



ETHOS
INVESTIMENTOS

CARTA MENSAL

Outubro 2025

Outubro em Perspectiva

Indicador	Últ. Cotação	out-25	2025
CDI	14,90%	1,28%	11,81%
Ibovespa	149.540	2,26%	24,32%
Dólar	5,3739	0,97%	-13,01%
EUA Juros 10 anos	4,10%	-0,05%	-0,48%
S&P 500	6.840	2,27%	16,30%
Petróleo Brent (USD)	65,07	-2,97%	-13,04%

O tom da nossa conversa segue o mesmo — e talvez esse seja o fato mais revelador do momento. No *front* internacional, nenhuma grande novidade: o FED continua cortando juros, mesmo em meio à escassez de dados oficiais sobre o mercado de trabalho causada pelo *shutdown*. A inflação acumulada, por sua vez, segue em alta. Resultado: compressão dos juros reais de curto prazo e ambiente propício para novas rodadas de valorização das bolsas, enquanto os ativos tradicionalmente associados à proteção de portfólios também se valorizam, sustentados pelo aumento das incertezas geopolíticas, pelo desleixo fiscal e pela falta de horizonte claro para resolução dos impasses orçamentários.

Do lado corporativo, chama atenção a continuidade dos bons resultados no 3º trimestre. As empresas americanas seguem entregando crescimento, inovação e baixa alavancagem — um contraste gritante com o setor público. O problema, como já destacamos, não está no privado, mas no Estado. Ainda assim, há motivos para cautela: múltiplos estímulos e um posicionamento técnico excessivamente concentrado em tecnologia exigem **equilíbrio entre ataque e defesa na construção de portfólios realmente resilientes**.

Por aqui, o juro alto continua cumprindo seu papel de esfriar a demanda, enquanto o impulso fiscal insiste em jogar contra a política monetária. A desaceleração é irregular: desemprego em mínimas históricas, inadimplência das famílias nas máximas de uma década — e o consumo, teimosamente firme. É um mosaico difícil de ler. O Banco Central, diante desse quadro misto, tende a esperar mais simetria nos dados antes de iniciar os cortes. Com o cenário externo favorável e um ambiente doméstico de menor ruído político, a bolsa continua encontrando espaço para subir.

Mas 2026 já se desenha: O governo engatou a segunda marcha em direção à reeleição, reacendendo o velho dilema entre popularidade e responsabilidade fiscal. A ampliação da faixa de isenção do IRPF e sua compensação sobre as rendas mais altas representam mais um estímulo àqueles com maior propensão marginal ao consumo. Na fila, vêm outras propostas de apelo eleitoral — ampliação do “Pé-de-Meia”, subsídio ao transporte público, isenções e pacotes de gasto com verniz social. São pautas legítimas do ponto de vista da qualidade de vida, mas de *timing* questionável e impacto fiscal incerto.

A chave, agora, é observar como o ambiente político e geopolítico moldará o humor dos mercados. O desenrolar do tarifaço com os EUA e as reações às recentes operações no Rio de Janeiro são lembretes de que o pano de fundo do próximo ciclo eleitoral tende a ser barulhento. **A única certeza, por enquanto, é que haverá volatilidade e que decisões precipitadas custarão caro.**

Focus Medianas das Expectativas de Mercado - 07/11/2025				
Mediana - Agregado	2025		2026	
	Há 4 Semanas	Hoje	Há 4 Semanas	Hoje
IPCA (%)	4,72	4,55	4,26	4,20
PIB (var. %)	2,16	2,16	1,80	1,78
Câmbio (R\$/US\$)	5,45	5,41	5,50	5,50
SELIC (% a.a.)	15,00	15,00	12,25	12,25

Boa leitura!

