CARTA DO GESTOR

OUTUBRO 2026



AS LIÇÕES DE HEMINGWAY

Lula IV: Os desafios do novo governo

Kinea
uma empresa itaú

kinea.com.br

IDEIA CENTRAL

Reeleito, Lula precisa agora trazer para casa um dos maiores ajustes fiscais da história do país. Nos Estados Unidos, a economia continua forte e a inflação ainda pressiona. Na inteligência artificial, o crescimento das receitas segue sendo questionado. E, nas commodities, os desafios persistem, sobretudo em energia.



Fonte: Gerado por I.A.

"Um homem pode ser destruído, mas não derrotado."

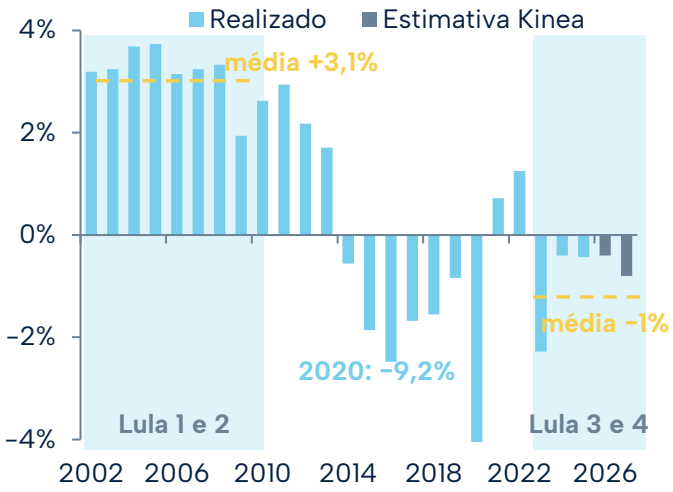
— Santiago, em O Velho e o Mar, de Ernest Hemingway (1952)

Em O Velho e o Mar, Ernest Hemingway conta pouco e ensina muito. Santiago, um velho pescador, passa 84 dias sem pescar nada e decide remar mais longe do que os outros costumam ir. Fisga um peixe maior que o próprio barco, que o arrasta mar adentro por dias. Vence a luta, mas o sangue atrai tubarões, e ele chega ao porto só com o esqueleto. A lição mais dura do livro é que é possível vencer uma batalha e perder a guerra.

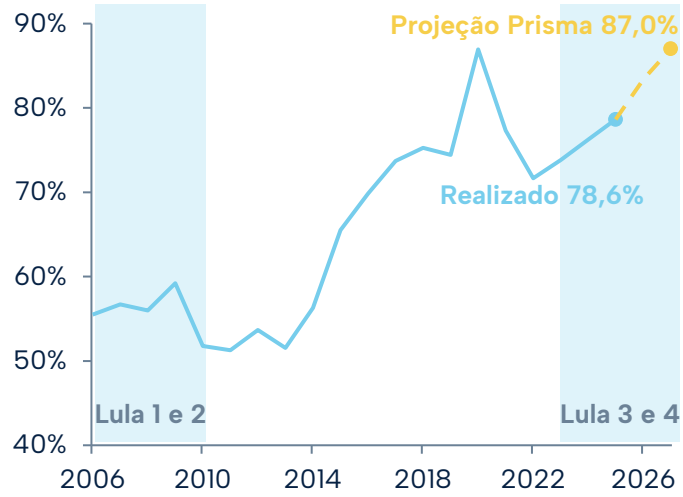
Poucas trajetórias políticas ecoam tanto essas lições quanto a de Lula. A paciência ele já demonstrou: perdeu três eleições presidenciais antes de vencer a quarta, governou por oito anos, foi preso e voltou ao poder. Agora, aos 81 anos, começa o quarto mandato, provavelmente a última de suas travessias. Uma vitória só está completa quando a trazemos para casa, e a de Lula, depois de quatro mandatos, passa por trazer para casa o seu legado.

O legado, porém, tem duas metades que pouco se parecem. Nos dois primeiros mandatos, o barco saiu do porto bem lastreado: o resultado primário foi, em média, de 3,1% do PIB, e a dívida bruta recuou para 51,8% do PIB em 2010. No terceiro mandato, a média virou um déficit de cerca de 1% do PIB, e a dívida, que fechou 2025 em 78,6%, caminha para 87% no fim do próximo ano. Como Santiago depois de 84 dias sem peixe, Lula começa a última travessia sem a folga com que partiu na primeira.

