ON THE ROCK CAPITAL
RESEARCH

CARTA | OUTUBRO 2026

Smells Like Teen Spirit

“Hello, hello, hello, how low”



Ilustração: OTR Capital

OTR CAPITAL · OUTUBRO DE 2026

A METÁFORA DO MÊS

Smells Like Teen Spirit

Lançada em 1991, *Smells Like Teen Spirit*, do Nirvana, tornou-se um símbolo de uma geração marcada pela insatisfação, pelo inconformismo e pela desconfiança nas estruturas tradicionais.

Curiosamente, seu título nasceu de um mal-entendido: Kurt Cobain interpretou uma frase que fazia referência a uma marca de desodorante como uma manifestação de rebeldia juvenil.

Na nossa leitura, a força da canção está nessa contradição: o desejo de mudança convive com a incerteza sobre o que virá depois. Há inconformismo, mas não necessariamente respostas.

É dessa tensão entre expectativa e incerteza que vem a inspiração para a carta de outubro.

No Brasil, o entusiasmo dos investidores com uma possível mudança na condução econômica deu lugar à desconfiança após o segundo turno. As dúvidas sobre os rumos do próximo mandato passaram a dominar os preços.

O resultado eleitoral altera expectativas, mas a correção dos desequilíbrios estruturais do país exige escolhas, capacidade de execução e tempo.

Quando a credibilidade fiscal é colocada em dúvida, os investidores passam a exigir um retorno maior para carregar ativos brasileiros. Esse ajuste chega rapidamente aos preços: aos juros futuros, ao câmbio e à bolsa.

Nesse ambiente, surge a dúvida sobre até onde a bolsa brasileira pode cair e quanto desse cenário já está refletido nos preços.

Ainda assim, preços e fundamentos nem sempre se deterioram na mesma proporção. Quando a aversão ao risco domina as decisões, também podem surgir oportunidades.

> *O mercado pode antecipar o futuro, mas não pode conhecê-lo. Entre o entusiasmo e a desilusão, nosso desafio é identificar quando os preços compensam os riscos, mesmo sem saber até onde ainda podem cair.*

Gabriel Rocha | OTR Capital
Boa leitura.

Desempenho no mês

CARTEIRA OTR CAPITAL	IBOVESPA	S&P 500 · EM USD
–5,22%	**–9,88%**	**–0,93%**
Outubro 2026	Outubro 2026 Fechamento: 167.921,80 pontos	Outubro 2026 · índice de preços Fechamento: 7.580,07 pontos

Fontes: OTR Capital, B3 e S&P Dow Jones Indices. S&P 500 em USD, variação de preço, sem conversão cambial. Período: 30/09 a 30/10/2026.

Em outubro, a carteira OTR Capital recuou 5,22%, enquanto o Ibovespa caiu 9,88%. A diferença em relação ao índice brasileiro foi positiva em 4,66 pontos percentuais. No mercado americano, o S&P 500 encerrou o mês com queda de 0,93% em dólares.

O resultado refletiu a reprecificação dos ativos domésticos após o segundo turno e a pressão sobre nossa exposição a semicondutores. Ao longo do mês, buscamos equilibrar esses riscos e aproveitar oportunidades específicas, como a entrada em Embraer durante o *trade* eleitoral.

Ambiente Interno

Na carta de setembro, destacamos o quanto o mercado é moldado pelas expectativas futuras e pregamos cautela diante de um otimismo que, em nossa leitura, já incorporava aos preços uma trajetória fiscal e econômica mais favorável, apesar dos ventos contrários ainda presentes.

> *"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 [...]"*
>
> Trecho de *Anticipation*, setembro de 2026.

O primeiro turno reforçou o otimismo com uma condução fiscal mais responsável em um eventual governo Flávio Bolsonaro, favorecendo a redução da percepção de risco. Na segunda-feira seguinte, o Ibovespa subiu 7,70%, sua maior alta diária desde 2020, enquanto a taxa do DI para janeiro de 2035 recuou 133 pontos-base. O índice encerrou a semana aos 209 mil pontos.

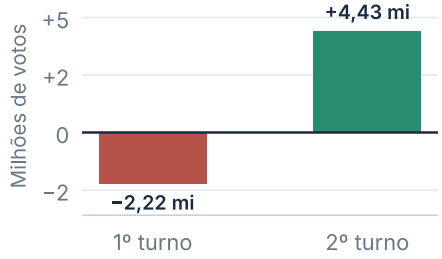
O fechamento dos juros longos, porém, precisa ser interpretado com cuidado. Essas taxas refletem tanto a trajetória esperada da Selic quanto o prêmio exigido para assumir riscos ao longo do tempo. Uma melhora na percepção fiscal pode reduzir esse prêmio sem uma mudança equivalente nas expectativas para a política monetária. Nossa leitura é que parte relevante do movimento naquele momento refletia justamente essa descompressão do prêmio de risco.

