



ETHOS
INVESTIMENTOS

CARTA MENSAL

Janeiro 2026

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

www.ethosinvestimentos.com.br

Janeiro em Perspectiva

A corda esticou em janeiro. Os mercados aceleraram exatamente na direção que havíamos delineado no encerramento de 2025: a convivência desconfortável entre vetores inflacionários — que pressionam juros para cima — e forças desinflacionárias que, no curto prazo, incentivam maior tomada de risco. O pano de fundo permanece o mesmo: seletividade crescente, preocupação com o “*debasement*” das moedas e a perda de valor real dos ativos financeiros. A surpresa não esteve na direção, mas na velocidade. **Janeiro entregou, de uma só vez, aquilo que imaginávamos como um processo mais gradual.**

No campo político, o destaque foi a oficialização de Kevin Warsh como escolha de Trump para a presidência do Fed. A reação inicial dos mercados foi positiva, ancorada em seu histórico *hawkish* e na defesa de um banco central mais enxuto em termos de balanço. O entusiasmo é compreensível. Ainda assim, parece prematuro assumir que o Fed estará menos sujeito à influência do Executivo do que se antecipava. A escolha do presidente do banco central é,

por definição, política — e tende a refletir, ao menos parcialmente, o alinhamento ideológico de quem o indicou. O discurso importa; a prática, mais ainda. Os próximos capítulos serão interessantes.

No Brasil, a analogia da ponte segue válida ([leia nossa carta do mês passado](#)) — e mais movimentada do que nunca. O fluxo estrangeiro em janeiro respondeu por cerca de 70% de todo o *inflow* observado ao longo do ano passado. O novo asfalto está quase inaugurado: o cenário aponta para um corte de juros já em março e, mantidas as atuais condições de câmbio mais apreciado e menor pressão inflacionária, não se pode descartar um primeiro movimento de 50 pontos-base. A travessia, portanto, segue favorável. Mas as fundações continuam frágeis. Como já destacamos, será o projeto conduzido pelo engenheiro dos próximos quatro anos que definirá se a ponte se sustenta ou cede. Até lá, **sem avanços estruturais, seguimos surfando — com prudência e ceticismo — a boa onda dos emergentes.**

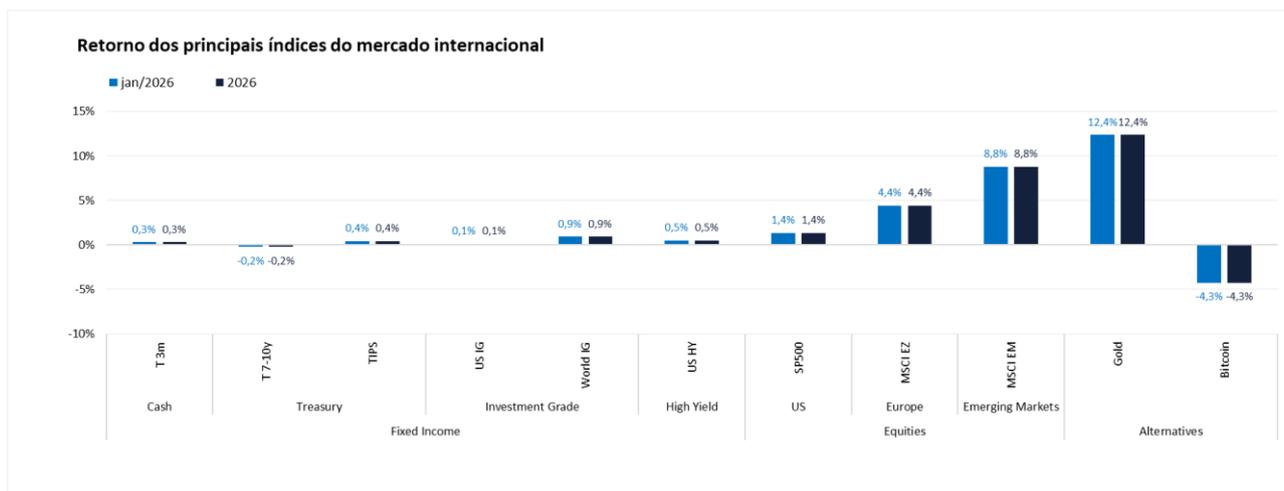
Boa leitura!