RESULTADO PRIMÁRIO | % DO PIB



DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL | % DO PIB



Fonte: Banco Central , Prisma Fiscal, Ministério da Fazenda, Kinea

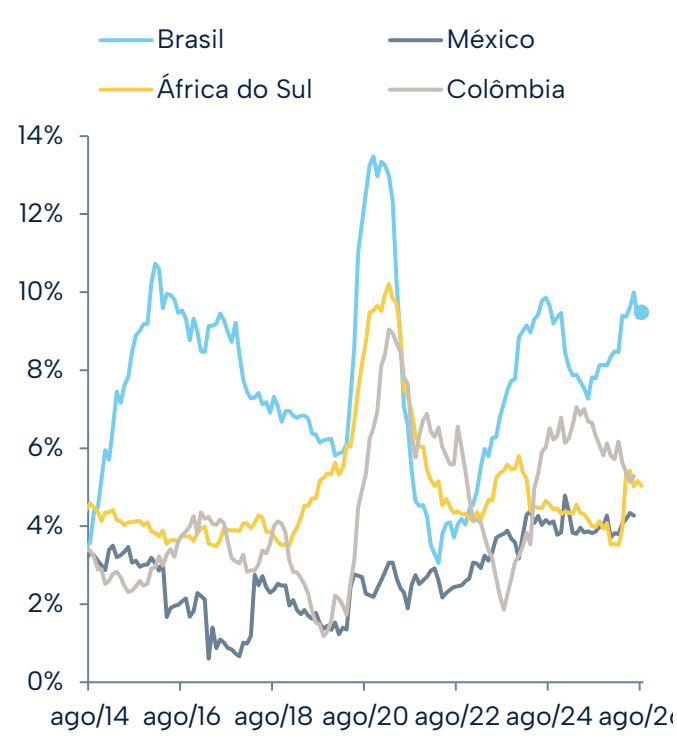
É essa diferença que define o desafio do quarto mandato. Em 2003, o ajuste veio primeiro e a sorte depois. Hoje, o país parte de um déficit, com juros reais entre os mais altos do mundo e uma dívida que ainda não parou de subir. Não há maré externa que resolva sozinha esse ponto de partida. A seguir, revisitamos as lições do velho pescador para discutir o que o Brasil precisa entregar nos próximos meses, e por que o tamanho e a velocidade do ajuste importam tanto quanto a sua direção.

BRASIL: AS LIÇÕES DE SANTIAGO

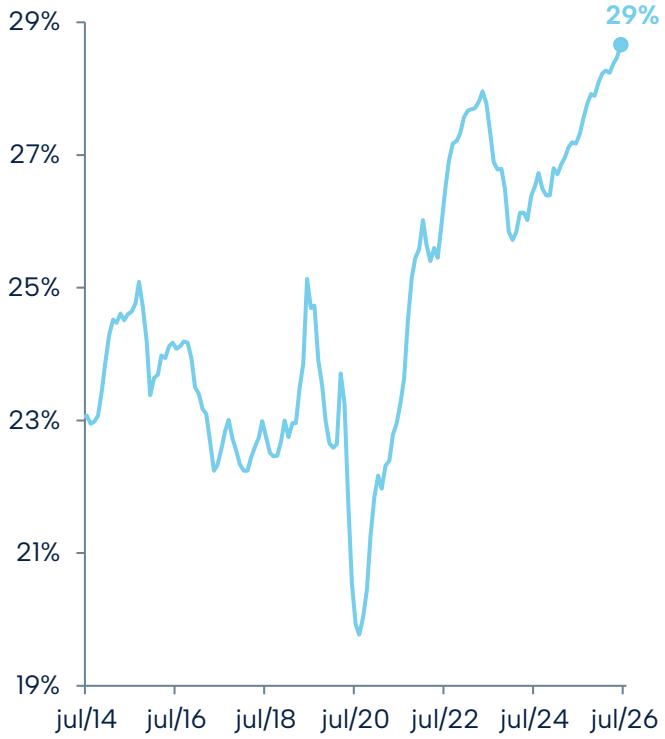
A primeira lição é a da preparação. Santiago preferia ter sorte, mas sabia que precisava estar pronto para quando ela viesse. Em 2003, Lula estava pronto: elevou a meta de superávit primário para 4,25% do PIB e deu autonomia de fato ao Banco Central. A sorte veio em seguida, com o ciclo das *commodities*, e encontrou o país preparado. O Brasil ganhou o grau de investimento em 2008, e Lula deixou o governo com aprovação acima de 80%.

A segunda lição é a da distância. O peixe arrasta o barco de Santiago por dias, e quanto mais longe se vai, maior pode ser o custo de voltar. Barco sem âncora vai para onde a corrente quer; sem lastro, vira na primeira onda. Na economia, a âncora é o fiscal, e nos afastamos muito dela. O superávit acima de 3% do PIB dos dois primeiros mandatos de Lula virou déficit, a conta de juros pesa e a dívida bruta caminha para 87% do PIB. Além disso, os juros altos já chegam ao setor privado, com famílias e empresas cada vez mais endividadas.

DÉFICIT NOMINAL | GOVERNO: HISTÓRICO E SITUAÇÃO PRÉ-ELEIÇÃO



SERVIÇO DA DÍVIDA | % DA RENDA DISPONÍVEL



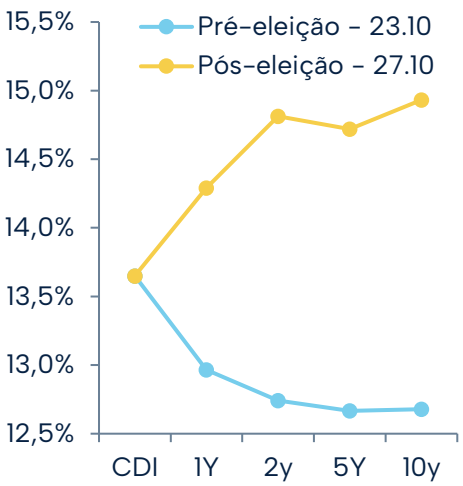
Fonte: Banco Central do Brasil

A terceira lição é a do tamanho do esforço. Santiago luta por três dias, com as mãos feridas e o corpo no limite, porque um peixe desse porte não se traz com pouco esforço. O resultado da eleição trouxe aperto financeiro relevante, e o impacto em toda a curva de juros e na bolsa deve cobrar seu preço sobre a atividade econômica do próximo ano, que já partia de uma trajetória de desaceleração subjacente.

