

CARTA | JULHO 2026

Thunderstruck

“Olhamos ao redor e percebemos que, em alguns desses movimentos, talvez já não haja mais caminho de volta.”

ROCK CAPITAL · JULHO DE 2026



AC/DC · "Thunderstruck" · The Razors Edge, 1990
Ilustração: Rock Capital

- I THUNDERSTRUCK
- II BRASIL
- III AGRO
- IV INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL

Nesta carta

Três movimentos distintos, uma característica em comum: forças que vêm se acumulando há algum tempo e cujas consequências se tornam cada vez mais difíceis de ignorar.

TEMA	O QUE ESTAMOS OBSERVANDO	IMPLICAÇÃO
BRASIL	Fiscal expansionista e expectativas de inflação ainda desancoradas, com política monetária operando com defasagens.	Juros elevados por mais tempo
AGRO	Preços de commodities mais baixos, pressão de custos com fertilizantes e a expectativa de intensificação do El Niño.	Maior dispersão entre empresas
IA	Capex dos hyperscalers em aceleração, com retorno sobre o capital investido ainda incerto.	Preferência pelos gargalos da infraestrutura

14,25%

SELIC META
JUN/2026

9,61%

JURO REAL EX-POST
JUN/2026

4,64%

IPCA
12 MESES

73,5%

PERCENTIL HISTÓRICO
DO JURO REAL

Juro real ex-post calculado como Selic meta descontada do IPCA acumulado em 12 meses. Percentil e médias referem-se à série mensal de janeiro de 2000 a junho de 2026. Fonte: base Dados Macro — Consolidados (SGS/Bacen).

EQUIPE ROCK CAPITAL

Boa leitura.

Thunderstruck

A METÁFORA DO MÊS

Thunderstruck foi lançada em 1990 como faixa de abertura de *The Razors Edge* e nasceu a partir de um pequeno exercício de guitarra de Malcolm Young. O ponto mais interessante, porém, está no próprio significado do título. Em tradução literal, *thunderstruck* seria algo próximo de “atingido por um raio”; na música, entretanto, a palavra funciona como metáfora para o impacto de uma experiência tão intensa que deixa quem a vive atordoado.

A letra começa construindo justamente essa sensação. O narrador se vê diante de uma situação em que não há mais como voltar atrás: o coração acelera, a tensão aumenta e tudo ao redor parece ganhar uma dimensão quase explosiva.

Foi essa sensação que nos levou a escolher Thunderstruck como título da carta deste mês.

Julho nos deixou diante de três movimentos que, embora aparentemente distantes, compartilham uma característica em comum: forças que vêm se acumulando há algum tempo e cujas consequências se tornam cada vez mais difíceis de ignorar.

É o caso da trajetória da dívida brasileira, que avança enquanto o espaço para correções se estreita; da expectativa em torno de um possível Super El Niño e seus impactos sobre o agronegócio; e da corrida global por capacidade computacional, na qual centenas de bilhões de dólares continuam sendo direcionados à infraestrutura necessária para sustentar o avanço da inteligência artificial.

Em diferentes mercados e por diferentes razões, a sensação começa a ser semelhante àquela descrita na música: olhamos ao redor e percebemos que, em alguns desses movimentos, talvez já não haja mais caminho de volta.

