

CARTA MENSAL

Julho 2026

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Julho em Perspectiva

A volatilidade permaneceu elevada em julho. No Oriente Médio, o vaivém das hostilidades envolvendo grupos apoiados pelo Irã e os Estados Unidos voltou a pressionar o preço do petróleo. Como já escrevemos anteriormente, ainda parece haver muita água por rolar nesse assunto. Enquanto não houver uma solução estrutural para o conflito, a *commodity* deverá continuar oscilando e transmitindo seus efeitos para a inflação, os juros e os prêmios de risco.

É com esse pano de fundo que o Federal Reserve tenta conduzir a política monetária. Mesmo após o alívio observado na última divulgação, a inflação acumulada permanece acima da meta, enquanto a composição dos preços ao produtor sugere que **a convergência pode ser mais lenta do que o mercado gostaria**. Em sua última reunião, o Fed manteve os juros inalterados.

A abordagem menos previsível adotada por Kevin Warsh contribui para a incerteza, mas talvez apenas exponha algo que parte dos investidores ainda reluta em admitir: a possibilidade de uma nova alta de juros voltou à mesa. Goste Trump ou não, estejam as eleições próximas ou não, agrade isso aos mercados ou não, **a realidade dos dados terá de se impor**. Parece mais prudente compreender essa probabilidade e adaptar os portfólios do que simplesmente torcer para que ela desapareça.

O estresse das últimas semanas também abriu oportunidades. As taxas reais da renda fixa americana estão em patamares históricos interessantes, o caixa recuperou atratividade e os títulos prefixados de curto prazo já parecem incorporar um prêmio relevante. É um bom momento para repensar onde vale a pena a tomada de risco. Nas bolsas, o micro continua positivo. As empresas seguem entregando resultados acima das expectativas e lembrando à geopolítica e à política monetária que, na economia real, as coisas ainda vão bem. Mesmo a rotação dentro da tese de inteligência artificial — entre semicondutores e *hyperscalers* — parece estar produzindo correções mais concentradas nos múltiplos do que nos lucros. Isso incomoda, mas tranquiliza.

Ainda assim, a combinação entre volatilidade elevada, prêmios de risco mais altos e a possibilidade de um novo ciclo de aperto

monetário nos EUA reforça a necessidade de reduzir marginalmente o risco dos portfólios. O momento não pede movimentos extremos, mas ajustes finos nos pesos de cada classe e maior seletividade nas escolhas.

Por aqui, os ventos continuam soprando do calendário eleitoral. As pesquisas recentes passaram a atribuir maior probabilidade à reeleição de Lula, reacendendo as preocupações sobre o espaço para uma postura fiscal mais responsável no próximo mandato. Duas ponderações, contudo, parecem importantes.

A primeira diz respeito à própria eleição. A volatilidade política deverá aumentar à medida que nos aproximamos de outubro. Ao menos com base em nosso histórico, eleições brasileiras costumam ser apertadas, barulhentas e repletas de reviravoltas. Parece cedo para declarar qualquer campeão, independentemente do lado.

A segunda envolve a situação fiscal. Os sinais são preocupantes, mas também indicam que talvez não estejamos tão distantes da necessidade de um ajuste (talvez forçado!). O crescimento acelerado da dívida pública, somado à elevada parcela do estoque atrelada à Selic, torna cada vez mais evidente a necessidade de reformas que controlem as despesas obrigatórias e permitam uma redução estrutural dos juros. Sem equilíbrio das contas públicas, qualquer queda da Selic tende a ser pequena e seu custo de longo prazo torna-se insustentável.

Há ainda um elemento político relevante. A dívida brasileira está concentrada principalmente nas mãos de investidores domésticos. Uma desancoragem aguda dos mercados, com disparada dos juros e do câmbio, atingiria diretamente a poupança, o crédito, a atividade e o poder de compra da população. Para qualquer governo, **simplesmente abandonar a questão fiscal poderia se transformar em uma espécie de suicídio político**.

Ao fim, nossas recomendações locais se aproximam das internacionais: **menos otimismo com um cenário de juros baixos no curto prazo, maior preferência por renda fixa e liquidez e disposição para aproveitar as distorções criadas pela volatilidade**.

Boa leitura!