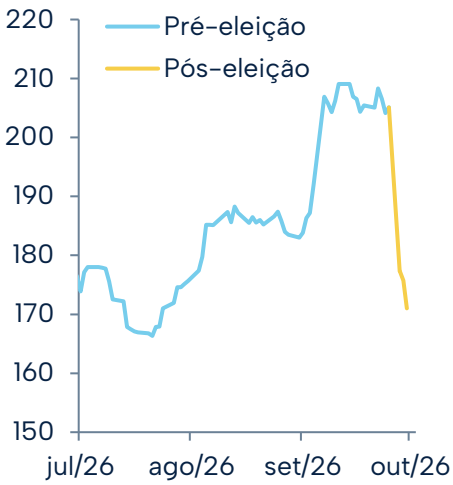
CÂMBIO | BRL
ANTES E DEPOIS DA ELEIÇÃO



JUROS PREFIXADOS |
TAXAS DE 1 A 10 ANOS



BOLSA BRASILEIRA ANTES E DEPOIS DA ELEIÇÃO |
IBOVESPA EM MILHARES



Fonte: Bloomberg

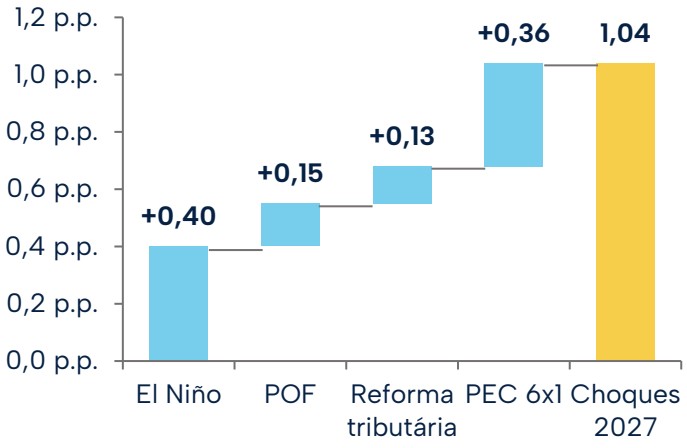
Ao mesmo tempo, se o choque cambial pós-eleição se aprofundar, a pressão sobre os preços se somará ao efeito inflacionário das propostas de campanha, como o fim da escala 6x1. O El Niño também deve pressionar os preços dos alimentos, elevando o IPCA do próximo ano. Para o Banco Central, a combinação será delicada: uma economia que perde fôlego, mas uma inflação que segue bem distante da meta

CENÁRIOS DE INFLAÇÃO |
IPCA (%), POR CENÁRIO DE BRL (BRL/USD)

Câmbio	IPCA	Referência
5,00	**4,94%**	Projeção anterior
5,10	5,03%	
5,30	**5,38%**	Câmbio atual
5,50	5,66%	
5,70	5,93%	
5,90	6,19%	
6,10	6,45%	
6,30	6,60%	
6,50	6,75%	

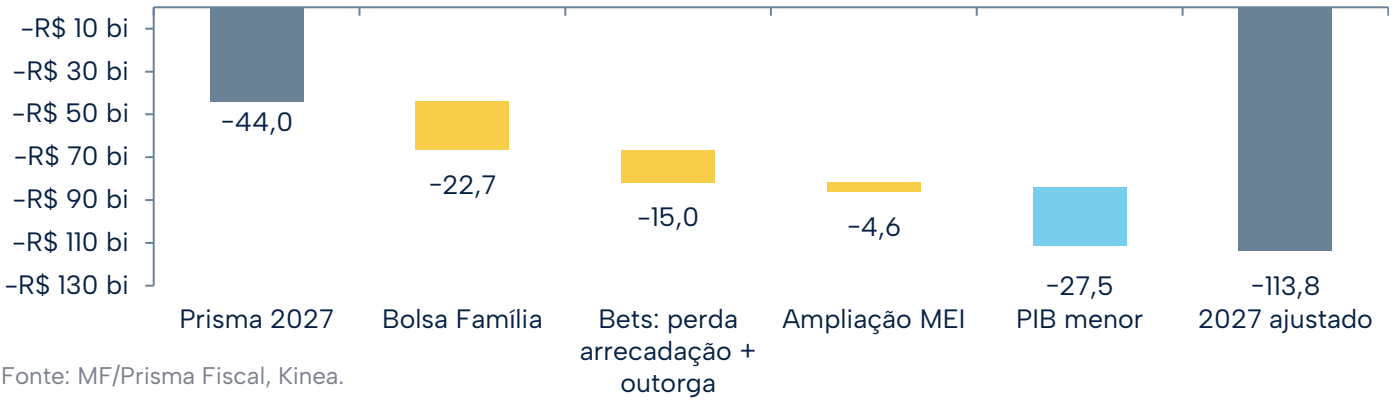
Fonte: Kinea

RISCOS PARA O IPCA |
CONTRIBUIÇÕES PARA O IPCA 2027, P.P.