Brasil

JUROS, EXPECTATIVAS, FISCAL E PRÊMIO DE RISCO

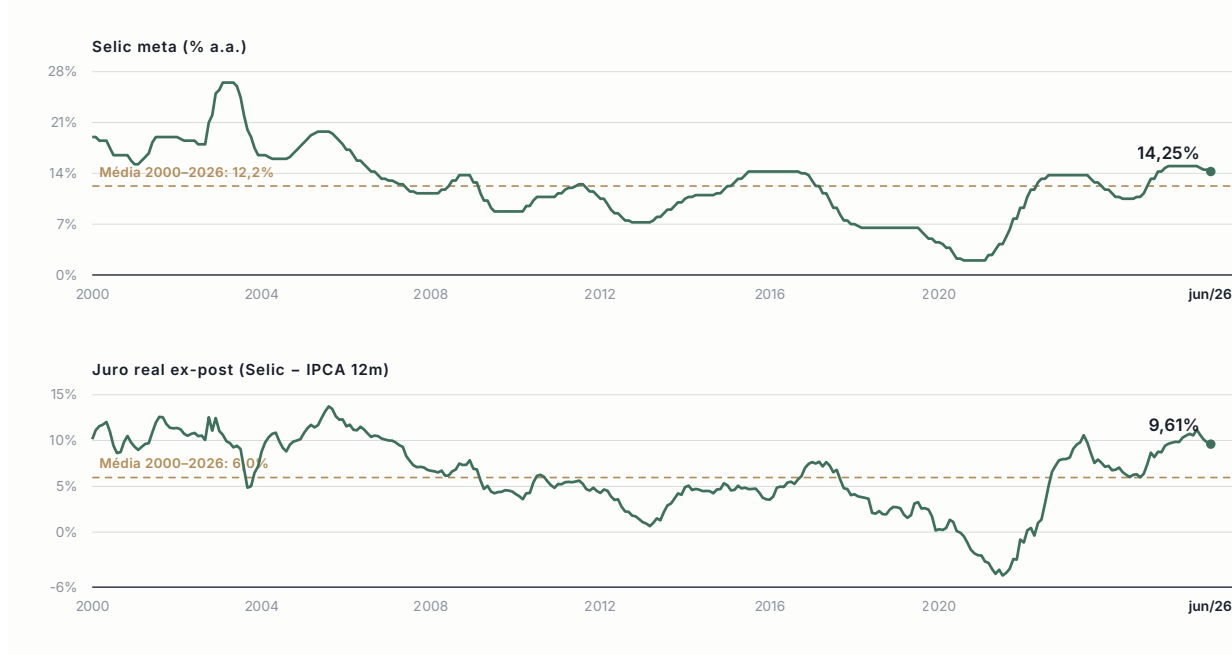
Uma Selic em torno de 14%-15% deveria ser uma taxa emergencial. O que chama atenção, porém, é que, mesmo nesse patamar, o Banco Central ainda encontra dificuldades para iniciar um ciclo consistente de cortes.

Embora, à primeira vista, esse nível de juros pareça exagerado, especialmente quando comparado à média histórica, é importante destacar que o Banco Central não toma suas decisões olhando apenas para a inflação observada hoje. Sua preocupação está muito mais ligada à inflação futura e, principalmente, ao comportamento das expectativas, que continuam distantes da meta.

GRÁFICO 1

Juros voltaram a níveis que deveriam ser excepcionais — e é no juro real que o aperto aparece

Selic meta e juro real ex-post (Selic descontado o IPCA de 12 meses), séries mensais de janeiro de 2000 a junho de 2026, em % a.a. A Selic está 2,0 p.p. acima da média do período (percentil 65); o juro real, 3,6 p.p. — ou 61% — acima da sua própria média (percentil 74).