Daniel Cotrim, CGA
Estrategista



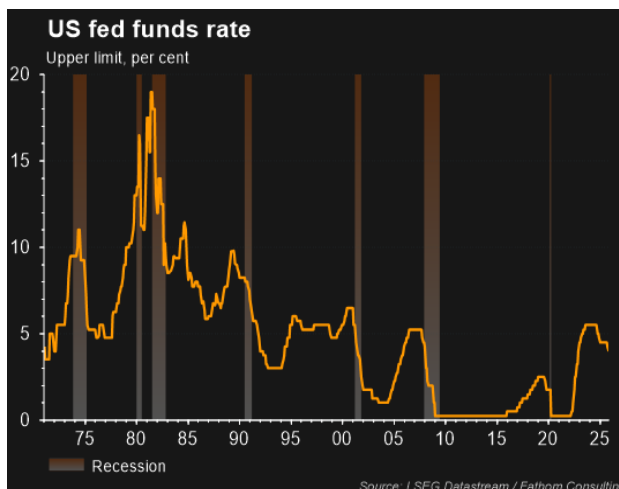
Mercado Internacional

Ritmo forte, bússola imprecisa

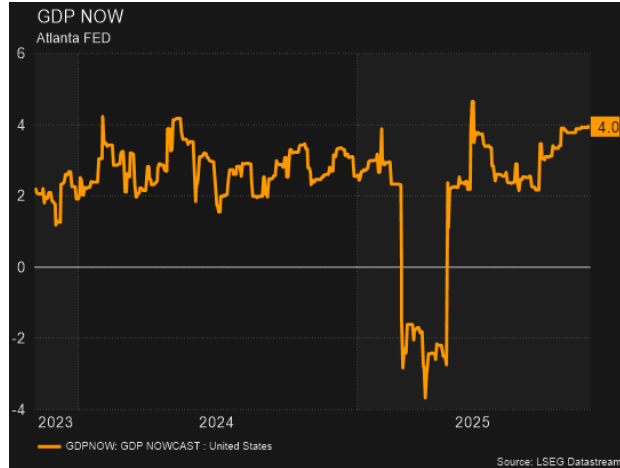
A economia americana mantém ritmo de expansão acima do potencial, sustentada por forte consumo e investimento privado. O modelo *GDPNow* do Atlanta Fed estima crescimento anualizado próximo de 4% no quarto trimestre de 2025, bem acima do potencial de 1,5%. Esse resultado reforça a continuidade de um ciclo de atividade mais aquecido, após a revisão do PIB do segundo trimestre para alta de 3,8%, e reflete o dinamismo persistente da economia, mesmo em um ambiente de política monetária ainda restritiva. Os indicadores antecedentes — como *PMIs* e *ISM*, especialmente de serviços — seguem mostrando resiliência, embora já apontem sinais pontuais de moderação.

Apesar desse desempenho robusto, a incerteza permanece elevada. Três fatores explicam a recente piora na visibilidade: o prolongado *government shutdown*, a escalada das tensões geopolíticas no Oriente Médio e a comunicação cada vez mais limitada do Federal Reserve diante da falta de dados oficiais. O *shutdown*, o mais extenso da história americana, paralisou a divulgação de informações econômicas cruciais e comprometeu a capacidade de calibragem da política monetária justamente quando o mercado de trabalho começa a mostrar enfraquecimento. Cada semana de paralisação representa uma perda estimada entre 0,1% e 0,15% do PIB, podendo reduzir o crescimento do quarto trimestre, atualmente projetado em 1,2%, caso o impasse se prolongue.

Os dados do mercado de trabalho, por sua vez, já indicam um movimento de arrefecimento gradual. O número de demissões voluntárias — indicador que reflete a confiança dos trabalhadores em buscar novas oportunidades — vem caindo de forma consistente, sugerindo aumento da taxa de desemprego nos próximos meses. Informações privadas também mostram desaceleração na criação de vagas, ainda que de forma heterogênea entre os setores. No campo inflacionário, os números mais recentes seguem mistos: o CPI subiu 0,31% em setembro, enquanto o núcleo avançou 0,23%, ambos abaixo das expectativas de mercado. Ainda assim, as pressões sobre bens continuam relevantes, refletindo repasses tarifários apenas parciais por parte das empresas. Esse comportamento sugere que a inflação pode permanecer acima do desejável, sobretudo diante da rigidez dos componentes de serviços.



em dezembro, hoje estimada em 70% para -25 bps e 30% para manutenção. Apesar do fim gradual do *Quantitative Tightening*, com o balanço do FED já tendo reduzido de US\$ 9 trilhões para US\$ 6,5 trilhões, a combinação de inflação ainda resistente e juros elevados reacende as discussões sobre dominância fiscal, fator que pode pressionar os vértices mais longos da curva de juros e manter o prêmio de risco elevado no curto prazo.