Daniel Cotrim, CGA
Estrategista



Mercado Internacional

Resiliência ou complacência?

À primeira vista, julho poderia ser lido como mais um mês de resistência dos mercados globais. Mesmo com a retomada das hostilidades entre Estados Unidos e Irã, a reação dos ativos foi relativamente contida. O S&P 500 recuou apenas 0,13%, enquanto a renda variável global teve desempenho mais disperso, com quedas mais relevantes em mercados emergentes, no CSI 300 da China e na Nasdaq.

Mas a aparente tranquilidade dos índices esconde um ponto importante: o risco geopolítico deixou de ser um choque isolado e passou a fazer parte da precificação. E o principal canal dessa transmissão continua sendo o petróleo. O *Brent* voltou a subir de forma expressiva em julho, aproximando-se de USD 90 por barril, em meio à instabilidade no Oriente Médio e à volatilidade do fluxo

de embarcações pelo Estreito de Ormuz, que voltou a se aproximar das mínimas observadas no auge do conflito.

Esse movimento importa porque choques de energia raramente ficam restritos ao preço da *commodity*. Com alguma defasagem, eles tendem a aparecer nos custos de transporte, nas cadeias de produção e, eventualmente, nos índices de inflação. Por isso, embora os dados recentes de preços nos Estados Unidos tenham vindo abaixo do esperado e trazido algum alívio ao mercado, eles ainda não incorporam integralmente os efeitos da nova escalada geopolítica.

É justamente nesse ponto que a política monetária americana volta ao centro da discussão. Em uma votação dividida, o FOMC manteve a taxa de juros inalterada entre 3,50% e 3,75% ao ano, na segunda reunião sob o comando de Kevin Warsh. A decisão veio em linha

com o esperado, mas o placar mostrou um Comitê menos consensual, com parte dos participantes defendendo uma alta de 0,25 ponto percentual.

A comunicação de Warsh também aumentou o desconforto. Embora o presidente do Fed tenha reiterado o compromisso com a estabilidade de preços, o mercado esperava uma explicação mais firme sobre por que esse compromisso não se traduziu em alta de juros, especialmente diante de uma inflação ainda elevada e de novos riscos vindos da energia. A dúvida não está apenas na decisão em si, mas na capacidade da nova liderança de conduzir as expectativas de inflação de volta à meta.

Como resultado, os investidores passaram a exigir mais prêmio. As *Treasuries* abriram principalmente nos vencimentos longos, refletindo maior prêmio de risco e de inflação. A curva de juros americana ficou mais inclinada, e esse movimento se espalhou para outras curvas de juros globais. Em um ambiente de atividade ainda resiliente, petróleo mais caro e política fiscal expansionista, o mercado começa a testar até onde o Fed conseguirá manter os juros estáveis sem comprometer sua credibilidade.

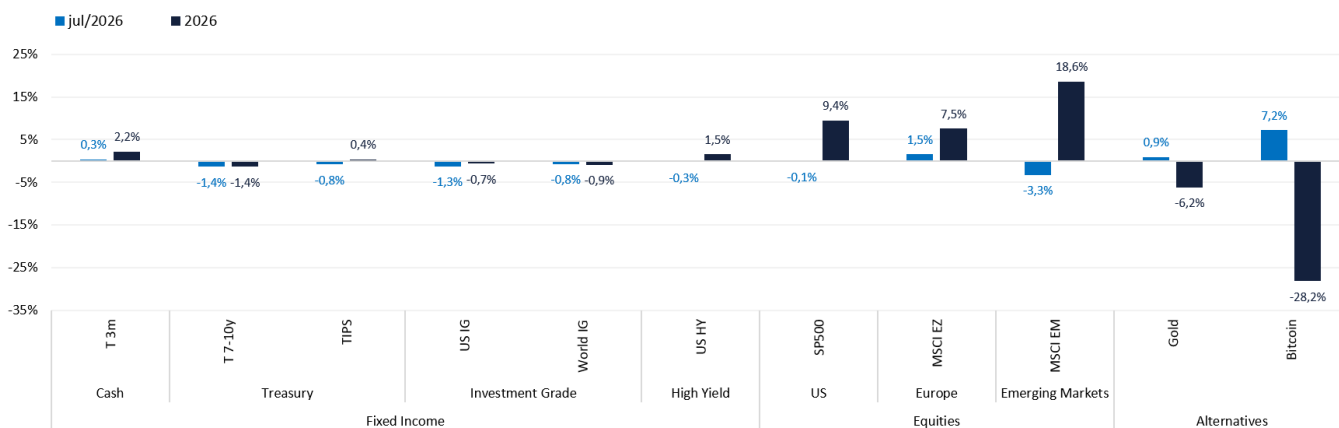
No mercado acionário americano, o quadro é mais ambíguo. Os resultados corporativos do segundo trimestre continuam surpreendendo positivamente, sustentando expectativas de crescimento de lucros. Ao mesmo tempo, múltiplos elevados e prêmio de risco comprimido deixam menos margem para erro. O investidor segue disposto a pagar por crescimento, mas a taxa livre de risco mais alta torna essa escolha cada vez mais exigente.

