empiricus
ASSET



Volatilidade, juros e o desafio do crescimento global

Carta do Gestor – Setembro/26

Sumário

O balanço de Agosto 2

Cenário Doméstico 2

Cenário Global 4

Conclusão 6

Disclaimer 7

O balanço de Agosto

Agosto foi marcado por um ambiente de maior volatilidade nos mercados, com os investidores alternando entre a expectativa de flexibilização monetária diante da perda de dinamismo da atividade e a preocupação com riscos ainda presentes de inflação, deterioração fiscal e aumento do custo de financiamento.

No Brasil, dados econômicos mais fracos e a inflação mais comportada reforçaram as apostas em novos cortes da Selic, mas o elevado endividamento público, a piora da inadimplência e as incertezas eleitorais limitaram uma melhora mais consistente dos ativos domésticos.

No exterior, a atenção se concentrou na trajetória dos juros americanos, na postura mais firme de Kevin Warsh e na crescente preocupação com a sustentabilidade fiscal dos Estados Unidos e com o volume de dívida associado ao ciclo de investimentos em inteligência artificial. Ao mesmo tempo, a melhora temporária do ambiente geopolítico e a queda do petróleo favoreceram uma recuperação do ouro e do Bitcoin, enquanto a temporada de resultados do 2T26 permaneceu forte, mas com maior sensibilidade dos investidores aos retornos e à necessidade de financiamento dos investimentos em IA.

Cenário Doméstico

No cenário doméstico, agosto foi marcado por uma combinação de dados econômicos mais fracos e inflação mais comportada, que reforçou a expectativa de continuidade do ciclo de cortes da Selic, embora o ambiente fiscal e eleitoral siga limitando o espaço para uma flexibilização mais agressiva. O PIB do 2T26 cresceu 0,5%, desacelerando frente à alta de 1,1% do trimestre anterior, enquanto o IBC-Br de junho recuou 0,6% e encerrou o trimestre com expansão de apenas 0,2%, ante 1,2% no 1T26. O mercado de trabalho também mostrou perda de dinamismo, com o Caged registrando criação de apenas 58,6 mil vagas em julho. Na inflação, o IPCA desacelerou de 0,16% para 0,07% em julho, levando a variação em 12 meses de 4,64% para 4,44%, enquanto o IPCA-15 de agosto apresentou deflação de 0,40%, bem abaixo da expectativa de -0,31%. Embora parte dessa surpresa tenha sido explicada por fatores temporários, a sequência de dados mais benignos reforçou a percepção de que a economia está perdendo tração e abriu espaço para novos cortes de juros. Nesse contexto, o Copom reduziu a Selic em 25 pontos-base, para 14% ao ano, no quarto corte consecutivo, reconhecendo a moderação da atividade

e da inflação, mas mantendo uma comunicação cautelosa diante das expectativas desancoradas, do mercado de trabalho ainda resiliente e das incertezas fiscais e externas. A sinalização permanece compatível com mais um corte de 25 pontos-base em setembro, para 13,75%, cenário que ganhou força após o IPCA-15 e o Caged.

Por outro lado, o fiscal continua sendo o principal limitador para uma melhora estrutural dos ativos brasileiros. A dívida bruta atingiu 81,9% do PIB em junho, enquanto o déficit primário consolidado chegou a R$ 55,3 bilhões no mês e R$ 157,2 bilhões em 12 meses, equivalente a 1,19% do PIB. O PLOA de 2027 prevê superávit de R$ 18,6 bilhões, mas a projeção depende de crescimento de 2,4%, muito acima dos 1,5% esperados pelo mercado, mantendo dúvidas sobre sua execução. Paralelamente, a inadimplência empresarial alcançou 9,1 milhões de CNPJs, com R$ 232,9 bilhões em dívidas em atraso, enquanto a inadimplência das pessoas físicas subiu para 7,8%, maior nível desde 2009. Esse quadro começa a aparecer também na temporada de resultados do 2T26, com um desempenho um pouco mais fraco e maior preocupação dos investidores com alavancagem, custo de crédito e inadimplência, justamente em uma economia que começa a sentir os efeitos defasados do elevado nível de juros.