Nesse contexto, o ambiente econômico ainda permite espaço para continuidade do processo de afrouxamento monetário, embora fatores estruturais — como a política tarifária e a persistência inflacionária em serviços — reduzam o potencial para cortes expressivos em 2026. Em outubro, o Federal Reserve voltou a reduzir os juros, agora para o intervalo de 3,75% – 4,00%, em uma decisão dividida: Stephen Miran votou por corte de 50 bps, enquanto Jeffrey Schmid defendeu manutenção. O tom mais *hawkish* do comunicado e das falas de Jerome Powell — destacando o caráter menos contracionista dos juros atuais e a preocupação com a escassez de dados — diminuiu a probabilidade de novo corte

O micro vence o macro – por enquanto

O ambiente para ativos de risco segue construtivo. Na bolsa americana, o crescimento de lucros por ação (EPS) no terceiro trimestre atingiu cerca de 9,5% na comparação anual, com 82% das empresas superando as expectativas — percentual bem acima da média histórica de 78%. O resultado reflete um microeconômico ainda favorável, impulsionado por setores como consumo não cíclico, financeiro e saúde, que continuam apresentando fundamentos sólidos mesmo em meio à volatilidade global. Ainda assim, a concentração dos ganhos permanece evidente: as chamadas *Mag 7* já respondem por aproximadamente 40% da capitalização total do S&P 500, o que explica parte dos múltiplos “caros” observados no índice.

Entre os ativos alternativos, seguimos positivos com ouro, que continua desempenhando papel importante como hedge estrutural em portfólios. Em setembro de 2025, o metal passou a representar cerca de 22% das reservas globais, o maior nível em uma década. Desde 2022, a tendência de compras por bancos centrais vem se acelerando, indicando uma mudança estrutural na gestão das reservas internacionais. Mesmo após a correção de aproximadamente 8% observada em outubro, nossa leitura permanece favorável ao ouro, sustentada por fundamentos de longo prazo e pelo ambiente de persistente alta nos preços.

No câmbio, a tendência de enfraquecimento do dólar americano perdeu intensidade. O DXY — índice que mede o valor do dólar em relação a uma cesta de moedas fortes, como euro, iene, libra e franco suíço — se recuperou em outubro e parece ter encontrado um novo ponto de equilíbrio. A desvalorização mais acentuada observada nos meses anteriores deu lugar a um movimento mais técnico, agora explicado por diferenciais de juros e fatores fiscais, e menos por incertezas ligadas à política tarifária. Historicamente, momentos em que os juros de longo prazo nos EUA sobem mais do que os de curto prazo costumam coincidir com fases de dólar mais fraco. No entanto, a falta de retorno atrativo em outras economias desenvolvidas tem limitado a realocação de recursos entre mercados de renda fixa.

Na Europa, a dinâmica tem se mostrado gradualmente mais equilibrada. A inflação mais controlada permitiu ao Banco Central Europeu (BCE) manter juros próximos de 2%, e a expectativa é de que novos ajustes ocorram apenas após a economia absorver o impacto do ciclo anterior. Indicadores de atividade, como os *PMIs*, mostraram melhora no terceiro e quarto trimestres, sugerindo retomada em ritmo moderado. O ambiente de preços mais estáveis, somado à melhora das exportações e às políticas de estímulo da China, favorece uma recuperação mais balanceada da região. O índice Stoxx 600 segue negociado com desconto relevante em relação ao mercado americano, com *P/L forward* próximo de 0,65x — nível historicamente baixo.

Na China, a confiança do consumidor dá sinais de recuperação, impulsionada pela menor tensão comercial com os EUA e pelas medidas de estímulo fiscal e monetário. Os *valuations* permanecem 35% abaixo da média dos EUA e inferiores aos demais emergentes, o que reforça o potencial de valorização relativo. O 15º Plano Quinquenal (2026–2030) reforça a ênfase em produtividade, inovação e autossuficiência tecnológica, com políticas voltadas para semicondutores, energia limpa e inteligência artificial. Esses vetores estruturais, combinados ao apoio fiscal e ao crédito mais acessível, sustentam uma visão otimista para o mercado chinês e para o papel da Ásia na retomada global.