A tese de inteligência artificial permanece no centro dessa equação. O múltiplo de preço sobre lucros esperados do S&P 500 para os

próximos 12 meses passou por correção e está abaixo da média dos últimos três anos, enquanto o múltiplo baseado em lucros realizados permanece próximo da média. Essa diferença mostra que o mercado ainda aposta em crescimento relevante à frente. Para que essa leitura se sustente, porém, a demanda por IA precisa continuar se traduzindo não apenas em investimentos elevados, mas também em crescimento efetivo de receita, margem e lucro. Esse é um ciclo que ainda exige paciência. A adoção da inteligência artificial ainda não se espalhou de forma homogênea entre os setores da economia, e as estimativas de ganho de produtividade continuam pouco precisas. Ao mesmo tempo, o capital tem fluído dos grandes *hyperscalers* para fornecedores de infraestrutura, semicondutores, *data centers* e energia, criando distorções importantes dentro do próprio mercado acionário. A transformação pode ser profunda, mas o retorno sobre o capital investido ainda precisará ser comprovado ao longo do tempo.

A mensagem para alocação, portanto, não é simplesmente reduzir risco ou buscar proteção a qualquer custo. O ponto central é escolher melhor quais riscos valem ser carregados. Em alguns ativos, o aumento dos prêmios pode criar oportunidades interessantes. Em outros, a combinação entre geopolítica, juros mais altos, energia pressionada e *valuations* exigentes ainda não parece oferecer compensação suficiente. Seguimos vendo valor em temas estruturais, como inteligência artificial, mas com mais disciplina na seleção, atenção à liquidez e proteção contra cenários adversos. Julho mostrou que os mercados continuam resilientes, mas essa resiliência já começa a cobrar um preço.

Retorno dos principais índices do mercado internacional



Fonte: Refinitiv Workspace. Elaboração: Ethos Investimentos. Atualizado em 06/08/2026.



Mercado Local

Um pé no freio, outro no acelerador

Julho foi um mês em de sinais mistos para o mercado brasileiro, mas sem alterar a mensagem principal: o ciclo de cortes da Selic avança, porém ainda exige cautela. Na última reunião, o Copom realizou o quarto corte consecutivo do atual ciclo de flexibilização monetária, reduzindo a taxa Selic para 14,00% ao ano, em decisão unânime e em linha com as expectativas do mercado. A decisão foi sustentada pelos sinais de moderação gradual da atividade econômica e por algum arrefecimento da inflação, com o IPCA acumulado em 12 meses recuando para 4,64%.

A fotografia doméstica, contudo, não mudou de forma estrutural. Apesar de a Selic elevada começar a produzir efeitos sobre a atividade, a economia ainda resiste em parte pelo impulso fiscal. É o velho “um pé no freio e outro no acelerador”: de um lado, a política monetária tenta conter a demanda; de outro, o crescimento dos gastos públicos mantém a atividade mais aquecida e reduz parte da eficácia dos juros altos.

E esse equilíbrio segue delicado. Além da inércia fiscal, um novo risco inflacionário pode surgir no vetor de alimentos no fim do segundo semestre. Eventuais efeitos climáticos associados ao EI

Niño podem impactar safras e pressionar preços, especialmente a partir de outubro. Não se trata, por ora, de um choque incorporado de forma definitiva ao cenário, mas de um fator adicional de atenção para os próximos meses.

