



CARTA | SETEMBRO 2026

Anticipation

“We can never know about the days to come, but we think about them anyway.”

OTR CAPITAL · SETEMBRO DE 2026



Ilustração: OTR Capital

Anticipation

Anticipation foi escrita por Carly Simon em 1971 enquanto ela esperava Cat Stevens chegar para um jantar. Segundo a própria cantora, a música nasceu quase inteira naquele intervalo, em um momento simples, mas carregado de expectativa.

É justamente daí que vem sua força. A canção parte de uma ideia muito humana: não podemos conhecer os dias que virão, mas ainda assim pensamos neles o tempo todo.

Não se trata de prever o futuro, e sim de reconhecer que a antecipação do que pode acontecer já altera a forma como vivemos o presente.

Foi por isso que escolhemos *Anticipation* como título da carta de setembro.

Nos mercados, o mecanismo é o mesmo. O evento futuro ainda não aconteceu, mas a expectativa sobre ele já move preços, narrativas e decisões.

O mercado não espera a inflação efetivamente chegar, a eleição acontecer, o déficit aparecer, o Fed alterar os juros, o crescimento desacelerar ou uma empresa entregar seus resultados. Ele tenta precificar essas possibilidades antes.

Esse ponto é central para a leitura do cenário atual. Expectativas moldam curvas de juros, redefinem prêmios de risco e mudam a percepção sobre o valor dos ativos muito antes de os fatos aparecerem por completo nos dados.

Em períodos de maior incerteza, essa dinâmica fica ainda mais evidente: a disputa deixa de ser apenas sobre o que aconteceu e passa a ser, sobretudo, sobre o que se imagina que acontecerá.

Essa lógica também está no coração do valuation. O preço de uma ação hoje é, em essência, uma tentativa de condensar expectativas sobre fluxos de caixa, crescimento, risco e taxa de desconto que pertencem ao futuro. Investir, nesse sentido, é sempre um exercício de antecipação.

Os mercados não negociam apenas fatos. Negociam, acima de tudo, expectativas. O futuro ainda não chegou, mas sua antecipação já reorganiza preços no presente.

Gabriel Rocha | OTR Capital

Boa leitura.

Desempenho no mês

CARTEIRA OTR CAPITAL

+8,16%

Setembro 2026

IBOVESPA

+5,03%

Setembro 2026

Fechamento: 186.340 pontos

S&P 500

-0,45%

Setembro 2026

Fechamento: 7.651,54 pontos

Em setembro, a carteira OTR Capital avançou 8,16%, superando a alta de 5,03% do Ibovespa no período. A diferença positiva em relação ao benchmark doméstico foi de 3,13 p.p. No mercado americano, o S&P 500 encerrou o mês com recuo de 0,45%.

Fontes: Ibovespa — B3 / dados de mercado; S&P 500 — S&P Dow Jones Indices / dados de mercado.

Ambiente Interno

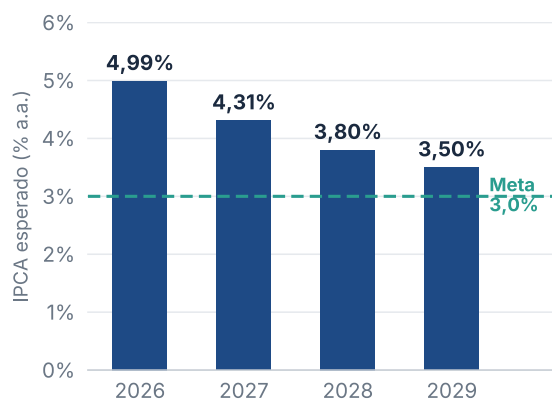
O Banco Central cortou novamente a Selic na última reunião do Copom, para 13,75% a.a., diante de uma atividade econômica mais moderada e de sinais mais consistentes de desinflação, dinâmica que, em condições normais, abriria espaço para a continuidade do ciclo de cortes.

Entretanto, a incerteza sobre a condução da política fiscal no período pós-eleitoral e as expectativas de inflação ainda desancoradas atuam na direção contrária. Para 2027 e 2028, por exemplo, as expectativas estão em 4,3% e 3,8%, respectivamente, ainda acima da meta de 3%.