Se o aperto financeiro empurra o barco para ondas mais fortes, as promessas que ajudaram na travessia eleitoral tornam ainda mais difícil corrigir o rumo. Somadas à perspectiva de menor crescimento, essas medidas devem piorar em cerca de 67 bilhões de reais o resultado primário inicialmente projetado para 2027. Com isso, o déficit chegaria a 111 bilhões de reais, ou 0,8% do PIB – mais que o dobro dos 44 bilhões de reais esperados para 2026.

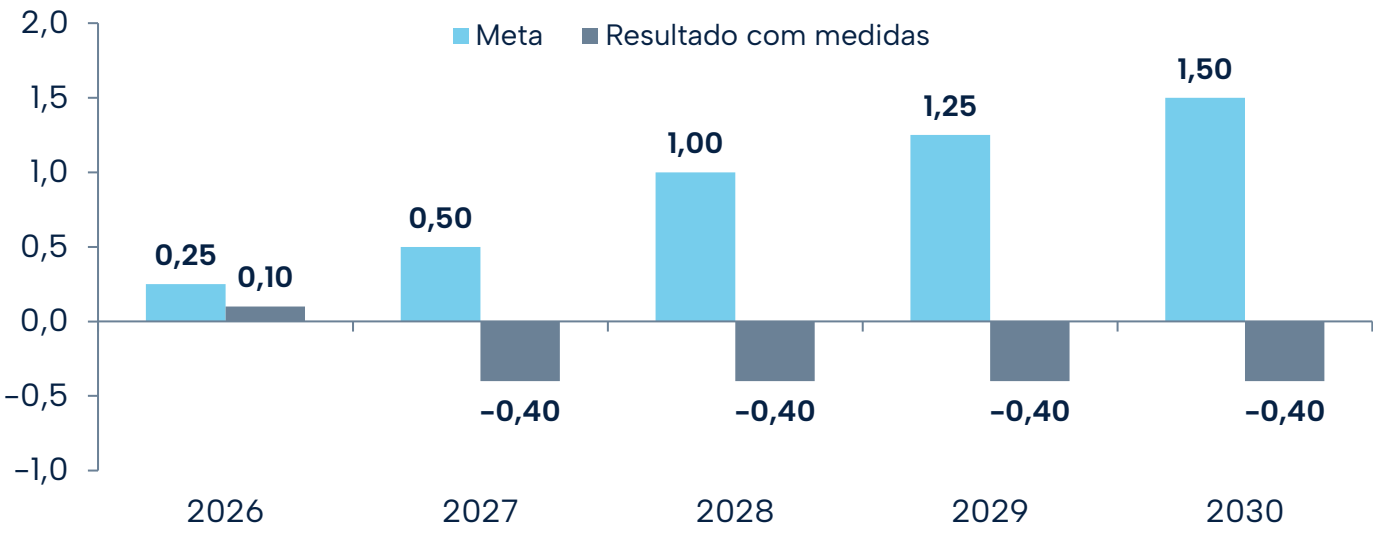
RESULTADO PRIMÁRIO 2027 | R$ BILHÕES



Fonte: MF/Prisma Fiscal, Kinea.

O ajuste fiscal é o grande peixe que o governo terá de trazer a bordo. Cerca de 90% da despesa é obrigatória, e mexer nas regras que de fato movem o ponteiro, como a indexação do salário mínimo e as vinculações, significa atingir a própria base de apoio. As alternativas compatíveis com o discurso oficial somam pouco mais de 40 bilhões de reais e, mesmo adotadas em conjunto, não fecham a conta. Para isso, serão necessárias reformas estruturais.