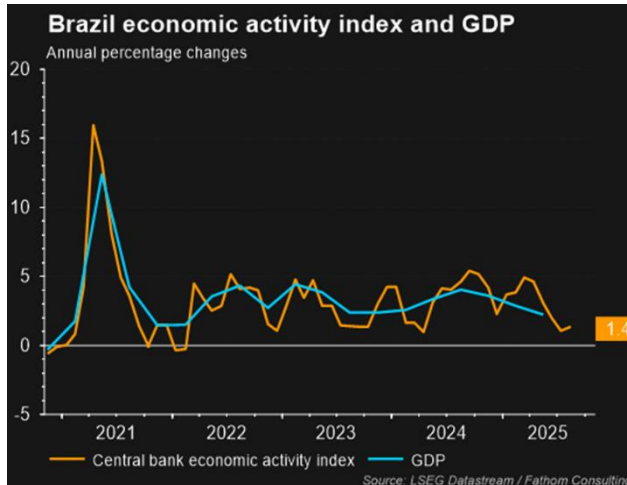
Diante desse contexto, o equilíbrio de portfólios globais tende a passar por diversificação geográfica e uso tático de proteções, enquanto oportunidades mais evidentes se concentram em bolsas de mercados emergentes e europeu e em ativos de crédito com risco moderado.



Mercado Local

A desaceleração necessária

A economia brasileira dá sinais mais claros de perda gradual de fôlego, conforme antecipávamos. Indicadores como PMIs, produção industrial e vendas no varejo confirmam a desaceleração da atividade na segunda metade de 2025. O prolongado ciclo de aperto monetário começa a surtir efeito sobre a demanda agregada e sobre o crédito, que já mostra reflexos do ambiente de juros elevados. Ainda assim, o mercado de trabalho permanece resiliente, com taxa de desemprego baixa, enquanto o impulso fiscal segue sustentando o consumo das famílias e mantendo o crescimento acima do esperado.



No segundo trimestre, o PIB registrou avanço superior a 2%, sustentado principalmente pelo consumo. Em resposta a esse cenário, o Banco Central revisou para cima suas projeções de hiato, o que deve adiar para 2026 o início do ciclo de cortes da Selic. Nesse ambiente, a inflação continua em trajetória de desaceleração, auxiliada pela apreciação do real. O IPCA acumula 5,17% em 12 meses, levando a uma melhora nas expectativas e nas taxas futuras. As projeções de inflação vêm convergindo de forma consistente, embora ainda estejam distantes do centro da meta.

As taxas de juros futuras, que chegaram a tocar 16% em dezembro de 2024, hoje parecem

estabilizadas, aguardando maior clareza sobre o início do ciclo de flexibilização monetária. Apesar da melhora marginal, o quadro fiscal continua sendo o principal obstáculo para cortes mais agressivos. O endividamento público segue crescendo, e a margem para cumprimento do arcabouço fiscal em 2025 é bastante estreita. Esse contexto empurra para o próximo ciclo eleitoral as discussões sobre gastos públicos e possíveis revisões das regras fiscais. Assim, o Copom deve manter a Selic estável nas próximas reuniões, mantendo a política monetária em terreno contracionista até o início de 2026.

No mercado de juros reais, as taxas permanecem elevadas, refletindo essa piora fiscal. A NTN-B de 10 anos negocia próxima de 7,57%, bem acima da média histórica de 6,27%, o que representa praticamente dobrar o capital real investido em nove anos. Apesar disso, os vértices parecem ter atingido um patamar de resistência, sugerindo que o prêmio de risco pode estar se estabilizando em torno dos níveis atuais.

No campo político, o governo também avançou com propostas focadas no ciclo eleitoral de 2026. A isenção do Imposto de Renda para rendas de até R\$ 5 mil, principal promessa de campanha, foi aprovada na Câmara, acompanhada do lançamento de um novo programa de habitação voltado à classe média. Além disso, Lula tem defendido a ampliação do programa Pé-de-Meia para todos os estudantes e avalia isenções tarifárias no transporte público, medidas que reforçam o tom populista do segundo biênio do mandato. Durante outubro, o governo também estreitou relações com o presidente Trump, abrindo espaço para possíveis negociações de redução tarifária e ampliando a percepção de pragmatismo na condução da política externa.

Mesmo assim, com as eleições ainda distantes, os ativos brasileiros seguem sensíveis ao ambiente externo. Em outubro, o Ibovespa avançou 2,3%, com fluxo mais leve em todas as categorias de investidores. A performance dos ativos locais continuou mais dependente dos ventos internacionais do que de fatores domésticos, justificando a manutenção de uma postura neutra em risco, em meio a um ambiente global mais favorável, porém fiscalmente restritivo no plano interno.