Em nossa leitura, esse ambiente aumenta a possibilidade de uma pausa temporária no ciclo de cortes, não necessariamente por uma mudança no diagnóstico sobre atividade e inflação, mas para preservar margem de manobra enquanto houver pouca clareza sobre o cenário fiscal dos próximos anos.

Expectativas de inflação permanecem acima da meta

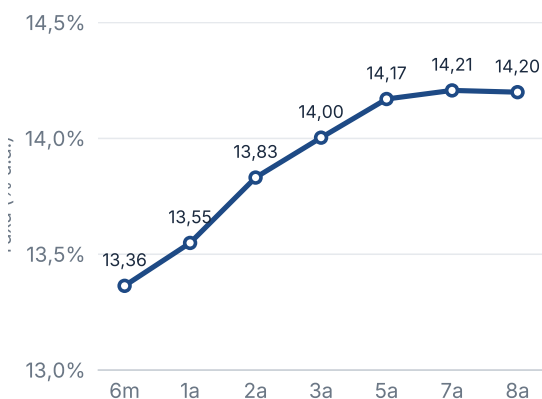
Mediana Focus para o IPCA (% a.a.) · 28/09/2026



Fonte: Banco Central do Brasil — Boletim Focus.

Curva prefixada permanece elevada no longo prazo

ETTJ prefixada (% a.a.) · 25/09/2026



Fonte: ANBIMA.

Parte da melhora recente da inflação reflete justamente a transmissão da política monetária mais restritiva, com desaceleração da atividade e sinais mais favoráveis em alguns componentes. Entretanto, também existiram efeitos pontuais que contribuíram para a desinflação.

Em agosto, o principal deles veio da energia elétrica residencial, que recuou 7,63% e retirou aproximadamente 0,33 p.p. do IPCA. Parte relevante desse movimento ocorreu em razão do bônus de Itaipu, um crédito temporário concedido nas contas de energia.

Por seu caráter pontual, portanto, esse efeito não representa necessariamente uma melhora estrutural da inflação. O próprio Banco Central ressalta que parte da queda recente do índice refletiu esse desconto temporário.

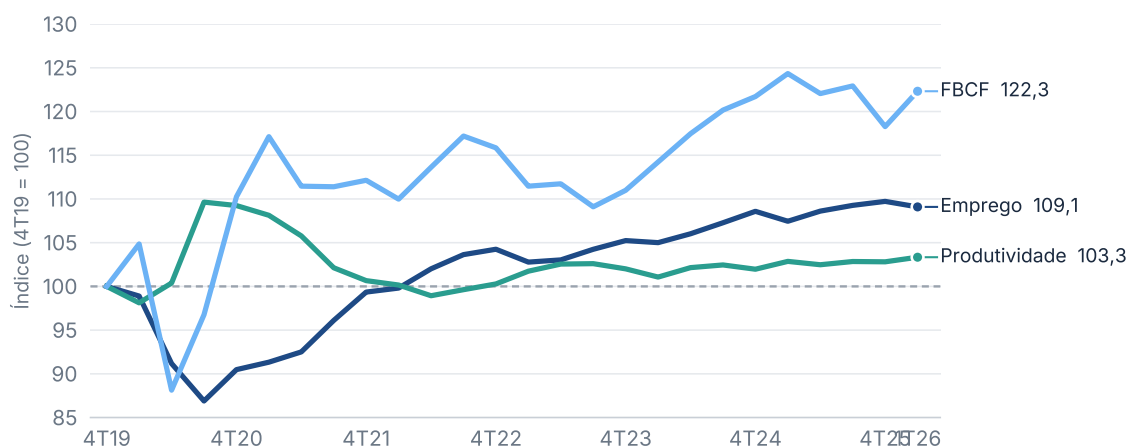
O principal desafio continua sendo a inflação de serviços, que desacelera de forma mais lenta e permanece pressionada por um mercado de trabalho aquecido. Nesse ponto, existe uma característica importante da expansão brasileira dos últimos anos.