Daniel Cotrim, CGA
Estrategista



Mercado Internacional

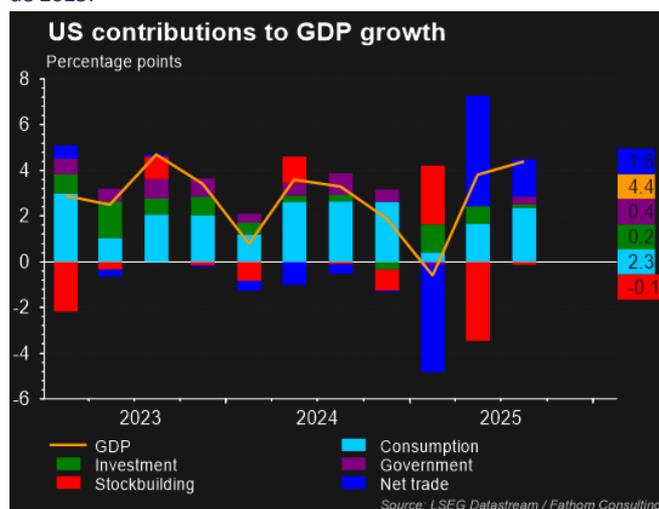
O mundo se fragmenta, os mercados se ajustam



A geopolítica segue como tema forte e se consolida como parte fundamental na mudança estrutural da economia mundial. A globalização, que por décadas ajudou a organizar o comércio internacional e a manter a inflação sob controle, vem sendo colocada à prova. Nesse novo contexto, a convivência entre forças estruturalmente inflacionárias e desinflacionárias deixa de ser exceção e passa a fazer parte do regime econômico. Essa assimetria ajuda a explicar por que a inflação se tornou mais instável, por que a política monetária exige maior cautela e por que o caminho de

convergência dos preços tende a ser menos previsível do que no passado. É dentro dessa dinâmica que os dados recentes devem ser lidos. Nos EUA, o último PCE de novembro avançou 0,2% no mês, levando a inflação acumulada em 12 meses para 2,8% — um nível ainda desconfortável frente à meta implícita de 2% do Fed, mas sem sinais de aceleração abrupta. Até aqui, a esperada surpresa tarifária não se materializou de forma relevante nos índices de preços, o que reforça a leitura de um processo inflacionário mais gradual, ainda que persistente.

No mercado de trabalho, a desaceleração segue sendo gradual, com níveis de taxa de desemprego que pouco alteram-se devido à uma oferta de mão-de-obra também restrita, mas indicadores de criação de vagas e dinâmica salarial sugerem perda marginal de fôlego. Esse movimento tem funcionado como um dos principais vetores desinflacionários do ciclo, ao lado da inflação corrente mais comportada. Do lado inflacionário, a atividade econômica segue mostrando resiliência, sustentada principalmente pelo consumo. Indicadores de curtíssimo prazo surpreenderam positivamente no início do ano, com o *GDPNow* do Atlanta Fed ainda sugerindo uma economia com bom dinamismo, apesar da provável acomodação nos dados do quarto trimestre, impactados pelo shutdown do fim de 2025.