Esse movimento também favorece a bolsa. O valor de uma ação depende dos fluxos de caixa projetados, descontados a uma taxa que incorpora os juros de longo prazo e o risco do investimento. Uma redução do retorno exigido permite pagar mais pelos mesmos fluxos de caixa esperados. Assim, o P/E — preço sobre lucro — pode aumentar antes de uma melhora efetiva nos resultados das empresas.

Nossa cautela estava justamente na dimensão dessa antecipação. A confirmação de uma trajetória fiscal mais sustentável e de melhores condições para as empresas ainda dependia de medidas concretas, de sua viabilidade política e da capacidade de execução de um governo que sequer havia sido eleito.

Parte do otimismo com uma mudança de governo encontrava respaldo no histórico eleitoral: desde a redemocratização, nenhum segundo colocado no primeiro turno havia vencido uma disputa presidencial. Esse retrospecto ajudava a sustentar a confiança, mas não garantia o resultado.

Lula foi reeleito em uma virada histórica: em três semanas, o saldo de votos entre os candidatos mudou em cerca de 6,66 milhões a seu favor. O resultado reforçou uma lição importante para quem investe: o passado não garante o futuro.



A virada eleitoral

Saldo de votos de Lula menos Flávio Bolsonaro, em milhões · presidência, 1º e 2º turnos

Fonte: Justiça Eleitoral (1º turno, 2º turno). Elaboração: OTR Capital.
Os totais não identificam a origem individual dos votos.

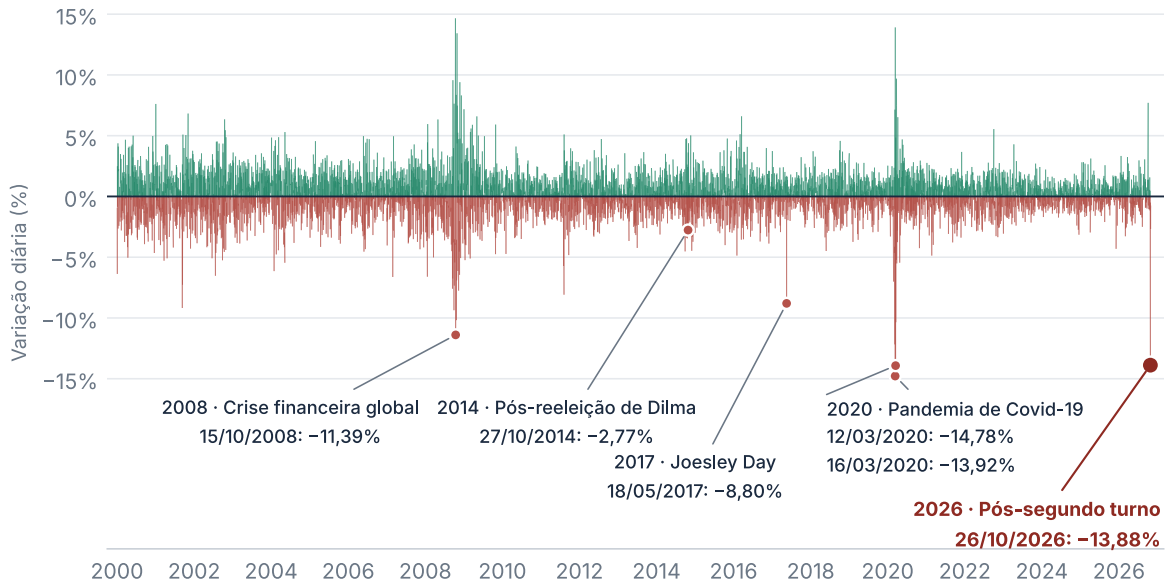
O cenário se inverteu abruptamente após o segundo turno. O otimismo que considerávamos excessivo deu lugar a um pessimismo que, na nossa avaliação, também passou a dominar os preços de forma exagerada. Esse exagero não torna toda a bolsa barata, mas abriu janelas em ativos específicos nos quais identificamos qualidade e preços atraentes, como detalhamos adiante.

Já na abertura da segunda-feira, 26 de outubro, a pressão vendedora levou a B3 a acionar o *circuit breaker*, mecanismo que suspende temporariamente as negociações em situações de forte queda. A interrupção durou 30 minutos e foi a primeira desde março de 2020, no início da pandemia.

