Cenário econômico

"O mundo é um moinho": resultado eleitoral desfaz ganhos nos mercados domésticos, enquanto juros externos recuam

O mês de outubro foi marcado por pronunciada oscilação de importantes preços internacionais e domésticos. Se, nas primeiras semanas, as taxas de juros externas se elevavam e os ativos domésticos ganhavam valor, por esse mesmo caminho, ao final dos últimos trinta dias, haviam traçado a sua volta. Depois de um prolongado período de abertura das curvas nominais pelo mundo, a desconfiança com o volume de investimentos em IA passou a ditar episódios de aversão ao risco com especulações negativas para o futuro da atividade global, descontando parte do prêmio acumulado nos títulos governamentais. Nesse contexto, nem mesmo a manutenção do conflito no Oriente Médio e a contínua elevação do petróleo mantiveram a pressão sobre os juros externos. Enquanto isso, no Brasil, a euforia com a possibilidade de troca de poder, reforçada pela ampla vitória da oposição nas disputas de primeiro turno ao Congresso e aos governos estaduais, embarcou os mercados locais no melhor rali eleitoral desde 2002. Apuradas as urnas no segundo turno, no entanto, aquilo que parecia uma escalada da oposição rumo à presidência revelou-se apenas o ponto mais alto de uma roda-gigante, e a descida que se seguiu levou consigo os ganhos dos mercados locais.

Nos Estados Unidos, a atividade continuou imprimindo indicadores fortes em termos agregados. O PIB do 3T26 acelerou de 2,2% no trimestre anterior para 3,4% na taxa trimestral anualizada, valor acima das expectativas. Na abertura do dado, o consumo das famílias seguiu crescendo a 3,8%, acompanhado de maior aceleração dos investimentos fixos – evidência do persistente protagonismo do ecossistema de IA na manutenção da demanda interna.

Por outro lado, os dados mais recentes, a exemplo do S&P PMI de outubro e da renda e dos gastos pessoais de setembro, apontaram acomodação marginal da atividade na virada para o último trimestre do ano. Nas pesquisas de confiança do consumidor, a melhora modesta do período concentrou-se quase exclusivamente entre os entrevistados de renda mais alta. Nesse contexto, a despeito da surpresa positiva com o consumo agregado norte-americano, prevaleceu a visão de que elementos estruturais limitam maior transbordamento desse dinamismo para os diversos segmentos da economia. Em linha com o quadro de aquecimento menos disseminado, a geração de vagas pelo *Payroll* frustrou expressivamente em setembro, ao passo que o ganho médio por hora seguiu desacelerando, já a ritmo inferior ao da inflação ao consumidor, implicando perda de renda real no período.

Na inflação, os efeitos da política monetária mais restritiva ainda são modestos. Nenhum indicador de preços forneceu surpresas benignas no mês. Contudo, a evolução em linha com as expectativas do PCE de setembro, ao concentrar força especialmente em grupos sensíveis aos preços dos combustíveis e da alta tecnologia, foi bem recebida pelo mercado. Nesse sentido, o indicador chancelou a decisão do FOMC, na véspera, de manter inalterada a taxa dos *Fed funds*, enquanto o comitê aguarda a confirmação, ou não, de efeitos de segunda ordem do choque energético. Apesar da decisão acertada, cabe notar que, mais uma vez, o discurso pouco

assertivo e, por vezes, contraditório do presidente do Fed, Kevin Warsh, dificultou a leitura da postura do *board* pelo mercado. Nesse cenário, mesmo diante de uma decisão com dois dissidentes a favor de alta e cujo comunicado adotava tom claramente *hawkish*, a convicção dos agentes em torno de mais um aperto de 25 bps pelo Fed ainda em 2026 diminuiu marginalmente.

Na Zona do Euro, o recrudescimento da crise fiscal e política na França trouxe volatilidade aos prêmios de risco soberano e adicionou incerteza a um quadro de atividade já fragilizado. No *front* inflacionário, os índices de preços mostraram comportamento mais estável no mês, ainda que o balanço de riscos permaneça inclinado para cima diante da persistência do choque energético. Nesse contexto, o BCE optou por manter estável sua taxa de juros, por meio de um discurso também preocupado com os efeitos da alta do petróleo e do aperto das condições financeiras sobre o crescimento do bloco. Adiante, a fala *dovish* tende a ser compatível com apenas uma ou duas elevações adicionais da taxa de juros no atual ciclo.