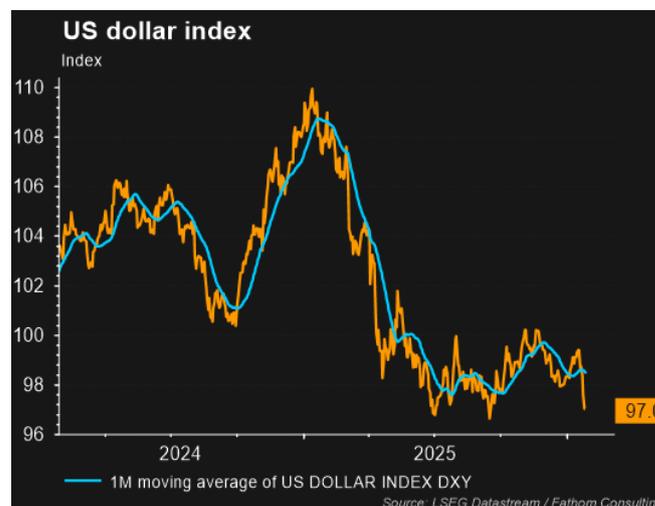
Haja vista todos estes sinais mistos, em janeiro de 2026, a primeira atuação do Fed foi a manutenção da taxa básica de juros no intervalo de 3,5% a 3,75% ao ano, interrompendo o ciclo de cortes iniciado em 2025. Agora, as expectativas concentram-se em torno de uma nova composição do Fed, que adiciona um componente político relevante à condução da política monetária americana. A indicação de Kevin Warsh pelo atual presidente americano para assumir a presidência do Fed ainda precisa de aprovação do Senado norte-americano para substituição de Powell em maio. Ex-governador do Fed e hoje ligado ao meio acadêmico, Warsh conta com um histórico de crítica à condução do banco central norte-americano e à necessidade de “reformas” na instituição.

No campo de alocação, o cenário permanece construtivo para renda fixa com crédito de qualidade, ainda que com cautela em relação à duração. A principal fonte de atenção segue sendo o fiscal público, e não o endividamento corporativo. Estima-se que cerca de US\$ 600 bilhões em novas emissões, sobretudo no segmento *Investment Grade*, cheguem ao mercado em 2026. Apesar de o custo de financiamento ainda se encontrar em níveis historicamente saudáveis, os *spreads* comprimidos e o risco de abertura de prêmios nos vértices mais longos da curva reforçam nossa preferência por exposições de menor vencimento e maior qualidade de crédito. Esse quadro reflete um ambiente global marcado por níveis elevados de endividamento e desafios fiscais persistentes, que tendem a pressionar os prêmios de risco exigidos pelos investidores ao longo do tempo.

No campo da renda variável, o cenário segue sendo amplamente influenciado pela revolução da Inteligência Artificial, com impactos relevantes sobre a alocação de capital global. Os investimentos em IA permanecem fortemente concentrados nos EUA, e a experiência histórica mostra que ciclos intensos de investimento em pesquisa e desenvolvimento tendem a anteceder ganhos de produtividade e expansão de lucros. Esse movimento reforça a centralidade do mercado americano nesse ciclo, ainda que o início de 2026 também tenha mostrado desempenho positivo em setores mais tradicionais, como *Materials*, *Energy* e *Consumer Staples*.

Paralelamente, teses estruturais em ativos alternativos, como ouro e criptoativos, seguem ocupando papel importante na construção das carteiras. A deterioração fiscal das grandes economias, somada à fragmentação geopolítica, tende a sustentar fluxos para ativos com estoque limitado e características de reserva de valor. O movimento gradual de diversificação das reservas globais para além das moedas fiduciárias, aliado ao ambiente geopolítico mais tenso, reforça essa tendência. A inclusão estrutural de alternativos contribui para melhorar a eficiência dos portfólios no longo prazo, tanto em termos de retorno quanto de diversificação de risco.

No mercado cambial, o dólar mais fraco reflete, em parte, uma estratégia do governo Trump para aumentar a competitividade internacional dos Estados Unidos. Esse movimento fica evidente no índice DXY, que mede o valor do dólar frente a uma cesta de moedas fortes e hoje se encontra ao redor de 97 pontos, patamar historicamente mais baixo.