O Ibovespa encerrou aquele pregão com desvalorização de 13,88%, aos 176.608 pontos. Foi a terceira maior queda diária do índice desde 2000, atrás apenas de dois pregões de março de 2020.

Ibovespa: choques e reprecificação

Variação diária entre fechamentos, em % · 2000 a outubro de 2026 · episódios selecionados



Fonte: B3. Elaboração: OTR Capital.

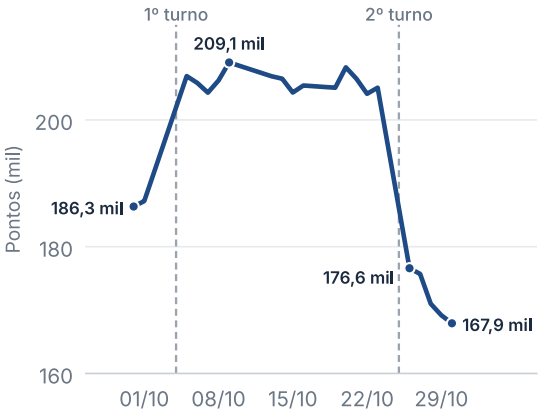
Naquele mesmo pregão, o dólar comercial voltou à região de R$ 5,40, e os juros futuros registraram uma forte abertura: segundo relato da Reuters, na manhã daquela sessão, a taxa do DI para janeiro de 2035 chegou a subir 263 pontos-base em relação ao ajuste anterior, em negociação intradiária.

A pressão continuou ao longo da semana. Outubro terminou com o Ibovespa aos 167.921,80 pontos, acumulando queda de 9,88% no mês, segundo a B3. O dólar comercial encerrou próximo de R$ 5,44, com alta de cerca de 5,2% no período.

Da reação ao primeiro turno à reprecificação após o segundo

Fechamentos diários, 30/09 a 30/10/2026 · linhas tracejadas: datas dos turnos (domingos, sem pregão)

Ibovespa · pontos



PTAX de venda · R$/US$

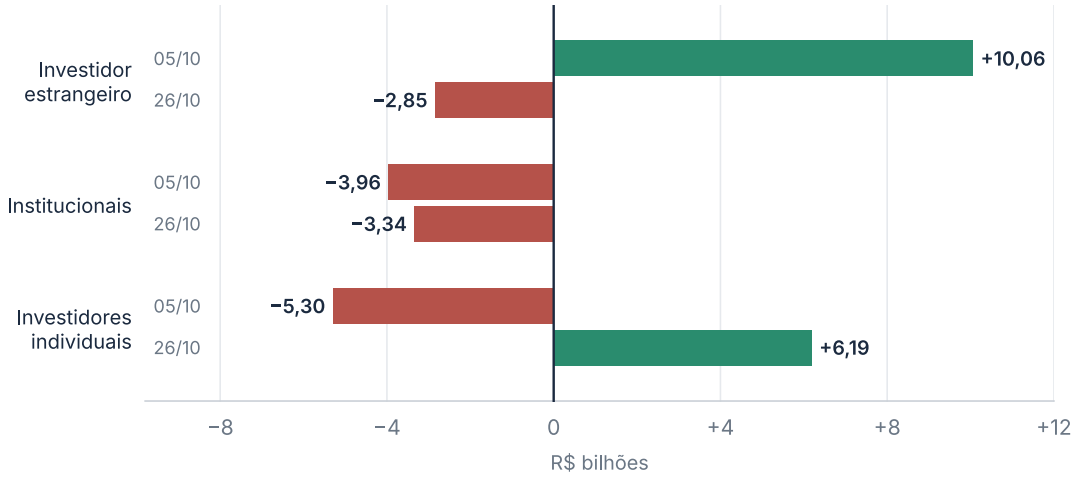


Fontes: B3 e Banco Central. Elaboração: OTR Capital.
Câmbio: PTAX de venda, distinta da cotação comercial citada no texto.

Os fluxos mostram que a reação não foi uniforme. No pregão de 26 de outubro, estrangeiros venderam aproximadamente R$ 2,85 bilhões líquidos em ações, e os institucionais locais, R$ 3,34 bilhões. Na outra ponta, investidores individuais registraram compras líquidas de R$ 6,19 bilhões.

Quem comprou e quem vendeu ações após cada turno

Saldo de compras menos vendas na B3, em R$ bilhões · pregões de 05/10 e 26/10/2026 · três grupos selecionados



Fonte: B3, Boletim Diário do Mercado. Elaboração: OTR Capital.
Saldo de negociação por categoria; não equivale a fluxo cambial.