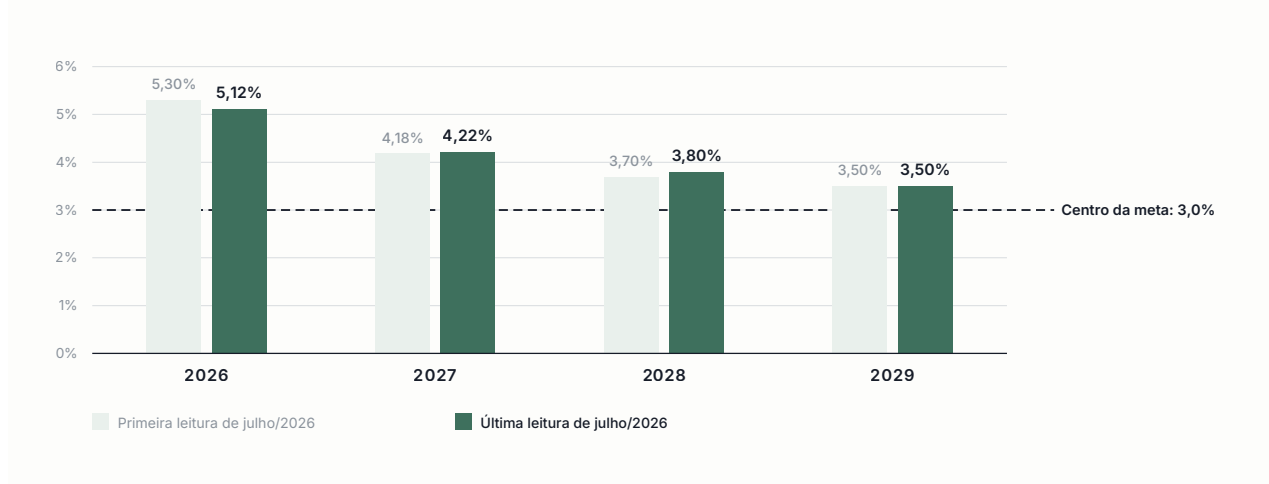


Fonte: base Dados Macro — Consolidados (SGS — Sistema Gerenciador de Séries Temporais / Bacen), fornecida pela Rock Capital. Última observação: jun/2026. Médias, percentis e diferenças calculadas sobre a própria série.

Quando analisamos o Focus, vemos projeções de inflação para os próximos anos ainda acima da meta, sinalizando que as expectativas permanecem desancoradas.

Até 2029, o mercado ainda não projeta a inflação na meta

Mediana das expectativas de IPCA por ano-calendário no boletim Focus, comparando a primeira e a última leitura de julho de 2026, em %. No mês, a projeção para 2026 recuou, enquanto as de 2027 e 2028 subiram — o ajuste vem das pontas mais longas.



Fonte: boletim Focus (Bacen), via base Dados Macro — Consolidados fornecida pela Rock Capital. Centro da meta de 3,0% conforme a mesma base.

Isso é particularmente importante porque a política monetária opera com defasagens. A Selic definida hoje terá impacto principalmente sobre a atividade econômica e a inflação dos próximos trimestres, e não sobre o IPCA do próximo mês.

Em outras palavras, o Banco Central precisa agir de forma preventiva para evitar que a inflação futura se afaste ainda mais da meta. Além disso, embora o país apresente elevado endividamento das famílias, inadimplência alta, maior seletividade na concessão de crédito e juros elevados, diversos indicadores continuam apontando para uma economia resiliente.

O desemprego permanece próximo das mínimas históricas, o consumo continua relativamente forte e a capacidade ociosa é baixa. Diante desse cenário, o Banco Central entende que a economia ainda está absorvendo os efeitos dos juros elevados e que o mecanismo de transmissão da política monetária provavelmente ainda não percorreu todos os seus canais.

A verdade é que ninguém gosta de juros altos. Mas, para que eles possam cair de maneira sustentável, é necessário que os fundamentos da economia estejam bem ajustados — e esse ainda não é o caso brasileiro.

O Brasil possui uma dívida pública elevada e convive com uma combinação particularmente difícil: de um lado, o Banco Central pisa no freio para conter a demanda e a inflação; do outro, uma política fiscal expansionista atua na direção contrária. Historicamente, o país apresentou períodos prolongados de crescimento real elevado das despesas públicas, inclusive acima do crescimento da própria economia.

Quando esse movimento ocorre de maneira persistente, a participação do Estado na economia aumenta e torna mais difícil sustentar taxas de juros estruturalmente baixas, especialmente quando não existe uma contrapartida equivalente em produtividade e expansão da oferta.

Esse problema se torna ainda mais relevante porque o Brasil possui limitações na capacidade de resposta da oferta. Quando a demanda cresce rapidamente, a capacidade produtiva nem sempre

consegue acompanhá-la no mesmo ritmo. Nesse ambiente, parte do estímulo à demanda pode se transformar em inflação, exigindo uma política monetária mais restritiva.

Surge, então, uma dinâmica problemática: uma política fiscal expansionista sustenta a demanda e dificulta o processo de desinflação, o que pode exigir juros mais altos por mais tempo. Ao mesmo tempo, juros elevados aumentam o custo de carregamento da dívida e podem deteriorar sua dinâmica, enquanto a piora das perspectivas fiscais eleva o prêmio de risco exigido pelos investidores e pressiona principalmente as taxas de juros de longo prazo.