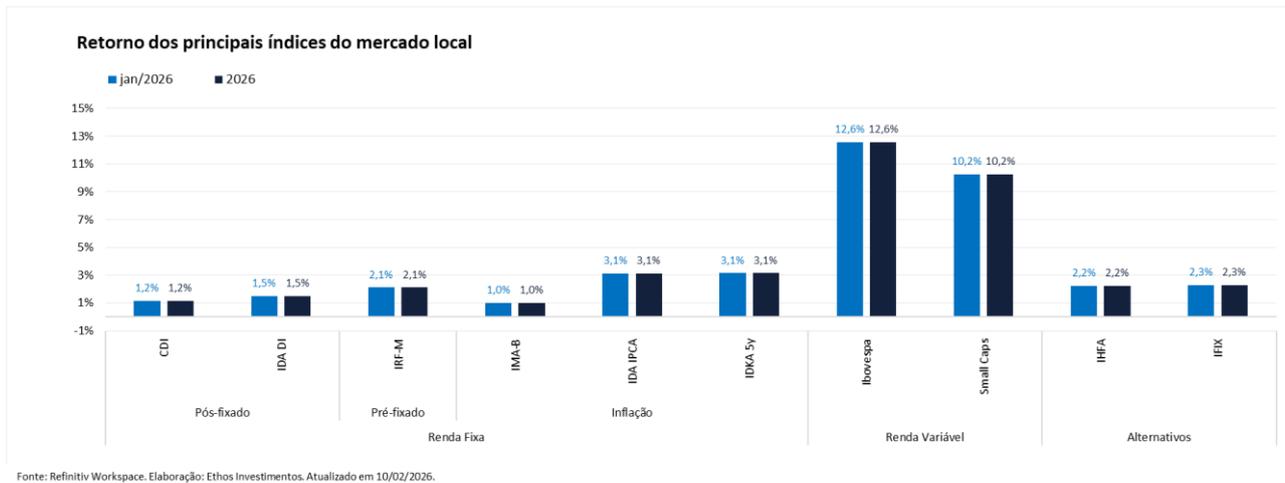


Embora preocupações fiscais e institucionais possam reduzir sua atratividade no longo prazo, a narrativa de perda iminente do status do dólar como moeda de reserva global parece exagerada. Duas forças convivem: de um lado, o risco fiscal — que não é exclusivo dos EUA — e, de outro, a resiliência relativa da atividade americana frente à desaceleração de outras economias, um contexto que historicamente tende a favorecer a moeda. Diante dessa assimetria, entendemos que o foco não deve estar em tentar antecipar vencedores, mas sim em manter uma exposição diversificada entre moedas e classes de ativos, para além do dólar.



Mercado Local

Contra o fluxo, não há argumentos. Mas há cuidados



O forte movimento do mercado observado em janeiro não é exclusivo do Brasil nem decorre de mudanças estruturais relevantes no cenário doméstico. Ele reflete, sobretudo, a combinação entre a expectativa de queda da Selic e um fluxo estrangeiro mais intenso, impulsionado pela busca por diversificação fora do dólar. Nesse contexto, os ativos de risco locais tendem a manter um desempenho relativamente favorável no curto prazo, ganhando destaque nas alocações do primeiro trimestre de 2026. Em termos de fluxo, vale notar que a participação dos mercados emergentes em escala global ainda permanece abaixo da média dos últimos 20 anos, apesar da entrada relevante de recursos observada nos últimos meses.

Na primeira reunião do Copom em 2026, a taxa Selic foi mantida em 15% ao ano, mas o comunicado já incorporou uma narrativa mais clara de flexibilização à frente, à medida que os dados de inflação e atividade seguem se acomodando. O mercado trabalha com o início do ciclo de cortes em março, com espaço, inclusive, para um movimento inicial de 50 pontos-base. O cenário macro tem colaborado com essa leitura: a inflação corrente segue em trajetória mais baixa e o câmbio tende a contribuir positivamente para a desinflação nos próximos meses, ainda que o mercado de trabalho apresente sinais pontuais de maior resiliência.

No curto prazo, há beneficiários evidentes desse movimento. Com a queda de juros já contratada, tanto a renda fixa quanto os ativos de risco tendem a se beneficiar da marcação a mercado. Essa primeira pernada, de caráter mais técnico, teve início ainda no segundo semestre de 2025 e deve se estender. Com exceção do último ciclo, a experiência histórica mostra que taxas de juros — reais e nominais — recuam de forma consistente durante períodos de flexibilização monetária.