Na China, o PIB do terceiro trimestre cresceu 4,6% na comparação interanual, resultado dentro da meta oficial de 4,5% a 5% para o ano, mas cuja composição reforça o conhecido desequilíbrio do modelo de crescimento do país. O setor externo seguiu como principal motor da atividade, conforme evidenciou o saldo comercial de setembro, segundo maior da série histórica. Em contraste, a demanda doméstica permaneceu fraca, tendência refletida no CPI, que avançou abaixo do esperado em meio à deflação dos alimentos e à fragilidade dos preços de habitação.

No cenário doméstico, a agenda eleitoral concentrou praticamente toda a atenção dos agentes. Logo nos primeiros dias do mês, a confirmação da vantagem de Flávio Bolsonaro sobre Lula no primeiro turno, somada à ampla maioria conquistada por partidos de direita no Congresso, estabeleceu como quase certa a derrota do governo e a melhora das expectativas econômicas. Nesse contexto, a curva de juros doméstica fechou mais de 100 bps entre primeiro e segundo turno, o real se valorizou até a casa de R$ 4,90/US$ e o Ibovespa subiu cerca de 7%.

Contudo, a dinâmica da disputa revelou-se bem menos linear do que sugerido de início. Diante da suposta vitória fácil para a oposição, a coalizão governista articulou uma ofensiva tão ágil quanto abrangente, que combinava atos de rua, presença digital mais intensa do PT e o anúncio de novas iniciativas de cunho assistencial. Pouco a pouco, as pesquisas eleitorais mostraram uma corrida presidencial mais intensa e equilibrada, movimento que ganhou suporte do noticiário crescentemente desfavorável para o candidato oposicionista. Ao fim, a campanha de Lula conseguiu reativar um eleitorado até então apático, marcado pela maior taxa de abstenção desde 1988, e mobilizá-lo às urnas em nome do antibolsonarismo ou da manutenção de programas sociais pelo governo. Por meio dessa conquista decisiva, Lula foi reeleito Presidente da República com 51,79% dos votos.

Naturalmente, o desfecho do pleito desencadeou uma correção abrupta e disseminada nos ativos locais. Só no primeiro dia após o segundo turno, os vértices longos da curva de juros abriram até 200 bps, a moeda brasileira perdeu cerca de 15% de seu valor frente ao dólar e o Ibovespa cedeu perto de 20%. No âmbito monetário, a leitura do mercado inverteu-se integralmente. As projeções, que antes contemplavam afrouxamento adicional de 100 bps no horizonte de seis meses, passaram a embutir elevação de 75 bps na Selic no mesmo intervalo.

Em suma, dois são os vetores principais

da elevação do prêmio de risco nos mercados domésticos. O primeiro, de natureza previsível, foi a devolução da compressão de prêmios construída sob a hipótese de vitória oposicionista. O segundo, e não menos determinante para a revisão de expectativas, foi a deterioração do balanço de riscos fiscais já no curto prazo, reflexo dos gastos promovidos pelo Executivo ao longo da campanha de segundo turno. Em vista, sobretudo, dos desdobramentos macroeconômicos desse segundo vetor, avaliamos como possível que a autoridade monetária opte por aguardar a acomodação, ou ao menos maior clareza, dos novos riscos fiscais antes de prosseguir com a calibração do ciclo.

Do lado da agenda macroeconômica, as três pesquisas mensais do IBGE, referentes à indústria (PIM), ao comércio (PMC) e aos serviços (PMS), surpreenderam para baixo, de forma a confirmar que a atividade segue em trajetória de desaceleração no segundo semestre. No mercado de trabalho, a geração de vagas superou as expectativas; no entanto, o crescimento real do salário seguiu perdendo força. Por fim, no campo de inflação, o IPCA de setembro avançou acima do consenso, impulsionado sobretudo pelos serviços subjacentes, ao passo que o IPCA-15 de outubro ficou bem abaixo da mediana e do piso das estimativas, ajudado por energia elétrica e passagens aéreas. A composição do índice também foi benigna, com desaceleração da média dos cinco núcleos e uma aceleração dos serviços subjacentes compatível com o padrão sazonal do período.