O país pode, portanto, entrar em um círculo difícil de romper: o elevado custo dos juros piora as contas públicas, enquanto a fragilidade fiscal contribui para manter elevados o prêmio de risco e o custo de financiamento do próprio governo.

A situação se torna ainda mais desafiadora em um ambiente de política monetária restritiva nos Estados Unidos. Juros americanos mais altos, dólar forte e condições financeiras globais mais apertadas reduzem a margem de manobra dos países emergentes.

Quando o real fica mais vulnerável, o câmbio se torna um importante canal de transmissão tanto das condições externas quanto das fragilidades domésticas. Uma depreciação cambial encarece produtos e insumos importados e pode dificultar ainda mais o processo de desinflação.

A consequência é que, mesmo quando o cenário externo melhora, o Brasil nem sempre consegue capturar integralmente esse alívio. Enquanto outros países conseguem reprecificar suas curvas de juros para baixo mais rapidamente, permanecemos limitados por desafios internos.

O problema, portanto, não é apenas petróleo, guerra ou Fed. Ele também envolve o cenário fiscal, o mercado de trabalho, as condições de crédito, o câmbio e um prêmio de risco estruturalmente elevado.

Da mesma forma, a solução não passa simplesmente por uma decisão do Banco Central de cortar juros. Para sustentar taxas estruturalmente menores, é necessário melhorar a trajetória fiscal e estabilizar a relação dívida/PIB.

Uma alternativa de ajuste seria limitar, por determinado período, o crescimento real das despesas. Se o PIB continuar crescendo em termos reais enquanto as despesas permanecem relativamente estáveis, a relação entre despesas e PIB tende, tudo mais constante, a cair gradualmente.

Mais importante do que o efeito contábil imediato seria o impacto sobre as expectativas. Se famílias, empresas e investidores passarem a acreditar em uma trajetória sustentável para as contas públicas, o prêmio de risco fiscal pode diminuir, contribuindo para taxas reais de longo prazo menores e melhores condições financeiras para toda a economia.

Cria-se, então, uma dinâmica oposta à atual: uma menor percepção de risco reduz o custo de financiamento, melhora a dinâmica da dívida e amplia o espaço para que a política monetária opere com taxas de juros estruturalmente menores.

O ponto central é que juros estruturalmente menores dependem de fundamentos fiscais mais sólidos.

EM SÍNTESE

O Banco Central não está apenas combatendo a inflação de hoje. Ele está tentando evitar a inflação de amanhã.

Enquanto as expectativas permanecerem desancoradas, a economia continuar relativamente resiliente e o fiscal contribuir para sustentar a demanda e elevar o prêmio de risco, o custo de reduzir os juros prematuramente pode ser maior do que o custo de mantê-los elevados por mais tempo.

III

Agro

CICLO, CUSTOS, EL NIÑO E EFICIÊNCIA OPERACIONAL

No agronegócio, o ciclo atual de preços mais baixos das commodities agrícolas, somado à pressão de custos com fertilizantes e defensivos, vem comprimindo as margens operacionais dos produtores rurais.

Esse movimento também afeta outros elos da cadeia, como o setor de máquinas e equipamentos agrícolas, já que produtores menos capitalizados tendem a postergar investimentos.

Mas nem toda a cadeia é afetada da mesma forma. No setor de proteína animal, especialmente em aves, temos acompanhado um ambiente de custos de produção mais favorável devido aos preços mais baixos dos grãos, principalmente milho e soja, que representam uma parcela relevante do custo da ração.

Do lado dos insumos agrícolas, os fertilizantes registraram forte alta, principalmente os nitrogenados. Diante desse movimento, algumas cadeias chegaram a reduzir ou postergar compras, aguardando um cenário de preços mais favorável.

Como a ciclicidade faz parte da dinâmica do setor, uma das principais formas de proteção das margens é a eficiência operacional. Empresas com maior produtividade, controle de custos, escala, boa gestão de estoques e capacidade de alocação de capital tendem a atravessar melhor os períodos desfavoráveis do ciclo.