A eleição também deixou episódios institucionais que pesam na nossa leitura. O primeiro foi uma intervenção operacional excepcional: a prorrogação da votação até as 19h nas seções que ainda estavam abertas, por decisão do ministro Cristiano Zanin, do STF. Segundo o TSE, foram registrados 34.393 votos após as 17h. Esse total inclui situações em que os eleitores já teriam direito de votar pelas regras usuais, como aqueles que estivessem na fila no horário regular de encerramento. Portanto, não corresponde necessariamente aos votos viabilizados pela prorrogação.

O segundo veio depois do resultado. Em 28 de outubro, Flávio Bolsonaro se apresentou como “presidente eleito”, expressão posteriormente substituída por “líder do Brasil”. Na nossa avaliação, esse tipo de comunicação prejudica a imagem do país e pode prolongar a tensão política após o resultado eleitoral.

Os dois episódios passam pelo mesmo canal econômico. Ao analisar o Brasil, o investidor considera a trajetória fiscal, a inflação e o funcionamento das instituições. A percepção de regras pouco previsíveis ou aplicadas de maneira assimétrica pode elevar a incerteza e o retorno exigido para manter capital no país. É por esse canal que entendemos que episódios como esses podem fragilizar a percepção de segurança jurídica e compor a avaliação do risco Brasil, tanto para o investidor estrangeiro quanto para o brasileiro.

Os desafios do próximo mandato

O desafio para o próximo mandato é grande, e a margem para um ajuste imediato é pequena. O governo precisa enfrentar o desequilíbrio fiscal e criar condições para ampliar o investimento e a produtividade. Esses problemas se reforçam: uma trajetória

pouco convincente para a dívida tende a encarecer o capital, enquanto o baixo crescimento dificulta a melhora das contas públicas.

A rigidez das despesas também limita a capacidade de investir. Gastos obrigatórios crescentes e benefícios tributários pouco eficientes restringem o espaço fiscal, enquanto a elevada despesa com juros agrava a pressão sobre o financiamento do Estado. Nesse ambiente, há o risco de o ajuste recair sobre os investimentos, comprometendo justamente uma das condições necessárias para ampliar o crescimento.

A dimensão do desafio fiscal

Dívida bruta do governo geral, % do PIB · mensal, dez/2006 a set/2026



INVESTIMENTO LÍQUIDO DO GOVERNO GERAL

0,67%
do PIB em 2024

0,37%
do PIB em 2025

União, estados e municípios; considera depreciação e outras operações com ativos não financeiros.

Fontes: Banco Central e Tesouro Nacional. Elaboração: OTR Capital.

O gráfico mostra o ponto de partida do próximo mandato: em setembro, antes do resultado eleitoral, a dívida bruta do governo geral já alcançava 82,93% do PIB. Quanto mais alto esse estoque, maior o custo de financiá-lo e mais exigente o ajuste necessário para estabilizá-lo. O investimento público já sente essa restrição: segundo o Tesouro Nacional, o investimento líquido do governo geral recuou entre 2024 e 2025, como mostra o quadro.

Também precisamos olhar para o resultado dos investimentos realizados. Máquinas, tecnologia e treinamento podem entregar menos quando as empresas enfrentam interrupções de energia, atrasos logísticos e dificuldades para colocar projetos em funcionamento. O tempo necessário para obter autorizações, recuperar créditos tributários e executar contratos também pesa nessa conta. Melhorar essas condições é parte do caminho para transformar o potencial brasileiro em produtividade e renda.

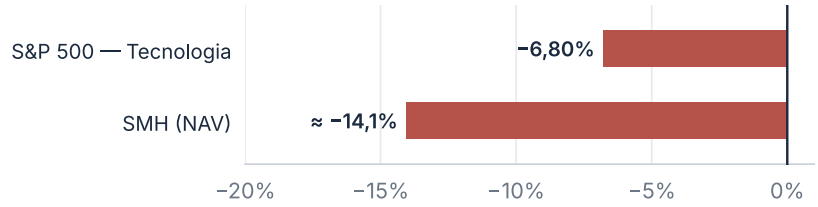
O governo pode começar a recuperar a confiança por meio de decisões que tornem a trajetória fiscal mais convincente. Nos próximos meses, acompanharemos o respaldo presidencial à equipe econômica e a capacidade de construir apoio no Congresso; as premissas do Orçamento de 2027; propostas com economia recorrente, cronograma e instrumentos definidos, como a revisão de benefícios fiscais pouco eficientes e das regras de expansão das despesas; a compensação para novas despesas permanentes; e o uso de crédito público e garantias, que também podem afetar a dívida e o patrimônio público. Esses sinais importam porque mostram se os anúncios de ajuste serão coerentes com a execução. Na nossa leitura, a credibilidade do próximo mandato dependerá da disposição de fazer essas escolhas e sustentá-las politicamente.