A renda per capita do país superou sua trajetória pré-pandemia, mas esse desempenho veio principalmente da expansão do emprego e do consumo, e não de ganhos relevantes de produtividade. Segundo o FMI, produtividade e participação na força de trabalho ficaram para trás na recuperação pós-pandemia.

A recuperação pós-pandemia combinou forte expansão do emprego e retomada do investimento, mas com ganhos muito mais modestos de produtividade.

Emprego, produtividade e investimento desde o pré-pandemia

Índice base 100 = 4T19 · dados trimestrais até 1T26



Fontes: IBGE / PNAD Contínua; FGV IBRE / Observatório da Produtividade Regis Bonelli; IBGE / Sidra. Emprego: média trimestral das pessoas ocupadas (PNAD mensal).

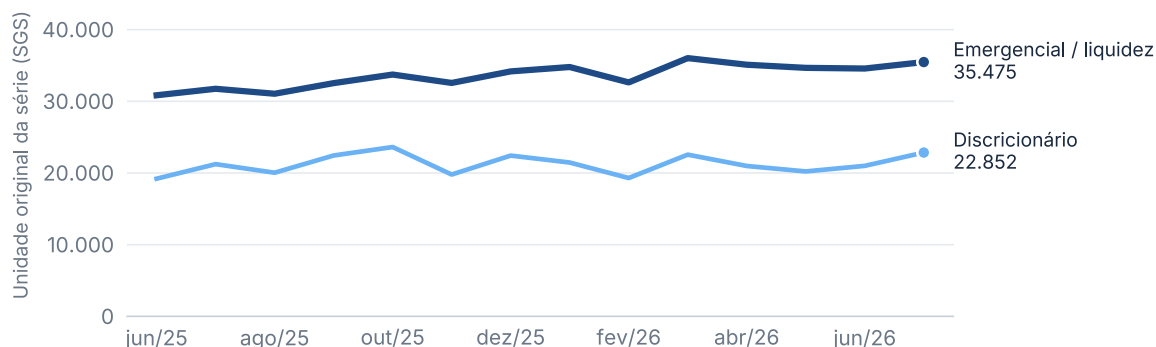
Ao mesmo tempo, o desemprego permanece próximo das mínimas históricas enquanto a participação na força de trabalho continua abaixo dos níveis anteriores à pandemia. Isso significa que o mercado de trabalho permanece apertado, mas convive com uma oferta de trabalhadores relativamente menor.

Conforme a economia se aproxima do pleno emprego, torna-se mais difícil sustentar a expansão apenas incorporando novos trabalhadores. Sem crescimento de produtividade e investimento, uma demanda ainda elevada por mão de obra pode continuar pressionando salários e, conseqüentemente, a inflação de serviços.

O mercado de crédito também reflete os efeitos desse ambiente. As condições financeiras permanecem restritivas e o comprometimento de renda das famílias segue elevado, limitando principalmente decisões de consumo e financiamento mais sensíveis às taxas de juros. Ao mesmo tempo, modalidades de crédito mais caras e emergenciais ainda possuem peso relevante no orçamento das famílias.

Crédito emergencial segue em patamar superior ao discricionário

Média simples das modalidades selecionadas · dados mensais, jun/25 a jul/26



Fonte: Banco Central / SGS. Obs.: séries agregadas por média simples das modalidades selecionadas. Discricionário: aquisição de veículos e crédito pessoal não consignado. Emergencial / liquidez: cheque especial, cartão rotativo e cartão parcelado.

Mas o principal ponto de atenção continua no campo fiscal.