Outro aspecto importante para o agro é a expectativa de intensificação do El Niño ao longo do segundo semestre, com projeções indicando um evento potencialmente muito forte no final do ano. A magnitude dos impactos dependerá principalmente da exposição geográfica das empresas, da intensidade das alterações no regime de chuvas e, sobretudo, do momento em que essas anomalias ocorrerem dentro do ciclo das culturas.

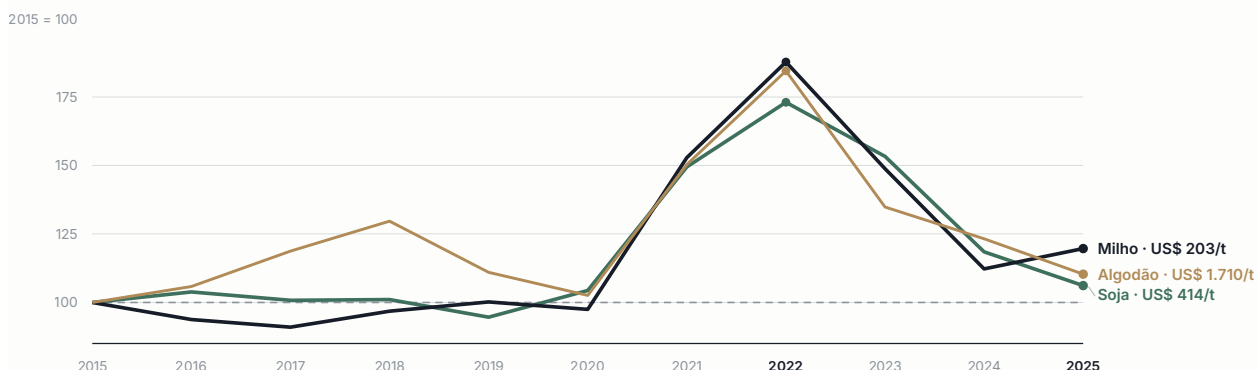
A SLC Agrícola, por exemplo, possui exposição relevante ao Mato Grosso, de forma que eventuais alterações no padrão e na distribuição das chuvas nessa região podem afetar a produtividade e, consequentemente, os resultados da companhia.

Além do impacto direto sobre as empresas, existe também o efeito sobre os preços das commodities. Uma eventual quebra de safra reduz a oferta e pode pressionar os preços para cima, compensando parcialmente a perda de produtividade para alguns produtores. O efeito líquido, porém, dependerá da magnitude da quebra, da exposição geográfica e da produtividade de cada empresa.

GRÁFICO 3

O ciclo já devolveu perto de 40% do preço desde o pico de 2022

Preços médios anuais em US\$ por tonelada, indexados a 2015 = 100. Do pico de 2022 até 2025, a soja recuou 38,7%, o milho 36,3% e o algodão 40,2% em termos nominais; os três seguem acima de 2015, mas longe do topo do ciclo.



Fonte: preços médios anuais do World Bank Pink Sheet (US\$ por tonelada), via base Commodities — Production and Price fornecida pela Rock Capital. Última observação da base: 2025.

A visibilidade sobre esse cenário deve aumentar à medida que avançamos para o período de plantio e desenvolvimento das principais culturas, mas o mercado naturalmente tenta antecipar esses movimentos. Por isso, ações ligadas ao agro e os preços das commodities podem começar a incorporar os riscos climáticos antes mesmo de seus impactos aparecerem nos resultados das empresas.

COMO ESTAMOS POSICIONADOS

Nesse contexto, gostamos da tese de SLC Agrícola e seguimos confiantes na capacidade da companhia de gerar valor no longo prazo, apoiada pelo crescimento da área plantada e pela evolução contínua da eficiência operacional.

Inteligência Artificial

CAPEX, GARGALOS E QUEM JÁ É REMUNERADO PELA CORRIDA

Em inteligência artificial, as projeções de investimento continuam subindo de forma significativa. Os maiores hyperscalers, como Amazon, Alphabet, Microsoft e Meta, estão ampliando agressivamente seus investimentos em data centers e capacidade computacional, com o Capex do setor podendo se aproximar de US\$ 1 trilhão em 2027.