Em uma leitura estrutural, os fundamentos ainda sustentam a retomada do afrouxamento monetário, particularmente em vista da desaceleração mais nítida dos rendimentos do trabalho e do risco crescente de contração do PIB nos próximos trimestres. O que deve definir a extensão e a persistência do estresse recente no câmbio e na curva de juros, e, por consequência, os próximos passos do Copom, é a capacidade do governo de recuperar credibilidade junto aos agentes. Para isso, serão decisivas tanto a sinalização de uma agenda de transição com algum compromisso de ajuste fiscal quanto a escolha de um nome para a Fazenda que inspire confiança nos investidores.

MERCADO DE CRÉDITO

Outubro apresentou elevada volatilidade nos preços dos ativos, especialmente na última semana do mês, após o encerramento do período eleitoral. As debêntures indexadas ao CDI registraram fechamento de aproximadamente 10 pontos-base em seus *spreads*, embora com comportamento heterogêneo entre os diferentes perfis de risco de crédito, em um contexto de resgates da ordem de R$ 10 bilhões na indústria.

Após o resultado das eleições, a acentuada abertura da curva de juros intensificou um movimento de *flight to quality* no mercado de crédito privado. Nesse ambiente, observou-se maior pressão vendedora sobre os ativos classificados como AA, provocando a abertura de seus *spreads*, enquanto o fluxo comprador se direcionou aos papéis AAA, impulsionando sua valorização.

É importante destacar, contudo, que boa parte dos emissores cujos ativos sofreram desvalorização apresenta fundamentos de crédito sólidos. Ao longo dos últimos anos, essas companhias promoveram reduções significativas de alavancagem, sustentadas pela moderação dos investimentos, pelo crescimento de suas operações e, em determinados casos, por aportes de capital dos acionistas. Adicionalmente, aproveitaram o período de expansão da indústria de crédito para alongar o perfil de suas dívidas, reduzindo a necessidade de refinanciamento no curto prazo e ampliando sua capacidade de atravessar eventuais períodos de restrição de crédito.

Em nossa avaliação, a magnitude desses movimentos foi excessiva. Por um lado, os ativos AAA passaram a negociar com *spreads* bastante comprimidos, apresentando uma relação risco-retorno pouco atrativa e espaço limitado para novas valorizações. Por outro, os papéis AA passaram a oferecer prêmios de risco relevantes, em alguns casos alcançando níveis historicamente elevados, apesar da manutenção dos fundamentos de crédito anteriormente mencionados. Diante desse cenário, optamos por reduzir posições em emissores AAA e ampliar, de forma seletiva, a exposição a companhias classificadas como AA, buscando capturar oportunidades de valor relativo.

Para os próximos meses, entendemos que essa diferenciação entre os prêmios de risco tende a diminuir à medida que o mercado encontre um novo patamar de equilíbrio. Em nossa avaliação, a discrepância atualmente observada entre os *spreads* dos ativos AA e AAA supera aquela que seria justificada pelas diferenças de qualidade creditícia dos respectivos emissores. Assim, a acomodação das condições de mercado poderá favorecer a convergência desses prêmios, especialmente nos instrumentos de emissores AA que preservam fundamentos sólidos, criando oportunidades de valorização para as posições adquiridas.

No segmento de debêntures incentivadas, em meio a resgates que somaram aproximadamente R$ 5 bilhões, observou-se expressiva abertura dos *spreads* de crédito ao longo do mês, que chegaram a atingir níveis semelhantes aos registrados em dezembro de 2023. O movimento, contudo, foi posteriormente revertido, e o segmento encerrou outubro com fechamento líquido de 7 pontos-base.