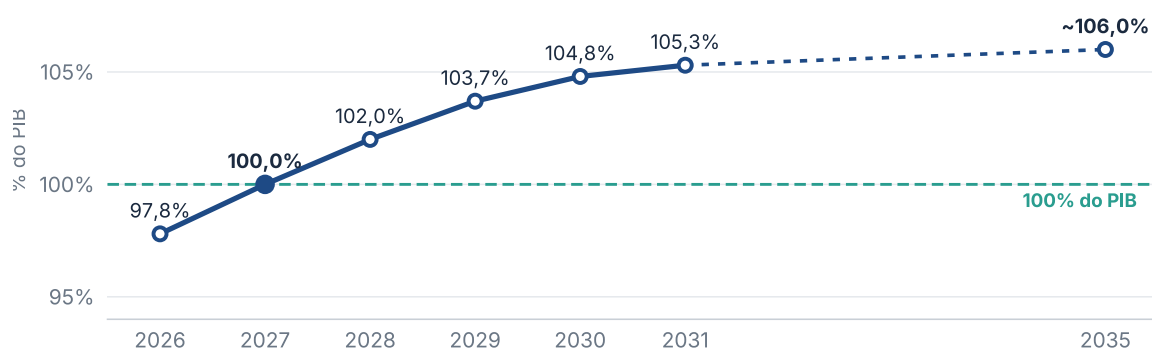
Como discutimos em *Thunderstruck*, uma política fiscal expansionista em um ambiente de capacidade produtiva mais limitada pode dificultar o trabalho da política monetária. Além disso, déficits persistentes e uma trajetória de dívida percebida como pouco sustentável aumentam o prêmio exigido pelos investidores e, conseqüentemente, o custo de financiamento do próprio governo.

Esse mecanismo é particularmente importante porque o mercado não precisa esperar a deterioração fiscal acontecer para reagir. Se as expectativas sobre déficits e dívida futura pioram, os juros longos podem subir hoje, apertando as condições financeiras antes mesmo que o cenário projetado se materialize.

O FMI estima que a dívida bruta do governo geral alcance aproximadamente 98% do PIB em 2026 e destaca que um esforço fiscal mais robusto contribuiria para reduzir custos de financiamento e abrir espaço para investimentos.

Dívida bruta deve superar 100% do PIB e permanecer elevada

Dívida bruta do governo geral — cenário-base do FMI (% do PIB)



Fonte: FMI — cenário-base para a dívida bruta do governo geral brasileiro. Linha tracejada entre 2031 e 2035: anos intermediários não informados.

É justamente aí que expectativas e política monetária se encontram. Em um ambiente de expectativas desancoradas e sujeito a choques de oferta, o Banco Central precisa avaliar não apenas o impacto inicial desses choques, mas se eles começam a produzir efeitos de segunda ordem sobre salários, serviços e expectativas de inflação.

Isso ajuda a explicar por que, mesmo diante de sinais de moderação da atividade e da inflação, o Copom continua defendendo cautela na condução dos juros.

Nossa leitura continua sendo que uma redução mais estrutural dos juros longos brasileiros depende menos de alguns meses favoráveis de inflação e mais de uma melhora consistente na percepção sobre a trajetória fiscal e na ancoragem das expectativas.

As eleições entram nessa equação justamente porque podem alterar a percepção dos investidores sobre a condução futura da política fiscal e econômica. O impacto sobre a curva de juros, entretanto, dependerá das políticas sinalizadas e posteriormente implementadas, e não simplesmente do resultado eleitoral em si.

No fim, essa é uma das características mais importantes dos mercados: os preços não esperam o futuro acontecer. Eles se ajustam conforme mudam as expectativas sobre esse futuro.

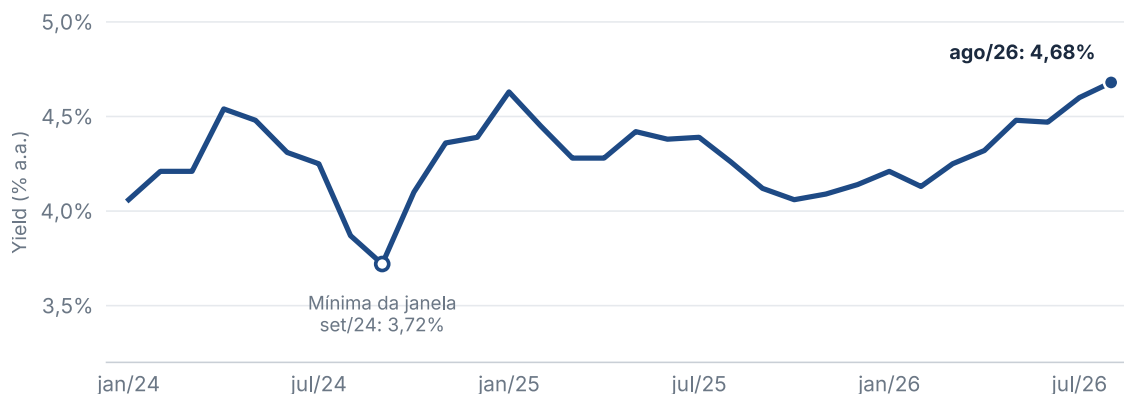
Ambiente Externo

Os obstáculos para uma maior flexibilização monetária no Brasil não se restringem ao ambiente doméstico.