Em um ambiente de investimentos cada vez maiores, crescente necessidade de financiamento e retorno ainda incerto, o mercado começa a questionar não apenas o potencial de crescimento dessas empresas, mas também o retorno sobre o capital investido.

A discussão deixa de ser apenas sobre quanto a inteligência artificial pode crescer e passa a incluir uma pergunta igualmente importante: quanto desse crescimento será efetivamente convertido em geração de caixa e retorno para o acionista?

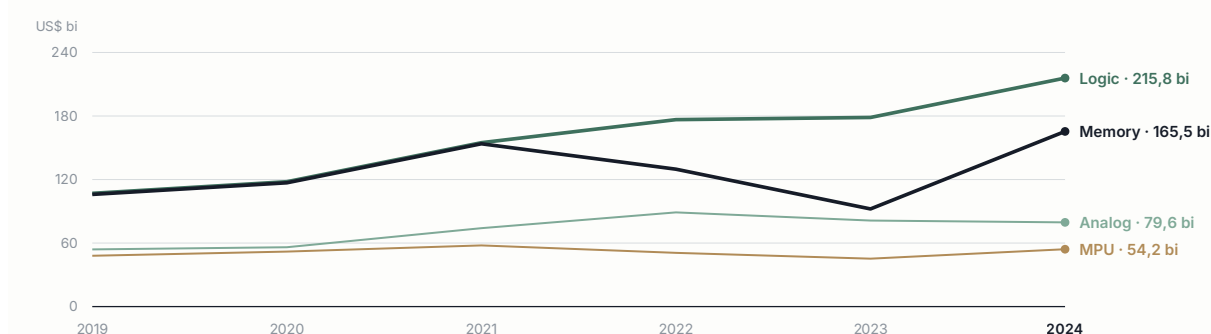
O ponto mais interessante dessa dinâmica é que, enquanto os hyperscalers precisam investir hoje sem ter plena visibilidade sobre o retorno futuro desses investimentos, as empresas responsáveis pelos principais gargalos da infraestrutura capturam essa demanda no presente.

Nesse sentido, segmentos como GPUs, aceleradores, memória avançada e semicaps estão entre os principais beneficiários do atual ciclo de investimentos em IA.

GRÁFICO 4

O dinheiro já chega aos gargalos: lógica e memória puxam o mercado global de semicondutores

Vendas globais por tipo de produto, em US\$ bilhões. Entre 2019 e 2024, o mercado total saiu de US\$ 414 bi para US\$ 630,5 bi (+52,3%), com lógica avançando 101,7% e memória 56,1%.

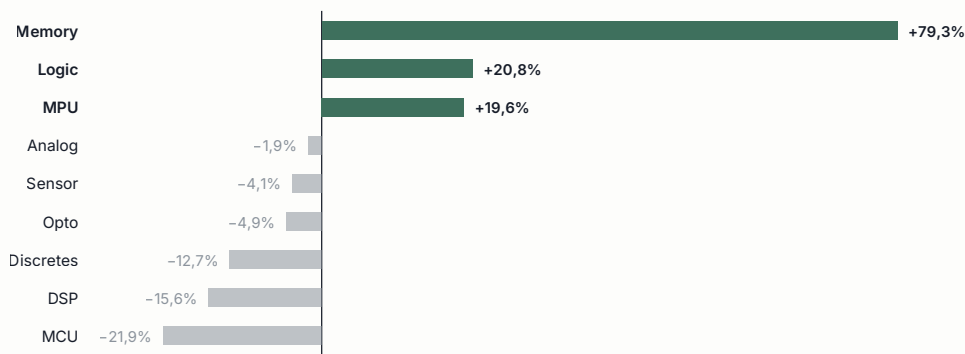


Fonte: SIA — Semiconductor Industry Association, via base Semicondutores fornecida pela Rock Capital. Última observação disponível na base: 2024.

Independentemente de qual modelo, plataforma ou hyperscaler consiga capturar mais valor no futuro, todos precisam ampliar capacidade computacional. E isso exige chips, memória, equipamentos de fabricação, networking e data centers.