Conforme destacado em nossa última carta, os fundos de infraestrutura vinham enfrentando um ciclo expressivo de resgates, que contribuía para retroalimentar a abertura dos *spreads*. A necessidade de atender às solicitações de saída levava os gestores a vender ativos em condições de mercado progressivamente menos favoráveis, pressionando suas cotações. Paralelamente, a perspectiva de continuidade desses fluxos estimulava a manutenção de níveis mais elevados de caixa para atender às necessidades de liquidez.

A acentuada abertura da curva de juros também provocou uma desvalorização expressiva dos ativos incentivados, cuja precificação é fortemente influenciada pelas taxas das NTN-Bs, efeito amplificado pela elevada *duration* desses instrumentos. Esse movimento, ao reduzir o valor de mercado das posições, pressionou os percentuais de enquadramento de determinados fundos de infraestrutura. Considerando a exigência regulatória de manutenção de uma parcela mínima do patrimônio em ativos elegíveis, parte dos gestores passou a demandar novas aquisições para recompor seus níveis de alocação, contribuindo para a compressão dos *spreads* observada principalmente no final do mês.

Em nossa avaliação, entretanto, esse fechamento não apresentava fundamentos técnicos suficientes para se sustentar. O volume de resgates ainda pendentes de cotização nas semanas seguintes indicava a continuidade da pressão por liquidez, enquanto a demanda decorrente da necessidade de reenquadramento parecia limitada diante da magnitude das saídas esperadas. Nesse contexto, aproveitamos a recuperação dos preços para reduzir substancialmente nossa exposição às debêntures incentivadas, realizando ganhos nas vendas e mantendo apenas uma posição residual, cuja qualidade creditícia do emissor e remuneração oferecida continuam justificando sua permanência na carteira.

Diante desse cenário, acreditamos que a continuidade dos resgates poderá manter a volatilidade elevada no segmento, especialmente diante da necessidade de venda de ativos para atender às solicitações de liquidez. Assim, permanecemos cautelosos quanto à sustentabilidade do fechamento recente dos *spreads*, aguardando condições mais favoráveis de preço e uma melhora na dinâmica dos fluxos antes de ampliar novamente nossa exposição.

Como resultado da redução de nossa exposição às debêntures incentivadas, encerramos outubro com um nível de caixa mais elevado, preservando flexibilidade para aproveitar eventuais oportunidades no segmento. Esse posicionamento poderá ser revertido rapidamente caso os *spreads* de crédito voltem a atingir patamares que consideremos atrativos, oferecendo uma relação risco-retorno mais favorável.

No segmento bancário, realizamos compras pontuais de Letras Financeiras subordinadas emitidas por instituições dos segmentos S1 e S2, aproveitando os momentos de maior volatilidade para adquirir instrumentos a taxas que não eram observadas havia alguns meses. As operações foram conduzidas de forma seletiva, considerando a qualidade creditícia dos emissores, as características de subordinação dos instrumentos e a remuneração oferecida. Acreditamos que eventuais episódios adicionais de volatilidade na indústria de crédito poderão criar novas oportunidades de alocação, mantendo a seletividade como elemento central de nossa estratégia.

Por fim, gostaríamos de dedicar parte desta carta à indústria de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), que vem adquirindo relevância crescente nas carteiras dos fundos de investimento.

Desde 2024, os FIDCs registraram captação de aproximadamente R$ 275 bilhões, dos quais R$ 106 bilhões apenas em 2026. Essa expansão foi impulsionada, em parte, pela demanda dos investidores por estratégias capazes de proporcionar retornos consistentes e menor volatilidade percebida, especialmente após episódios de crédito que evidenciaram que os instrumentos de renda fixa também estão sujeitos a oscilações relevantes de preços.

O crescimento acelerado da indústria torna ainda mais importante uma análise criteriosa das carteiras e dos processos de originação dos FIDCs. Historicamente, parte desses fundos estruturou suas operações a partir da antecipação de duplicatas — recebíveis de curto prazo —, com ampla diversificação de sacados e cedentes e estruturas de garantias compatíveis com os riscos assumidos. Essas características permitiam a construção de carteiras com prazo médio reduzido e elevada pulverização, contribuindo para a mitigação dos riscos de concentração.