Nos Estados Unidos, déficits fiscais elevados, inflação ainda acima da meta e incertezas geopolíticas contribuem para manter pressionados os juros de longo prazo. O CBO projeta déficit fiscal de 5,8% do PIB em 2026 e uma dívida pública em trajetória crescente, enquanto o Treasury de 10 anos chegou a 5,18% no fim de setembro.

Juros longos americanos permanecem pressionados

Treasury de 10 anos — yield em % a.a. · média mensal, jan/24 a ago/26



Fonte: Federal Reserve — H.15, 10-Year Treasury Constant Maturity.

Ao mesmo tempo, as restrições à oferta de petróleo no Oriente Médio mantêm os preços de energia elevados e adicionam um novo risco inflacionário. A EIA estima que parte das limitações às exportações da região permaneça até o fim do ano, depois de o Brent ter atingido média de US\$ 91 por barril em agosto.

Nesse ambiente, o Fed elevou os Fed Funds em 25 bps, para 3,75%-4,00%, por unanimidade. A decisão ocorreu diante de uma economia que continua crescendo em ritmo sólido, com consumo resiliente, produtividade forte, investimento robusto e desemprego pouco alterado, enquanto a inflação permanece elevada.

Parte dessa persistência inflacionária pode ser explicada por três vetores importantes.

O primeiro é a energia, pressionada pelos conflitos e pelas restrições à oferta global de petróleo. O segundo são as tarifas, cujo impacto sobre os preços ocorre tanto de forma direta, sobre bens importados, quanto de forma indireta e mais defasada ao longo das cadeias produtivas.

Um estudo do Fed de Nova York estima que aproximadamente 26% do aumento das tarifas seja repassado aos preços ao consumidor, enquanto o Fed de Minneapolis calcula que elas atualmente adicionem cerca de 0,2 a 0,4 p.p. ao core PCE. Ainda assim, mesmo sem esse efeito, a inflação subjacente continuaria aproximadamente 1 p.p. acima da meta de 2%.

O terceiro vetor é o forte ciclo de investimento em inteligência artificial, impulsionado pela construção de data centers e pela demanda por equipamentos e infraestrutura.

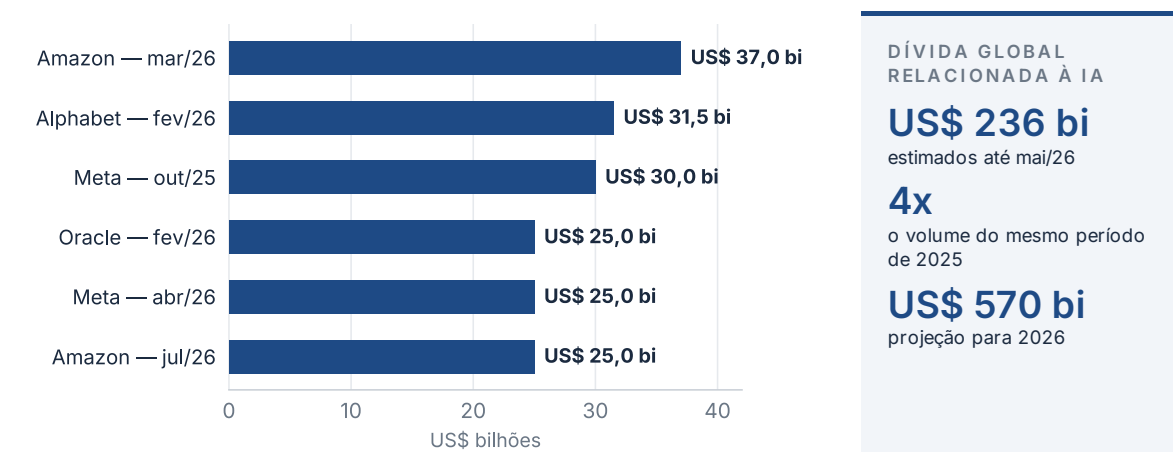
Diferentemente da energia e das tarifas, esse movimento não representa um choque adverso de oferta, mas um ciclo de investimento que sustenta a demanda por capital, energia e equipamentos e já começa a pressionar alguns preços relativos. No médio prazo, ganhos de produtividade podem atuar na direção contrária.