Na Bolsa, o desempenho relativamente resiliente contrasta com a deterioração dos fluxos. O Ibovespa encerrou o período praticamente estável, apesar da saída de aproximadamente R$ 23 bilhões de investidores estrangeiros da B3, mostrando que o mercado doméstico conseguiu absorver uma pressão vendedora relevante. Parte importante desse movimento está relacionada ao cenário eleitoral, que continua dificultando uma melhora mais estrutural das expectativas. A percepção de baixa probabilidade de alternância de poder e as dúvidas sobre a trajetória fiscal a partir de 2027 mantêm elevada a exigência de prêmio de risco dos investidores. A pesquisa Datafolha mostrou Lula com 47% contra 43% de Flávio Bolsonaro em um eventual segundo turno, enquanto a redução da vantagem do presidente ajudou a provocar alguma recuperação da Bolsa em determinados momentos, mas ainda não configura uma mudança suficientemente consistente para alterar a percepção de risco. Assim, o mercado segue dividido entre uma conjuntura monetária que começa a ficar mais favorável e um cenário fiscal e eleitoral que impede uma reprecificação mais forte dos ativos.

Cenário Global

No exterior, agosto também foi marcado por elevada volatilidade, com os mercados oscilando entre a melhora temporária do ambiente geopolítico, dados econômicos mais amenos nos Estados Unidos e a crescente preocupação com inflação, dívida pública e o financiamento do gigantesco ciclo de investimentos em inteligência artificial. O petróleo contribuiu inicialmente para aliviar as pressões inflacionárias, com a Opep+ confirmando aumento de aproximadamente 188 mil barris por dia na produção a partir de setembro, enquanto o ambiente de guerra apresentou alguma melhora. Esse alívio, porém, não eliminou os riscos de uma nova deterioração, e os mercados permaneceram bastante sensíveis a qualquer mudança na percepção sobre energia e inflação.

Os dados americanos passaram a apontar para uma economia menos aquecida, embora ainda distante de uma recessão. O payroll destruiu 23 mil vagas em julho, contra expectativa de criação de 80 mil, enquanto as revisões de maio e junho retiraram 103 mil postos. A taxa de desemprego caiu para 4,1%, mas principalmente pela redução da força de trabalho, cuja participação recuou para 61,4%. As vendas no varejo também decepcionaram, com queda de 0,6% em julho, enquanto o ISM industrial permaneceu forte, em 55,6 pontos, e o ISM de serviços em 54,1. Na inflação, o CPI ficou em 3,4% em 12 meses, com núcleo de 2,5%, enquanto o PCE avançou 0,2% no mês e 3,7% em 12 meses. Ou seja, o quadro é de uma atividade gradualmente menos dinâmica e mercado de trabalho mais fraco, mas com inflação ainda acima da meta, o que mantém o Federal Reserve dependente da evolução dos próximos dados.

Nesse contexto, o Fed manteve os juros entre 3,50% e 3,75%, em uma decisão dividida por 9 a 3, com três dirigentes defendendo alta de 25 pontos-base. A grande fonte de incerteza, contudo, continua sendo a atuação do recém-empossado Kevin Warsh. Em Jackson Hole, Warsh reforçou que a prioridade continua sendo levar a inflação de volta aos 2% e sugeriu que a política monetária talvez ainda não seja suficientemente restritiva. Ao mesmo tempo, defendeu menor utilização de *forward guidance*, deixando o mercado mais dependente dos dados para antecipar os próximos passos do Fed. A reação foi imediata: o Treasury de dois anos chegou a 4,36%, o dólar ganhou força e as bolsas recuaram, com a Nvidia caindo 4,6%. Assim, mesmo com dados econômicos mais amenos, o mercado continua sem visibilidade sobre a trajetória dos juros americanos.

Outro foco crescente de preocupação foi o fiscal americano e seus efeitos sobre a curva longa dos Treasuries. O déficit federal alcançou US$ 432 bilhões apenas em julho, elevando o acumulado do ano fiscal para US$ 1,799 trilhão, enquanto a dívida pública se aproxima de US$ 40 trilhões. O Treasury de 30 anos chegou a oferecer rendimento de 5,31%, maior nível desde 2007. A pressão decorre não apenas do volume crescente de emissões do governo, mas também da competição com uma nova onda de dívida corporativa associada ao investimento em IA. Já foram emitidos cerca de US$ 500 bilhões em títulos ligados à IA em 2026, contra US$ 120 bilhões em 2025. A ampliação das recompras de Treasuries pelo Tesouro, de US$ 2 bilhões para pelo menos US$ 4 bilhões por operação, trouxe algum alívio à ponta longa, mas não resolve o problema estrutural: o mercado começa a exigir prêmio maior para absorver o crescente endividamento americano. A preocupação, portanto, passa menos por uma crise imediata de crédito e mais pela capacidade do mercado de absorver simultaneamente a enorme oferta de dívida soberana e corporativa, especialmente em um cenário no qual a confiança na disciplina fiscal começa a diminuir.