No longo prazo, entretanto, as incertezas permanecem relevantes. A possibilidade de juros estruturalmente em um dígito e seus

efeitos duradouros sobre os ativos ainda é uma incógnita, especialmente diante da trajetória fiscal desafiadora. A dívida bruta do governo alcançou cerca de 78,7% do PIB em 2025, enquanto o déficit primário acumulado no ano somou R\$ 58,7 bilhões (0,46% do PIB). Apesar do cumprimento formal da meta, o déficit apresentou crescimento em relação a 2024 (0,39% do PIB), evidenciando a fragilidade de um modelo de ajuste baseado majoritariamente em aumento de arrecadação, sem endereçar de forma estrutural o crescimento das despesas. A estabilização da dívida segue condicionada a discussões que devem ganhar força apenas com o avanço do ciclo eleitoral.

Ainda assim, o prêmio fiscal embutido nos ativos brasileiros parece elevado, o que faz com que o investidor seja bem remunerado para esperar, especialmente por meio do juro real — no curto prazo via instrumentos pós-fixados e, no longo prazo, por meio de títulos públicos indexados à inflação (NTN-B).

No mercado acionário, o principal direcionador continua sendo o cenário externo. A queda de juros nas economias desenvolvidas, combinada à proximidade do ciclo de flexibilização doméstico, sustenta o fluxo para ativos locais, sem sinais claros de reversão enquanto o tema eleitoral não dominar o debate. Mantemos cautela com empresas mais expostas a uma eventual deterioração do crédito local, mas entendemos que a manutenção de posições em bolsa segue fazendo sentido, com realizações táticas de lucro ao longo do caminho. Apesar do recente *catch-up*, que reduziu parte da atratividade relativa, o Ibovespa ainda negocia a múltiplos descontados — cerca de 1,8x preço/valor patrimonial, frente a 2,4x do índice de mercados emergentes. A valorização de aproximadamente 14% no último mês, levando o índice a patamares próximos de 186 mil pontos, antecipou expectativas antes que os fundamentos pudessem acompanhá-la.