Entretanto, à medida que o patrimônio da indústria se expandiu, intensificou-se a competição pela aquisição dos mesmos recebíveis, criando incentivos para a flexibilização dos critérios de concessão de crédito. Nesse contexto, temos observado estruturas com prazos médios mais elevados, maior concentração de exposições e participação crescente de notas comerciais, em alguns casos incorporadas às carteiras sem garantias compatíveis com os riscos assumidos. Adicionalmente, parte dessas operações apresenta remunerações que, em nossa avaliação, não compensam adequadamente os riscos incorridos.

Outro segmento que merece atenção é o dos FIDCs de crédito consignado privado, especialmente em modalidades mais recentes, que ainda enfrentam desafios operacionais relevantes. Temos observado deterioração dos indicadores de inadimplência em determinadas carteiras, mesmo diante da expansão contínua de seus patrimônios. Esse crescimento dificulta a interpretação dos indicadores agregados e a identificação da real magnitude das perdas, tornando necessária uma análise mais detalhada por safras de originação.

Apesar de nossa visão construtiva sobre a classe, esses fatores reforçam a importância de manter critérios rigorosos de seleção e acompanhamento. Nesse sentido, temos elevado nossas exigências em relação à qualidade dos recebíveis, à concentração das carteiras, às estruturas de garantias e à disciplina dos processos de concessão de crédito, incluindo a possibilidade de desinvestimento diante de sinais de deterioração dos

ativos ou flexibilização excessiva dos critérios de originação.

Entendemos que o desenvolvimento da indústria de FIDCs trouxe benefícios importantes tanto para os tomadores de crédito quanto para o mercado de capitais, ampliando as alternativas de financiamento e investimento. Ainda assim, períodos de crescimento acelerado podem ser acompanhados por mudanças nos padrões de risco que somente se tornam evidentes ao longo do tempo. Por essa razão, seguimos priorizando uma análise criteriosa dos gestores, das estruturas e dos ativos subjacentes, buscando preservar a qualidade das carteiras e a consistência dos resultados no longo prazo.

Fundo SOMMA ANS

No mês de outubro o retorno do SOMMA ANS FIRF CP foi de +1,08% contra +1,07% do CDI (equivalente a 101,15% do CDI). Em 12 meses o fundo acumula retorno de +14,99% contra +14,25% do índice (equivalente a 105,23% do CDI).

No crédito corporativo, a performance do fundo foi impactada negativamente pela abertura de *spreads* de Armac, Cosan, Cogna e Localiza. Em contrapartida, na carteira bancária, as Letras Financeiras apresentaram leve compressão das taxas, contribuindo positivamente para o resultado do período.

O SOMMA ANS encerrou o mês com 1,90 anos de *duration* e carrego de CDI + 1,14% a.a.

Indicadores de Mercado			
	No mês	**No ano**	**12 meses**
CDI	1,07%	11,69%	14,25%
Dólar	4,64%	-1,48%	1,49%
Ibovespa	-9,88%	4,22%	12,29%
IGP-M	1,47%	4,97%	5,19%
IPCA	0,21%	4,17%	4,71%

Contato

ri@sommainvestimentos.com.br
ou ligue +55 48 3037-1004

www.sommainvestimentos.com.br

Disclaimer
Esta carta foi elaborada pela SOMMA Investimentos, para uso exclusivo dos seus clientes, não podendo ser reproduzida ou distribuída por este a qualquer pessoa ou instituição sem a expressa autorização da SOMMA Investimentos. As informações contidas neste documento possuem fins meramente informativos, não se caracterizando como relatório, estudo ou análise sobre valores mobiliários ou indicação de investimento. Estas informações, ainda, são consideradas confiáveis na data em que foram apresentadas, entretanto, não representam por parte da SOMMA Investimentos garantia de exatidão das informações prestadas ou julgadas sobre sua qualidade. As opiniões contidas neste documento são baseadas em julgamento e estimativas e estão, portanto, sujeitas a mudanças.

Florianópolis - SC, Rua Nirberto Haase, 100 - 1º andar - 55 48 3037 1004

Autorregulação ANBIMA Gestão de Recursos

Autorregulação ANBIMA Gestão de Patrimônio