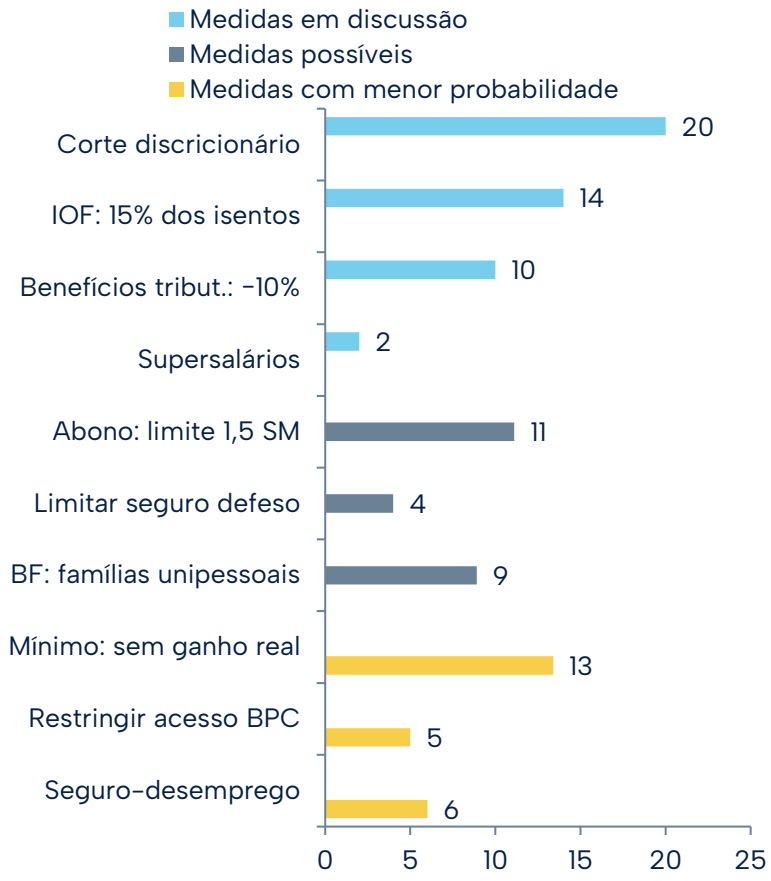
MEDIDAS DE DESPESA | R$ BILHÕES NOMINAIS | 2027–2030



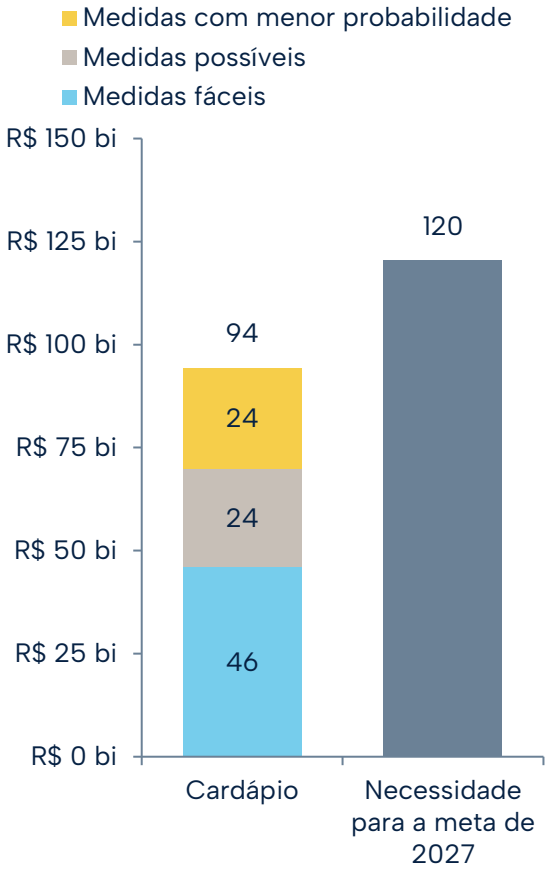
Fonte: Ministério da Fazenda, IFI, Prisma Fiscal, Kinea.

Estimamos que recuperar a credibilidade das regras fiscais exija um ajuste de 100 a 150 bilhões de reais. A linha lançada até aqui, porém, é curta: as medidas politicamente mais simples cobrem apenas parte do esforço necessário. Mesmo que o governo consiga trazer a bordo as mais difíceis, o ajuste ainda ficaria abaixo desse intervalo e seria insuficiente para cumprir a meta de 2027.

MEDIDAS E ECONOMIAS | R$ BILHÕES EM 2027



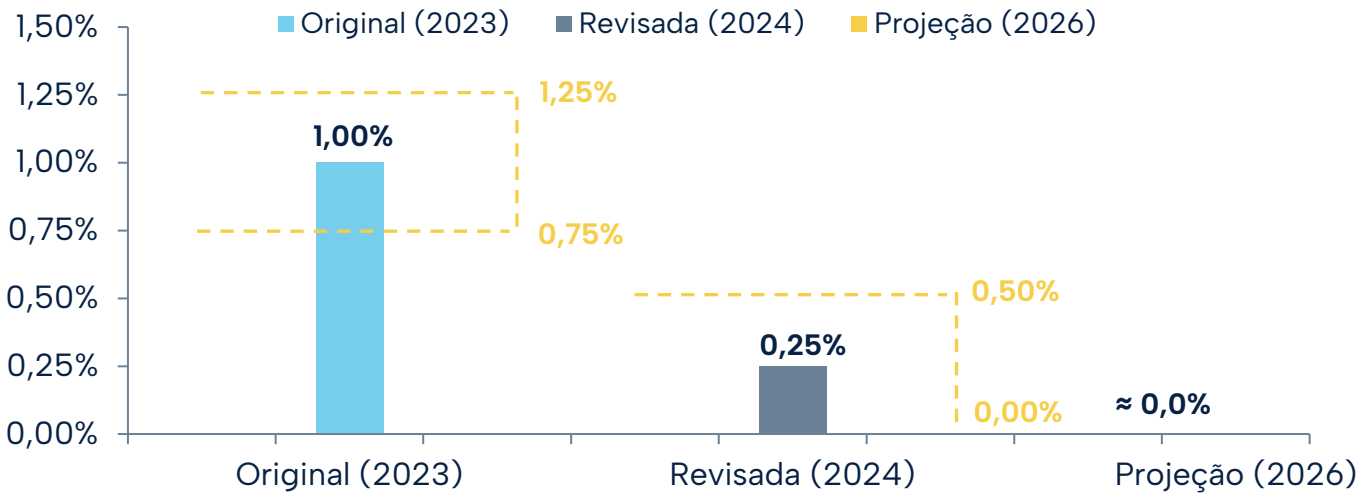
SOMA E NECESSIDADE | R$ BILHÕES EM 2027



Fonte: Kinea.