Nesse mesmo horizonte, outro vetor tende a ganhar peso: as eleições presidenciais. A leitura eleitoral já começa a aparecer com mais força nos preços dos ativos locais, especialmente diante das incertezas sobre a trajetória fiscal dos próximos anos. Parte do mercado parece ter incorporado uma deterioração contínua das contas públicas, mas, independentemente do vencedor, o país provavelmente precisará enfrentar um ciclo de ajustes fiscais nos próximos anos. A trajetória da dívida pública se aproxima de uma dinâmica mais complexa, e seu custo de carregamento segue elevado em um ambiente de juros ainda altos.

Esse ponto é particularmente importante porque uma parcela relevante da dívida pública, cerca de 50%, está indexada a taxas pós-fixadas. Em outras palavras, quanto mais tempo os juros permanecem elevados, maior tende a ser o custo de financiamento do governo. Além disso, aproximadamente 90% da dívida brasileira é detida por investidores locais, o que reduz a dependência de financiamento externo, mas também reforça a importância de preservar a confiança doméstica. Nesse contexto, o risco não está apenas no nível da dívida, mas na velocidade com que ela cresce quando juros, déficit e expectativas fiscais caminham na direção errada.

Por isso, a discussão fiscal tende a permanecer no centro da precificação dos ativos brasileiros. Em um cenário extremo, uma piora persistente da dívida poderia levar o país a alternativas pouco desejáveis, como uma repressão financeira ou uma inflação mais “solta” como forma indireta de aliviar a relação dívida/PIB. Não vemos esse como o cenário-base, mas entendemos que esses riscos ajudam a explicar por que o mercado segue exigindo uma compensação maior para financiar o governo por prazos mais longos.

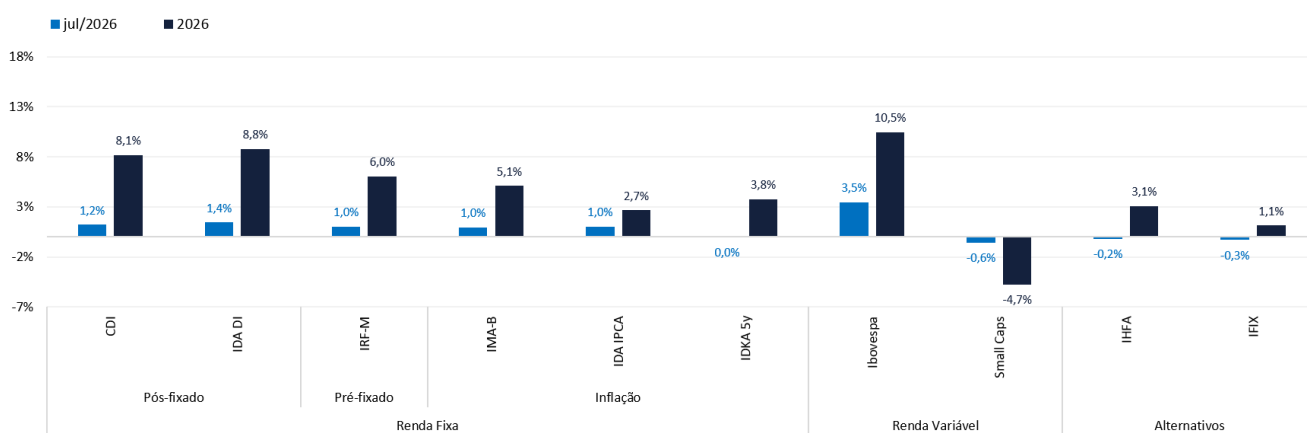
O mês também trouxe novos elementos de incerteza no comércio exterior. A tarifa comercial adicional de 25% imposta pelos Estados

Unidos passou a valer em 22 de julho para determinados produtos brasileiros, enquanto o governo optou por responder inicialmente com medidas de apoio aos setores afetados. Embora o impacto direto esteja concentrado em uma parcela específica da pauta exportadora, o episódio reforça um ambiente externo mais desafiador e adiciona mais um vetor de volatilidade para os ativos locais.