O tamanho desse ciclo também começa a aparecer nos mercados financeiros. À medida que o capex cresce mais rapidamente do que a geração de caixa, grandes empresas de tecnologia vêm recorrendo cada vez mais à emissão de dívida, aumentando a oferta de títulos de longo prazo e a competição pela demanda dos investidores.

Esse movimento não explica sozinho a alta dos juros americanos, mas adiciona mais uma fonte de oferta a um mercado que já precisa absorver volumes elevados de dívida pública.

Grandes emissões de dívida acompanham o ciclo de investimentos em IA

Emissões selecionadas, em US\$ bilhões



Fonte: Morgan Stanley.

A questão relevante é por que o Fed aumenta os juros diante de pressões que a política monetária não consegue resolver diretamente. Afinal, juros mais altos não produzem petróleo, eliminam tarifas ou aumentam a oferta de equipamentos.

O objetivo é evitar que esses choques se transformem em inflação persistente. Se aumentos inicialmente pontuais contaminarem expectativas, salários e preços de serviços, seus efeitos podem permanecer mesmo depois que o choque original desaparecer.

Ao mesmo tempo, a resiliência da economia americana oferece ao Fed maior espaço para manter uma política monetária restritiva. Enquanto atividade e mercado de trabalho continuarem sólidos, o custo de combater a inflação por meio de juros mais elevados tende a ser menos imediato.

E é justamente aí que o cenário americano começa a afetar diretamente o Brasil.

Treasuries elevados aumentam o retorno disponível em ativos considerados de menor risco e, consequentemente, o retorno exigido para assumir risco em mercados emergentes. Isso pode manter pressionados os juros longos brasileiros mesmo enquanto o Banco Central reduz a Selic.

Além disso, conforme o Fed mantém os juros elevados e o Bacen reduz a taxa doméstica, o diferencial de juros diminui, reduzindo a atratividade relativa dos ativos brasileiros e aumentando o risco de pressão sobre o câmbio. Um real mais fraco, por sua vez, pode ser transmitido à inflação e às próprias expectativas inflacionárias.

Na prática, o Banco Central pode se deparar com uma economia doméstica que justificaria juros menores, mas com um ambiente externo que mantém elevados o custo de capital global, a curva de juros e os riscos para o câmbio.

Mais importante, nada disso exige que os acontecimentos futuros tenham se materializado. Se o mercado passa a esperar juros americanos elevados por mais tempo, maior deterioração fiscal ou inflação mais persistente, os Treasuries e as demais condições financeiras podem se ajustar imediatamente.

Mais uma vez, as expectativas sobre o futuro começam a afetar a economia no presente.

Ativos de Risco

Nos ativos de risco, a lógica não é diferente. Preços são formados hoje a partir das expectativas sobre juros, crescimento, risco e fluxos de caixa que ainda pertencem ao futuro.

Isso nos leva a uma pergunta recorrente: afinal, a bolsa brasileira está barata?

Para respondê-la, precisamos entender como uma empresa é avaliada.

Valuation costuma ser definido como uma combinação de arte e ciência. A arte está nas premissas: precisamos estimar receitas, margens, investimentos e fluxos de caixa que ainda não existem e que dependem de hipóteses sobre o futuro.

A ciência aparece quando trazemos esses fluxos futuros para o presente.