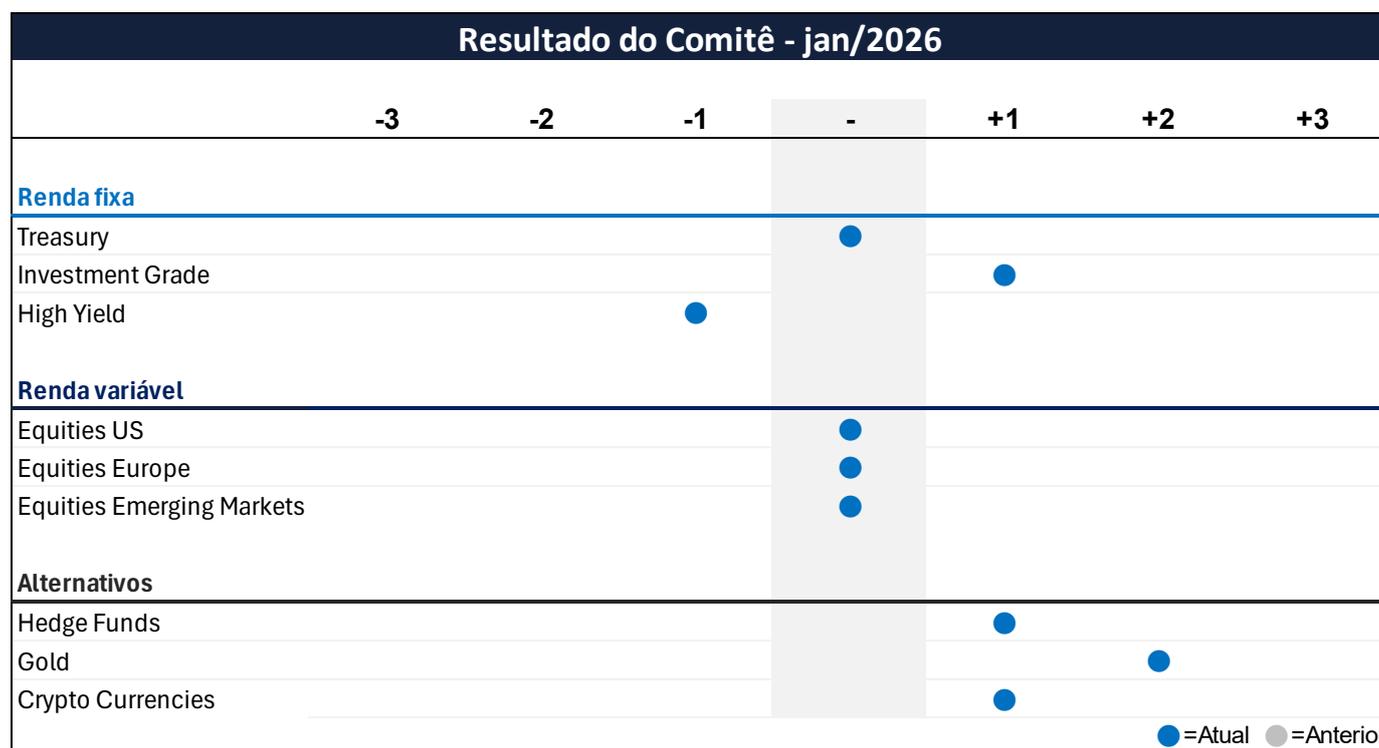
Cordialmente,

Aline Ferraz, CFA
Time de Investimentos



ASSET ALLOCATION

Alocação Tática Internacional



Renda Fixa

Nas **Treasuries**, mantemos postura neutra diante da expectativa de cortes mais expressivos de juros nos Estados Unidos, com preferência por ativos que ofereçam proteção inflacionária, como as TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*), favorecendo uma estratégia de *duration* entre 7 e 10 anos, dado que os juros reais continuam em níveis historicamente atrativos. No segmento **Investment Grade**, priorizamos emissões de menor *duration* (1 a 3 anos), menos sensíveis a eventuais movimentos de abertura da curva de juros. Já no universo **High Yield**, adotamos uma postura mais seletiva, concentrando alocações em emissores de maior qualidade de crédito em um ambiente caracterizado por *spreads* ainda comprimidos.

Renda Variável

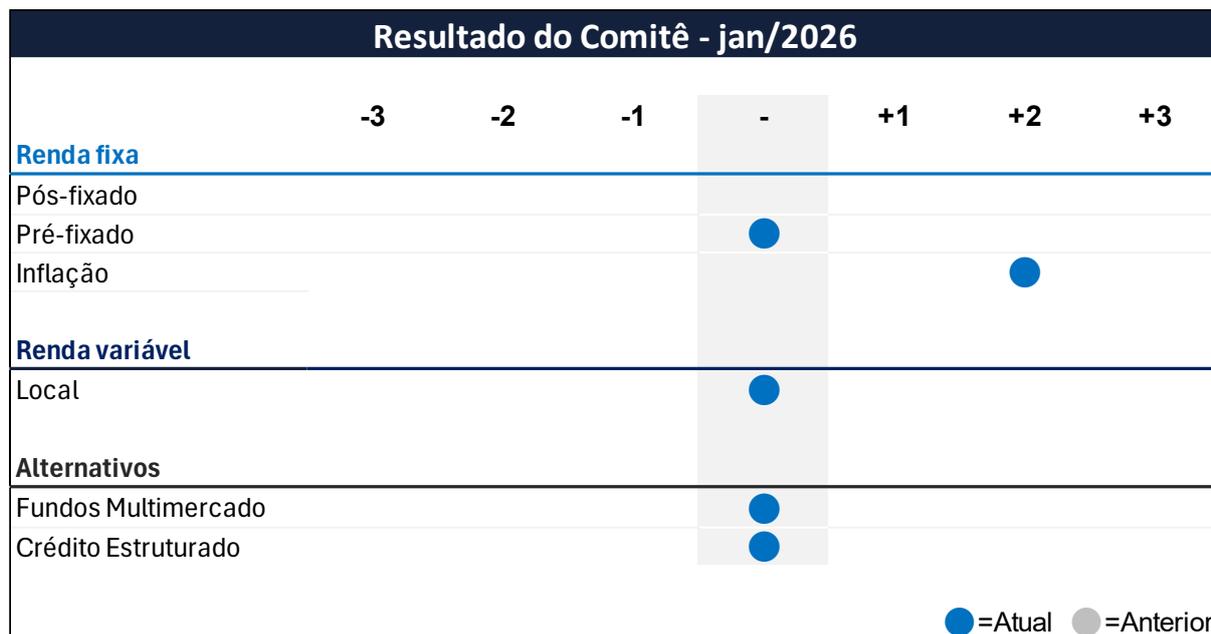
Mantemos uma alocação neutra em **Equities US**, considerando a continuidade dos bons resultados corporativos e a expectativa de novos cortes de juros pelo Fed. Ainda assim, os riscos associados a múltiplos historicamente elevados exigem atenção na escolha setorial. Priorizamos empresas com poder de repasse e forte geração de caixa, além de exposição a o S&P Core, dada sua concentração e representatividade dentro do índice. Também vemos espaço para a inclusão de setores defensivos, especialmente em um contexto de *valuations* esticados no S&P 500. Em **Equities Europe**, a manutenção de nossa posição neutra é sustentada pelo papel da classe como instrumento de diversificação cambial dentro