O choque de credibilidade é especialmente relevante para mostrar alinhamento com o arcabouço fiscal. As regras previam uma melhora do resultado primário a cada ano, mas os resultados efetivos têm ficado sucessivamente abaixo do prometido. Retomar essa trajetória seria o primeiro sinal concreto de compromisso com a sustentabilidade das contas públicas.

META DE RESULTADO PRIMÁRIO | 2026, % DO PIB



Fonte: Ministério da Fazenda, Tesouro Nacional, Kinea.

A quarta lição é que os tubarões vêm pelo sangue. A depreciação do real pressiona a inflação, que deve superar 5%. O aumento da inflação pressiona a curva de juros, que sofre retroalimentação pelo próprio nível de endividamento, que eleva o prêmio exigido para financiar o país.

Juros altos freiam a atividade, reduzem a arrecadação e aumentam o déficit primário, além de inflar o nominal. Quem tem dívida alta sangra mais: com a dívida bruta a caminho de 87% do PIB, cada choque de confiança se realimenta.

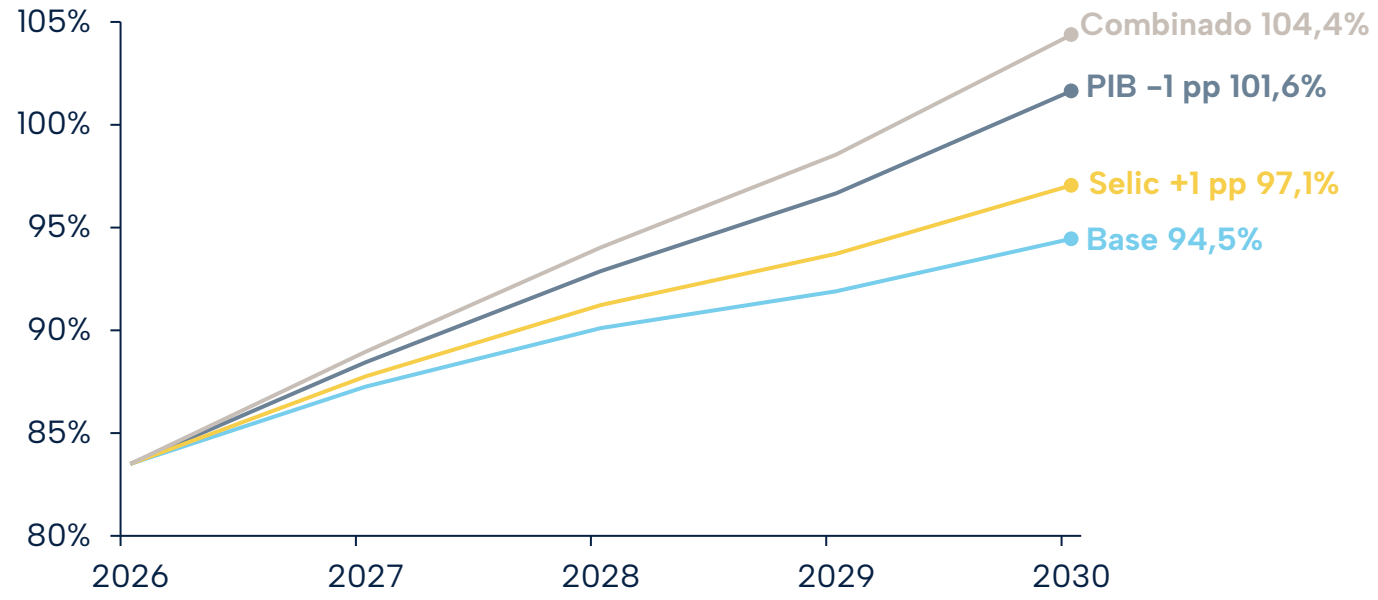
O CICLO DOS TUBARÕES | SEM ÂNCORA FISCAL, O CHOQUE SE REALIMENTA



Fonte: Ministério da Fazenda, Câmara dos Deputados, Kinea.

Nessa dinâmica, sem um choque de credibilidade que reancore o fiscal, os juros e a desaceleração do crescimento passam a devorar o próprio ajuste.