Essa dinâmica se conecta diretamente ao principal tema dos mercados de ações: a sustentabilidade financeira do ciclo de investimentos em IA. Os hyperscalers estão ampliando agressivamente o capex e recorrendo cada vez mais ao mercado de dívida para financiar data centers e infraestrutura. Uma eventual alta estrutural dos juros longos aumenta o custo desse financiamento, reduz o valor presente dos lucros futuros e pressiona os múltiplos das empresas de crescimento. O mercado passou, portanto, a questionar não apenas se a IA continuará crescendo, mas qual será o retorno sobre o capital investido e quem financiará essa expansão. O fato de empresas de alta qualidade, como Alphabet, estarem captando a taxas próximas de 7% em determinadas operações ilustra como o custo de capital começa a se tornar uma variável relevante para a tese.

Apesar dessas preocupações, a temporada de resultados do 2T26 permaneceu muito forte no agregado. Com praticamente todas as empresas do S&P 500 divulgadas, o crescimento dos lucros chegou a aproximadamente 52%, o ritmo mais forte desde a recuperação pós-pandemia, enquanto anteriormente, com 61% das companhias divulgadas, 86% superavam as estimativas de lucro e 77% superavam as de receita. O crescimento, entretanto, foi parcialmente inflado por ganhos extraordinários de Alphabet e Amazon relacionados a participações em empresas de IA. Excluindo essas duas companhias, o crescimento dos lucros ainda seria robusto, em torno de 28,8%. Entre os destaques positivos, Nvidia voltou a surpreender, indicando crescimento de receita

próximo de 70% no ano fiscal de 2028 e fazendo suas ações dispararem quase 9% após o balanço. Microsoft e Amazon também apresentaram resultados fortes, com Azure crescendo 43% e AWS 37%, respectivamente. O setor de saúde também ganhou destaque, com 53 das 55 empresas do segmento superando expectativas, enquanto a notícia sobre a vacina personalizada contra câncer da Moderna levou suas ações a uma alta próxima de 177%.

Ao mesmo tempo, a tese de IA continua enfrentando volatilidade elevada e questionamentos sobre excesso de investimento e endividamento. As ações da Nvidia, por exemplo, passaram por movimentos expressivos em torno dos balanços, enquanto fabricantes de memória como SK Hynix e Samsung sofreram fortes correções diante de preocupações com excesso de capacidade e concorrência chinesa. A expansão de empresas como CXMT e o avanço de novos modelos chineses de IA também reforçam a possibilidade de maior competição na cadeia tecnológica. Assim, depois de uma primeira metade do ano marcada pela forte valorização das ações relacionadas à IA, o mercado entrou em uma fase na qual cada balanço, guidance ou anúncio de capex passou a provocar movimentos muito mais intensos, à medida que os investidores tentam separar crescimento estrutural de expectativas excessivamente elevadas.

Conclusão

Por fim, a melhora temporária da percepção sobre a guerra e a queda das pressões de energia favoreceram uma recuperação dos ativos de proteção e de maior beta. O ouro voltou a ganhar força, beneficiado também pela queda dos rendimentos em alguns momentos após as recompras de Treasuries, enquanto o Bitcoin retornou à região de US$ 77 mil, apoiado pela melhora do ambiente macroeconômico, fechamento de posições vendidas e avanços regulatórios nos Estados Unidos.

No conjunto, agosto terminou com uma mensagem bastante clara: o ciclo econômico global está perdendo algum dinamismo, o que favorece uma eventual flexibilização monetária, mas a inflação ainda não está totalmente resolvida. Ao mesmo tempo, o fiscal e a enorme necessidade de financiamento dos investimentos em IA começam a pressionar a parte longa das curvas de juros, gerando volatilidade para os mercados.

Seguimos atentos a oportunidades no mercado.

Confira as demais informações sobre todos os nossos fundos em nosso site www.empiricusasset.com.br

Equipe Empiricus Asset

Disclaimer

Os fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Para avaliação da performance do fundo de investimento é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Os fundos multimercados com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.