal, o quadro atual continua a limitar um fechamento mais expressivo da curva de juros. A margem para cumprimento do arcabouço fiscal em 2025 é bastante estreita, e o endividamento segue em trajetória de alta, empurrando para próximos ciclos eleitorais a discussão sobre gastos e eventuais revisões das regras fiscais. Diante desse contexto, acreditamos que o Copom deve manter a Selic estável nas próximas reuniões, com possibilidade de iniciar cortes apenas no primeiro trimestre de 2026. Nesse ambiente, seguimos com preferência por posições em pós-fixados no curto prazo.

Para horizontes mais longos, entretanto, os juros reais se destacam como a oportunidade mais atrativa. Os dados evidenciam que o fiscal não tem sido endereçado, e a dívida em proporção do PIB continua crescendo ano após ano. Manter juros reais elevados é uma medida necessária para conter pressões inflacionárias em uma economia aquecida, mas compromete a trajetória do endividamento público. Ainda assim, o carregamento atual dos juros reais, em janelas móveis mais longas, é bastante positivo em relação ao CDI. Por isso, consideramos prudente aproveitar instrumentos atrelados a taxas reais com *duration* de 7 a 10 anos, já que os níveis atuais se encontram em patamares historicamente atrativos.

O dilema da bolsa brasileira: risco e oportunidade lado a lado

Entre os indicadores técnicos para ativos de risco locais, ainda persiste uma dissonância relevante: o prêmio de risco (ERP) segue abaixo da sua média histórica, situando-se em torno de 0,90%, enquanto a curva longa de juros continua sendo um dos principais limitadores para uma alta mais consistente da bolsa brasileira. Apesar disso, o mercado local negocia a múltiplos historicamente baixos, com P/L médio em

torno de 8,6 — abaixo da média dos últimos dez anos —, o que mantém a atratividade relativa diante de um cenário geopolítico e fiscal doméstico desafiador.

A desvalorização do dólar no curto prazo e a expectativa de cortes pelo FED em setembro podem estimular o fluxo de capitais para países emergentes, reforçando o ambiente *risk on* para ativos de risco nesses mercados. Em agosto, observamos a retomada do fluxo estrangeiro, que continua sendo o principal *driver* para a bolsa brasileira. Esse movimento já aparece no mercado local: os resgates líquidos em fundos de ações vêm desacelerando, passando de -R\$ 2 bilhões em junho para -R\$ 1,2 bilhão em julho e -R\$ 755 milhões em agosto.

Há, portanto, prós e contras para um posicionamento *risk on* em ativos locais. Do lado negativo, permanece a incerteza quanto à confiança do investidor estrangeiro, especialmente diante de um cenário político doméstico com custo elevado de governabilidade entre Executivo e Congresso. Embora exista a possibilidade de redução desse custo nas próximas eleições, ainda é cedo para confirmar tal tendência. Por outro lado, o cenário externo tende a beneficiar emergentes, enquanto fatores monetários locais, associados à proximidade do ciclo de cortes de juros, podem favorecer posições pró-risco.

Diante desse balanço de riscos e oportunidades, ajustamos nosso posicionamento em ativos de risco locais de *underweight* para neutro, com alocações realizadas de forma leve e prudente. Reconhecemos, contudo, que o curto prazo ainda é marcado por elevada volatilidade e baixa visibilidade. Classes de risco parecem se inserir em um ambiente internacional mais favorável, com preços ainda descontados. Entretanto, as contas públicas devem seguir em trajetória de deterioração no curto prazo, e a falta de clareza sobre a disputa eleitoral de 2026 dificulta a defesa de um posicionamento *overweight*.