O ciclo é seletivo: em 2024, memória e lógica sobem enquanto a maior parte do mercado recua

Variação das vendas globais de semicondutores em 2024 contra 2023, por tipo de produto, em %. A memória avançada, um dos principais gargalos da infraestrutura de IA, cresceu 79,3% em um ano em que seis dos nove segmentos encolheram.



Fonte: SIA — Semiconductor Industry Association, via base Semicondutores fornecida pela Rock Capital. Cálculo de variação anual conforme a própria base.

Em outras palavras, enquanto parte da cadeia ainda precisa provar o retorno econômico da inteligência artificial, os fornecedores dos principais gargalos já estão sendo remunerados pela construção da infraestrutura necessária para torná-la possível.

VISÃO ROCK CAPITAL · COMO ESTAMOS POSICIONADOS

Embora as big techs continuem apresentando resultados robustos e crescentes, temos evitado alocações nessas empresas diante da incerteza sobre a remuneração futura do enorme volume de capital que está sendo investido. Por outro lado, gostamos da tese de semicondutores, especialmente dos segmentos de foundry e memória.

Nesse cenário, empresas como TSMC e Micron podem continuar bem posicionadas para capturar valor ao longo desse ciclo. Mantemos exposição ao segmento de forma ativa por meio dessas empresas e, de maneira passiva, via ETFs, especialmente o SMH.

E talvez seja justamente aqui que Thunderstruck encontre seu paralelo mais evidente.

O ciclo atual de investimentos em inteligência artificial carrega uma combinação de velocidade, intensidade e excesso. A demanda por capacidade computacional cresceu em uma velocidade para a qual o mundo simplesmente não estava preparado, criando gargalos em diferentes pontos da cadeia e desencadeando uma corrida global para construir a infraestrutura necessária para atender a essa nova demanda.

Há uma corrida em andamento, mas ainda não sabemos quem encontrará o ouro.

Por isso, enquanto o mercado tenta descobrir quais empresas conseguirão transformar a inteligência artificial em retornos extraordinários no longo prazo, preferimos, neste momento, estar posicionados em alguns daqueles que fornecem as máquinas necessárias para que essa corrida aconteça.

AFINAL

Em uma corrida pelo ouro, nem sempre é preciso saber quem encontrará a próxima grande mina. Às vezes, pode ser mais interessante estar ao lado de quem vende as pás.

FONTES E NOTAS METODOLÓGICAS

- Gráfico 1 — Selic meta e IPCA acumulado em 12 meses, séries mensais de jan/2000 a jun/2026, base Dados Macro — Consolidados (SGS/Bacen). O juro real ex-post é a Selic meta descontada do IPCA de 12 meses; médias, percentis e diferenças foram calculados sobre a própria série.
- Gráfico 2 — Boletim Focus (Bacen), leituras semanais de julho de 2026, base Dados Macro — Consolidados. Centro da meta de 3,0% conforme a mesma base.
- Gráfico 3 — preços médios anuais de soja, milho e algodão (World Bank Pink Sheet, US\$ por tonelada), base Commodities — Production and Price, indexados a 2015 = 100. Última observação da base: 2025.
- Gráficos 4 e 5 — SIA (Semiconductor Industry Association), vendas globais por tipo de produto, base Semicondutores. Último ano disponível: 2024.

DISCLAIMER

Esta carta tem caráter informativo e educacional. Não constitui recomendação de investimento.

O conteúdo não representa oferta, solicitação ou sugestão de compra ou venda de qualquer ativo, nem consultoria de investimentos, jurídica, contábil ou tributária. As menções a empresas, setores e instrumentos servem para ilustrar o raciocínio apresentado e não devem ser lidas como indicação de alocação.

As opiniões e teses aqui descritas refletem a leitura da Rock Capital na data de publicação e podem mudar sem aviso prévio. Rentabilidade passada não é garantia de resultado futuro e todo investimento envolve risco, inclusive de perda do capital investido. Antes de qualquer decisão, considere seus objetivos, sua situação financeira e seu perfil de risco, e procure orientação de profissional habilitado. Os dados e gráficos vêm das fontes indicadas e não foram auditados de forma independente.