Mesmo diante desse pano de fundo mais ruidoso, a renda variável encontrou espaço para recuperação em julho. O Ibovespa avançou 3,47% no mês e encerrou o período próximo de 178 mil pontos, marcando a primeira alta mensal desde fevereiro. Do ponto de vista de múltiplos, a bolsa brasileira ainda negocia em níveis historicamente descontados. Os níveis de preço sobre lucro, por exemplo, seguem abaixo da média histórica, enquanto o desconto em relação aos mercados emergentes, medido por preço sobre valor patrimonial, permanece elevado. Esse cenário abre espaço para uma assimetria interessante caso haja maior clareza sobre as eleições, a trajetória fiscal e a continuidade do ciclo de cortes da Selic. Ainda assim, o caminho segue cheio de curvas, o que recomenda uma postura cuidadosa.

Em síntese, julho foi um mês em que os índices contaram apenas parte da história. A inflação mostrou alguma acomodação e a Selic voltou a cair, mas o contexto segue desafiador, com dívida sensível aos juros, fiscal pressionado, eleição se aproximando e ambiente externo volátil. A reação positiva da bolsa, por sua vez, foi concentrada em setores ligados a *commodities*, beneficiados pelo avanço do petróleo e pelo peso relevante dessas empresas no Ibovespa, enquanto outros segmentos do mercado tiveram desempenho mais pressionado. Nesse contexto, mantemos cautela em ativos brasileiros, sem ignorar que a própria volatilidade pode abrir boas janelas de entrada. O momento favorece aportes graduais, seletivos e bem balanceados, com foco em liquidez, diversificação e proteção. Em outras palavras, ainda há oportunidades, mas este não parece ser um momento para acelerar sem olhar o painel: a direção exige cautela, seletividade e controle de risco.

Retorno dos principais índices do mercado local



Fonte: Refinitiv Workspace. Elaboração: Ethos Investimentos. Atualizado em 06/08/2026.

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

Resultado do Comitê - jul/2026							
	-3	-2	-1	-	+1	+2	+3
Fixed Income							
Treasury				●	●		
Investment Grade			●				
High Yield			●				
Equities							
Equities US			●	●			
Equities Europe		●					
Equities EM			●	●			
Alternatives							
Hedge Funds			●	●			
Gold					●	●	
Crypto Currencies						●	
Others				●			
● = Atual ● = Anterior							

Renda Fixa

Em *Treasuries*, elevamos nosso posicionamento de neutro para *overweight*. A manutenção de juros americanos em patamares elevados voltou a tornar a classe mais atrativa, 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*, 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*, reduzimos nosso posicionamento de neutro para *underweight*. 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*, a nossa posição *underweight* é mantida diante da maior vulnerabilidade da região a choques externos,

especialmente em um contexto de maior incerteza geopolítica. Esse ambiente pode reacender riscos inflacionários e reforça uma postura mais cautelosa para a classe.

Em *Equities Emerging Markets*, também reduzimos a posição de neutra para *underweight*. A perspectiva de juros mais altos por mais tempo nos Estados Unidos, somada à possibilidade de um dólar mais forte e a fluxos de capital mais voláteis, reduz ainda mais a assimetria positiva da classe no curto prazo. Ainda assim, seguimos enxergando oportunidades seletivas em mercados com fundamentos mais sólidos, boa liquidez e capacidade de se beneficiar de 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*, reduzimos nosso posicionamento para *underweight*. 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 - jul/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, mantemos nossa posição *overweight*. A recente abertura das curvas de juros ampliou os prêmios oferecidos pela classe e voltou a trazer uma assimetria mais interessante para a alocação principalmente em vértices intermediários, entre 3 e 5 anos, onde enxergamos melhor relação entre retorno potencial e risco de mercado.

Nos ativos indexados à inflação, também mantemos nossa visão *overweight* haja vista que a classe segue relevante em um ambiente no qual as diretrizes fiscais podem gerar novas pressões inflacionárias à frente. Dentro da parcela mantida na classe, 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, alteramos nosso posicionamento de *overweight* para 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. A proximidade do calendário eleitoral também recomenda uma postura mais cautelosa, uma vez que a dinâmica política tende a ganhar peso crescente na precificação dos ativos locais.

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* 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.