Cordialmente,

Aline Ferraz, CFA
Time de Investimentos



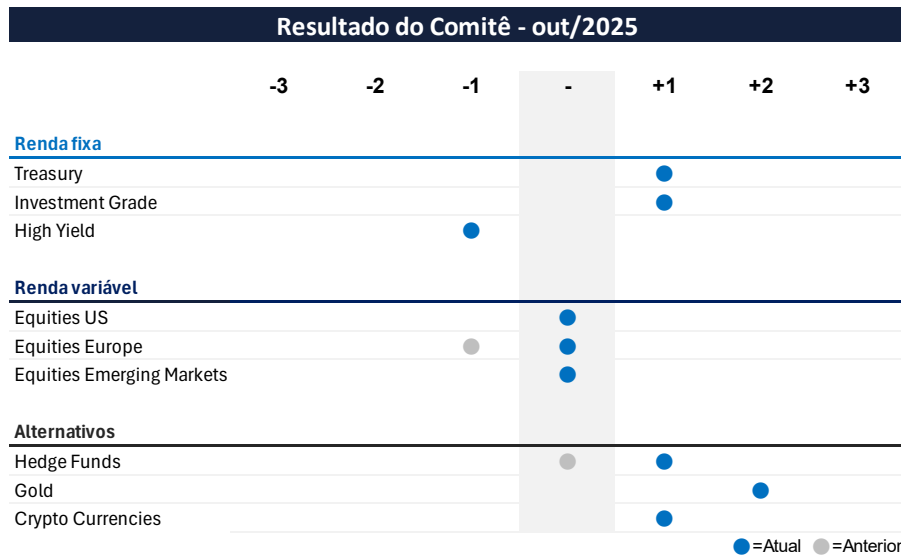
ASSET ALLOCATION

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

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.

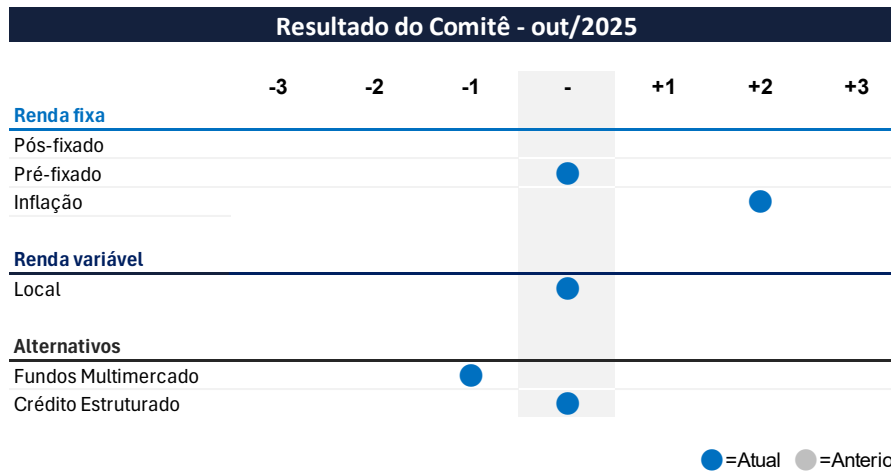
Renda Variável

Mantivemos 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 de inflação persistente exigem atenção na escolha setorial. Priorizamos empresas com poder de repasse e forte geração de caixa, além de exposição ao S&P Core, em função de sua concentração e representatividade. Também vemos espaço para a inclusão de setores defensivos, em um contexto de valuations elevados no S&P 500. Em **Equities Europe**, a sinalização de reaquecimento da atividade econômica no bloco nos levou a revisar nossa visão de underweight para neutra. Já em **Emerging Markets**, mantemos o posicionamento neutro, diante das expectativas de maior fluxo de capitais para a região, sustentadas por revisões positivas de lucro e pela rotação geográfica de alocação a partir dos EUA. Para essa classe, seguimos privilegiando setores de tecnologia e consumo discricionário, por meio de ETFs diversificados.

Alternativos

Mantemos o posicionamento acima do nível neutro em **Gold** e **Crypto Currencies**, priorizando estruturas que atuem como proteção dos 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**, elevamos nosso posicionamento para acima do nível neutro, considerando o maior volume de liquidez global e a expectativa de continuidade no 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** 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 múltiplos de 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.