Mercado internacional

A relação entre investimento, custo de capital e retorno também esteve no centro das preocupações no mercado internacional. Nossa exposição a semicondutores foi detratora no mês. Como referência do movimento mais amplo, o setor de tecnologia do S&P 500 recuou 6,8% em outubro, em retorno total, enquanto nove dos onze setores do índice avançaram, segundo a S&P Dow Jones Indices. Na nossa leitura, houve uma revisão concentrada das expectativas ligadas à IA, acompanhada de uma rotação para outras empresas.

Tecnologia e semicondutores recuaram em outubro

Retorno total em outubro de 2026, em USD · referências de mercado, não resultados da carteira



S&P 500

9 de 11

setores avançaram no mês

Fontes: S&P Dow Jones Indices e VanEck (30/09, 30/10). Elaboração: OTR Capital.
SMH: NAV, cálculo aproximado a partir dos acumulados no ano.

A demanda por IA continua crescendo, mas o mercado passou a cobrar maior clareza sobre o retorno dos investimentos necessários para atendê-la, e a temporada de resultados intensificou essa preocupação. A Amazon, por exemplo, manteve a previsão de aproximadamente US$ 220 bilhões em investimentos em caixa para 2026, considerando toda a companhia, incluindo infraestrutura de nuvem e IA.

Nos segmentos de memória e armazenamento, notícias sobre avanços tecnológicos da chinesa CXMT ampliaram o receio de maior concorrência e pressão futura sobre as margens, segundo a Reuters. A Micron, fabricante de memória presente no SMH, esteve entre as empresas afetadas, ao lado de empresas de armazenamento como Seagate e Western Digital. As preocupações com a continuidade dos investimentos dos grandes clientes de nuvem também favoreceram a realização de ganhos após uma valorização expressiva dos papéis.

A CoreWeave, que fornece capacidade de computação para IA, ilustra a preocupação com o financiamento dessa expansão. No segundo trimestre, sua despesa líquida com juros, de US$ 640 milhões, equivaleu a cerca de um quarto da receita de US$ 2,575 bilhões. Em 15 de outubro, segundo a Reuters, o rendimento de seus títulos com vencimento em 2031 chegou a superar 16% durante o pregão, no mercado secundário. O caso mostra como uma demanda crescente pode conviver com uma estrutura financeira pressionada.

Esses movimentos alcançam os fornecedores de chips e equipamentos, presentes em nossa exposição por meio do SMH, ao alterar as expectativas para demanda, margens e retorno dos investimentos de seus clientes. Seguimos reconhecendo o potencial da tecnologia, ao mesmo tempo em que avaliamos o preço pago por esse crescimento e seu peso no risco total da carteira.

Nossa atuação

Diante desse cenário, buscamos equilibrar o risco da carteira e aproveitar oportunidades específicas. Durante o *trade* eleitoral, a queda do dólar abriu uma janela que consideramos atraente para comprar Embraer. Encontramos uma empresa com histórico de qualidade, carteira de pedidos crescente e receitas dolarizadas, que reduzem a dependência do ciclo doméstico.

Na parcela internacional, reduzimos o peso do SMH e ampliamos a exposição ao S&P 500. A decisão considerou o aumento da incerteza nos ativos domésticos e a necessidade de equilibrar o risco da carteira com uma alocação internacional menos concentrada em semicondutores. Nas posições sem proteção cambial, a valorização do dólar também pode amortecer a queda dos ativos quando medimos o resultado em reais.

No mercado brasileiro, temos aproveitado descontos em financeiras, utilities e empresas com receitas dolarizadas que, na nossa avaliação, apresentam condições de atravessar um ciclo desfavorável com qualidade. Combinamos alocações táticas com posições dimensionadas de acordo com os fundamentos e os riscos de cada empresa. Nas financeiras, a inadimplência no agro e entre pessoas físicas continua exigindo atenção e influencia o tamanho das exposições que estamos dispostos a carregar.

Essa atuação conversa com uma das lições mais conhecidas de Warren Buffett:

> *"Tenha medo quando os outros estão gananciosos e seja ganancioso quando os outros estão com medo."*

Ser ganancioso, nesse contexto, significa aproveitar essas janelas para comprar empresas de qualidade a preços que compensem os riscos, com margem de segurança e posições compatíveis com a carteira. Em outubro, foi essa disciplina que orientou nossas decisões: aproveitar oportunidades específicas e ajustar exposições para equilibrar o risco que estamos dispostos a carregar.