Para isso, utilizamos uma taxa de desconto que representa o retorno exigido pelos fornecedores de capital da empresa. No caso do fluxo de caixa para a firma, essa taxa é normalmente representada pelo custo médio ponderado de capital, o WACC, que combina o custo do capital próprio e o custo das dívidas.

E é justamente nesse ponto que todo o cenário discutido até aqui começa a aparecer diretamente no preço dos ativos.

O custo do capital próprio parte de uma taxa considerada livre de risco e adiciona os prêmios exigidos pelo investidor para assumir risco de mercado e, quando aplicável, risco-país. Portanto, juros reais longos mais elevados no Brasil aumentam o custo de oportunidade do investidor, enquanto Treasuries elevados e maior aversão a mercados emergentes podem aumentar o retorno exigido para investir no país.

A interpretação é simples: quanto maior a taxa de desconto, menor o valor presente dos fluxos de caixa futuros.

Isso ajuda a explicar por que negociar abaixo dos múltiplos históricos não significa, necessariamente, que uma empresa esteja barata. Se o custo de capital atual é superior ao observado em boa parte da última década, é natural que o múltiplo considerado justo também seja menor.

O impacto, entretanto, não é igual para todas as empresas.

Companhias cujo valor depende de fluxos de caixa mais distantes no futuro possuem maior sensibilidade à taxa de desconto. É o caso de muitas empresas de crescimento, nas quais uma parcela relevante do valor está associada a resultados que ainda serão gerados vários anos à frente.

Empresas mais alavancadas enfrentam outro problema. Além de uma taxa de desconto maior reduzir o valor presente dos seus fluxos, a necessidade de refinanciar dívidas em um ambiente de juros elevados pode aumentar as despesas financeiras e reduzir o lucro e o fluxo de caixa disponível ao acionista.

Já empresas mais dependentes do ciclo doméstico, como parte do varejo e da construção civil, sofrem também por um terceiro canal: juros elevados reduzem a disponibilidade de crédito e a capacidade de consumo e investimento dos seus clientes.

Em outras palavras, uma empresa pode sofrer simultaneamente com um valor presente menor, um custo de financiamento maior e uma demanda mais fraca.

Esse cenário ajuda a explicar parte do desconto observado em determinados segmentos da bolsa brasileira, mas nem todo desconto representa uma oportunidade: em alguns casos, ele simplesmente reflete uma taxa de retorno exigida mais elevada ou fundamentos que se deterioraram.

Por isso, temos buscado investimentos cuja tese não dependa exclusivamente de uma forte redução dos juros ou de uma aceleração relevante da economia brasileira.

No agronegócio, seguimos expostos a empresas com vetores próprios de crescimento. A SLC Agrícola continua ampliando sua operação e apresentou produtividades relevantes nas últimas safras, enquanto a Boa Safra avança na diversificação para além da soja. No 2T26, novas culturas, serviços e insumos já representavam quase 19% de sua carteira de pedidos, reduzindo gradualmente a concentração do negócio.

Também mantemos posição em Banco do Brasil. A rentabilidade continua pressionada pela deterioração da qualidade do crédito, principalmente no agronegócio e em algumas linhas de pessoa física, com inadimplência acima de 90 dias de 5,61% no consolidado e 6,27% no agro no segundo trimestre.

Ainda assim, entendemos que os preços atuais incorporam uma parcela relevante dessa deterioração e seguimos acompanhando a capacidade do banco de normalizar gradualmente sua rentabilidade.

No mercado internacional, continuamos expostos à cadeia de semicondutores. A demanda relacionada à inteligência artificial permanece forte, especialmente em tecnologias de ponta e infraestrutura computacional. A TSMC, por exemplo, elevou seu orçamento de investimentos para 2026 para uma faixa entre US\$ 60 bilhões e US\$ 64 bilhões diante da demanda estrutural de seus clientes por IA e computação de alto desempenho.

Também seguimos estudando segmentos em que identificamos mudanças estruturais relevantes, como terras raras e defesa, sempre buscando situações em que a qualidade dos ativos venha acompanhada de um preço que ofereça margem de segurança.

Afinal, investir não se resume a encontrar boas empresas. Tão importante quanto comprar coisas boas é saber comprá-las bem.