dos portfólios, contribuindo para a redução da dependência do dólar e para um melhor balanceamento de riscos em cenários de maior volatilidade nos mercados globais. Da mesma forma, em **Equities Emerging Markets**, mantemos visão neutra diante das expectativas de maior fluxo de capitais, impulsionado por revisões positivas de lucro e pela rotatividade geográfica de alocação a partir dos EUA. Para essas classes, seguimos privilegiando setores de tecnologia e consumo discricionário por meio de ETFs e *mutual funds* diversificados.

Alternativos

Mantemos nosso posicionamento acima do nível neutro em **Gold** e **Crypto Currencies**, priorizando estruturas que protejam os portfólios em um ambiente de maior incerteza e que possam se beneficiar de um cenário de inflação estruturalmente elevada. Para essas classes, seguimos utilizando ETFs, dada a facilidade de acesso, a custódia simplificada, a transparência e o baixo custo operacional que oferecem para a manutenção dos ativos em carteira. Em relação à classe de **Hedge Funds**, o posicionamento *overweight* também é mantido haja vista o maior volume de liquidez global e a expectativa de continuidade do ciclo de cortes de juros pelo Fed. Esse ambiente tende a favorecer estratégias mais flexíveis e globalmente diversificadas, permitindo que os gestores explorem ineficiências de mercado e oportunidades táticas em múltiplas geografias e classes de ativos.

Alocação Tática Local



Renda Fixa

Quanto às estratégias de investimento em renda fixa local, acreditamos que a classe de **pós-fixados** segue exercendo um papel fundamental na preservação patrimonial dos portfólios, dado o nível elevado dos juros nominais correntes. Com a expectativa de corte de juros no ano corrente, mantemos nossa posição neutra na classe de **pré-fixados** de prazo curto, especialmente em títulos isentos. Nos ativos atrelados à **inflação**, sustentamos 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 7 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, impulsionadas por maior fluxo estrangeiro. No entanto,

o aperto fiscal esperado 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 fundos de investimento para essa exposição.

Alternativos

Mantemos um posicionamento neutro em fundos **multimercados**, em um contexto de maior liquidez global e expectativa de continuidade do ciclo de cortes de juros pelo Fed. Esse ambiente tende a favorecer estratégias mais flexíveis, capazes de capturar oportunidades táticas em diferentes geografias e classes de ativos. Nesse cenário, entendemos que os multimercados passam a operar sob condições mais construtivas, com uma melhor relação entre risco e retorno.

Em **crédito estruturado**, também mantemos uma visão neutra, à luz das perspectivas positivas para o ciclo de flexibilização monetária no mercado local. Seguimos privilegiando a exposição à classe por meio de gestores especializados, o que contribui para maior diversificação e redução do risco de concentração.