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



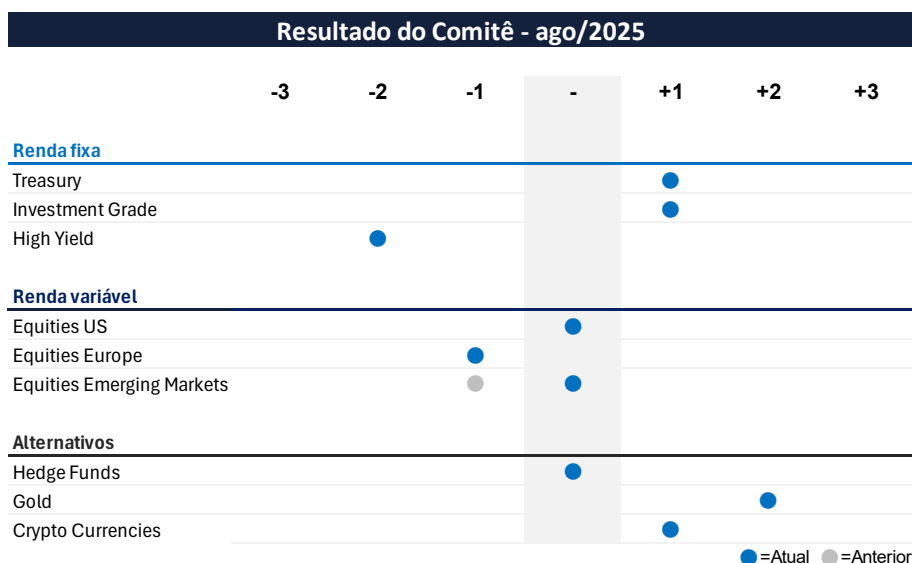
ASSET ALLOCATION

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 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.

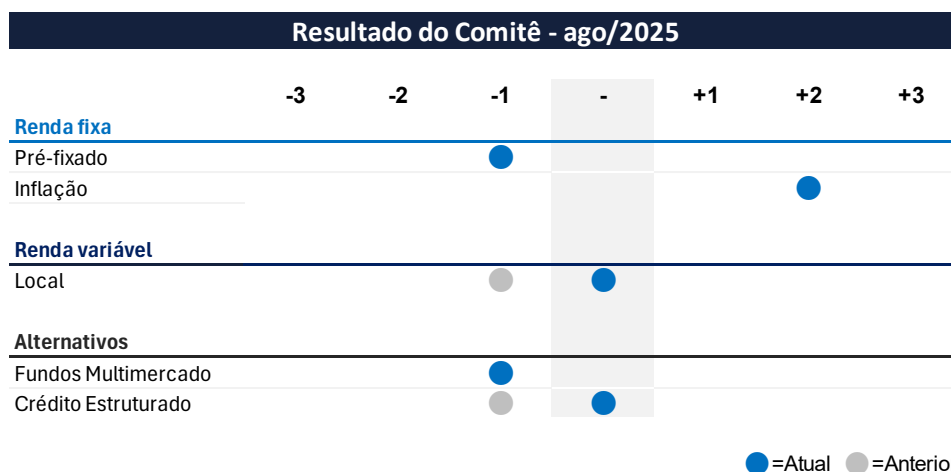
Renda Variável

Decidimos manter uma alocação neutra em **Equities US**, diante da perspectiva de continuidade dos resultados no micro, aliada à expectativa de 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. Em **Equities Europe**, a fraca atividade econômica do bloco sustenta nossa perspectiva underweight para a classe. Já em **Equities EM** (Emerging Markets), elevamos o posicionamento para 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, decorrente da intensificação dos conflitos geopolíticos, 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. Ainda vemos pouca atratividade para movimentos em juros nominais, o que justifica nosso posicionamento underweight na classe de **pré-fixados**. 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

Haja vista o cenário externo, que tende a favorecer o fluxo para países emergentes, aliado aos múltiplos historicamente atrativos da bolsa brasileira, ajustamos gradualmente nossas preferências em direção a ativos de risco. Mantemos a prioridade em 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 tange à alocação em **crédito estruturado**, ajustamos nossa visão para um posicionamento mais neutro, em função do nível de spread mais elevado praticado nesse mercado e das expectativas positivas quanto ao ciclo de cortes de juros no mercado local. Mantemos a preferência por exposição à classe por meio de gestores, oferecendo menor risco de concentração.