SENSIBILIDADE DA DÍVIDA A PIB MAIS FRACO E SELIC MAIS ALTA | % DO PIB; CENÁRIOS ILUSTRATIVOS, 2026–2030

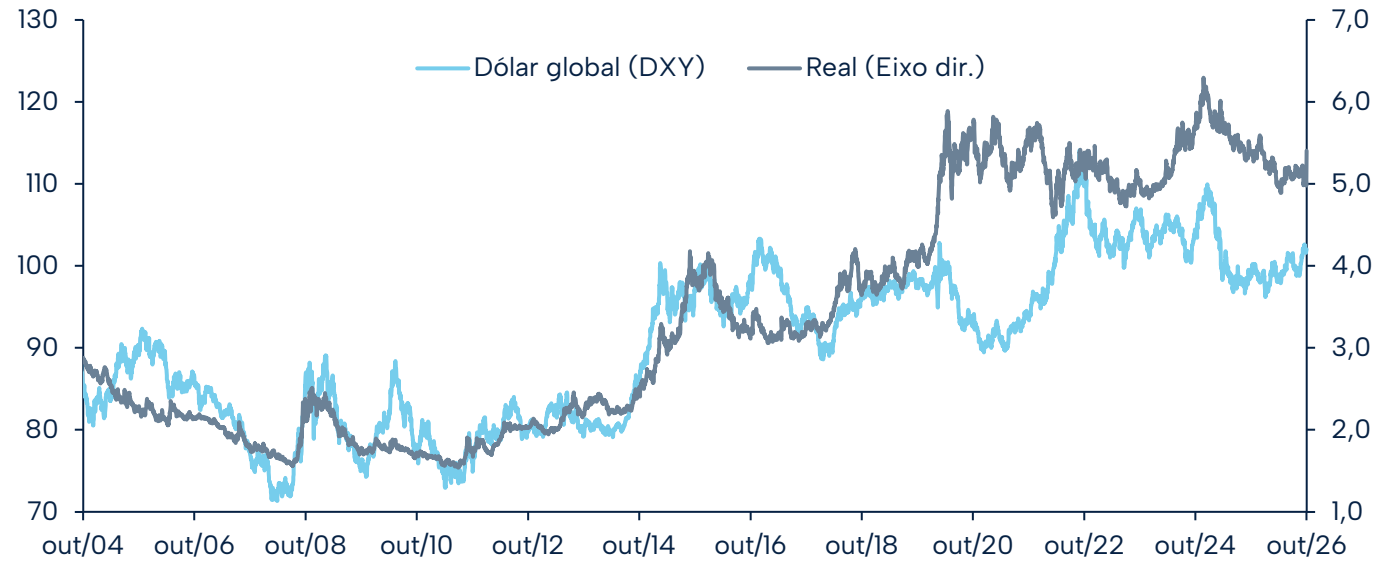


Fonte: Kinea.

Um ajuste pequeno e lento chegaria à praia como o peixe de Santiago: só com o esqueleto. Ganharíamos a batalha e perderíamos a guerra. Crises de confiança geralmente são geradas aos poucos, mas recorrentemente tem catalisadores externos.

E, no cenário atual, temos a perspectiva de altas adicionais de juros na maior parte do mundo desenvolvido, em meio a turbulências geopolíticas que encarecem a energia e os bens. É exatamente esse risco que precisamos evitar. Se a maré externa ajudar, melhor. Mas a lição de 2003 vale de novo: a sorte só favorece quem está preparado.

DÓLAR GLOBAL E REAL | DXY VS USD/BRL



Fonte: Bloomberg

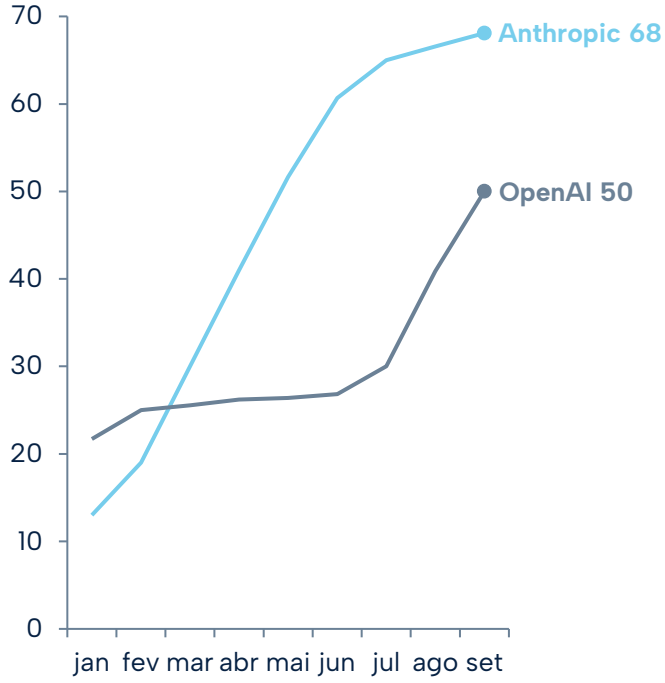
A última lição está no fim do livro. Santiago volta destruído, mas não derrotado, e o menino que pescava com ele promete voltar ao mar a seu lado, porque ainda tem muito a aprender. Lula não precisa provar mais nada sobre resistência. O que está em jogo na última travessia é que tipo de legado ele trará para casa: um barco ancorado e estável ou um esqueleto na praia. Quem não tem fiscal não tem âncora, e quem não tem âncora não escolhe o rumo.

INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL: UM PEIXE MAIOR QUE O BARCO

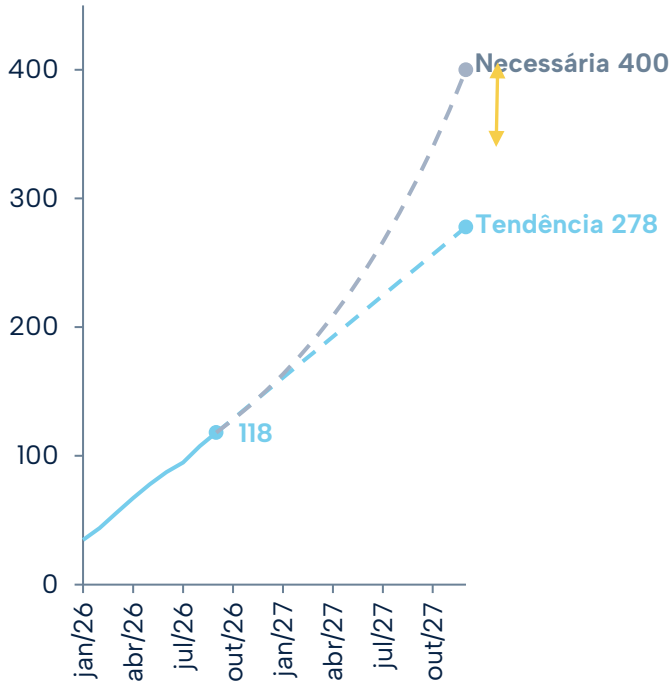
Santiago fisga um peixe maior que o próprio barco e passa dias sendo arrastado por ele. O ciclo de inteligência artificial tem algo dessa analogia: o financiamento requerido para *data centers* e *chips* carrega o barco do crédito global em direção à mares nunca antes navegados.

Nos últimos meses, voltou-se a discutir se a I.A. poderia destruir o mundo. Nossa pergunta é mais prosaica: se, antes disso, ela não destrói os investidores. O primeiro sinal veio das receitas. A OpenAI informou a investidores receita anualizada de cerca de 50 bilhões de dólares em setembro, 20 bilhões de dólares abaixo do número que circulava. Na Anthropic, a receita do terceiro trimestre cresceu 46% sobre o segundo, depois de mais que dobrar no trimestre anterior.

RECEITA ANUALIZADA POR LABORATÓRIO | USD BILHÕES



RECEITA COMBINADA E O QUE FALTA | USD BILHÕES

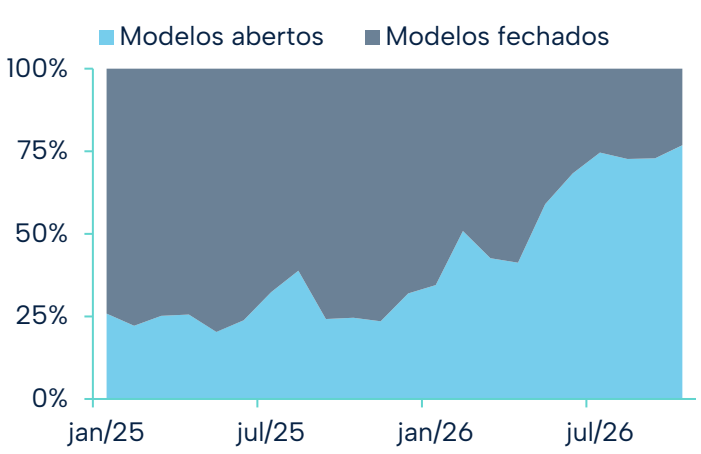


Fonte: Kinea.

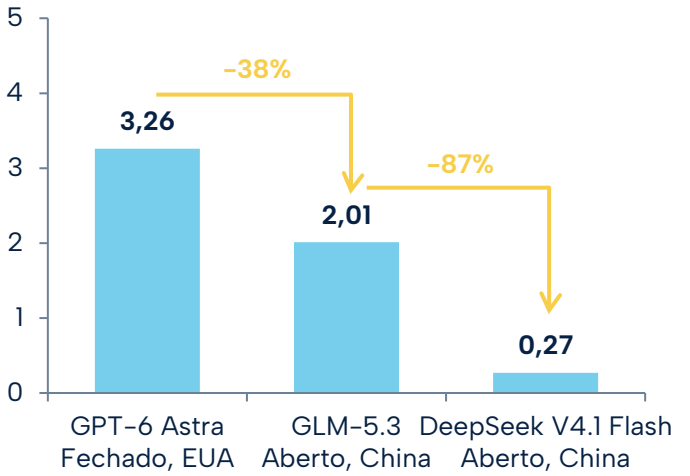
Estimamos que cerca de 400 bilhões de dólares de receita anualizada combinada das duas empresas sejam necessários para estabilizar o mercado. Partindo de 118 bilhões de dólares em setembro, seria preciso crescer quase 8.5% ao mês até o fim de 2027. Se a desaceleração do último trimestre continuar, a receita combinada converge para perto de 280 bilhões de dólares, 30% abaixo do necessário.

O preço do *token* também não ajuda, os modelos abertos, sobretudo chineses, avançam com preços até cem vezes menores. No OpenRouter, a DeepSeek mais que triplicou sua fatia do volume de *tokens* em seis meses, de 6% em março para 21% em setembro, e os modelos americanos caíram de cerca de 70% para 30% em um ano.

PARTICIPAÇÃO NO VOLUME DE *TOKENS* | %



PREÇO POR TAREFA | USD

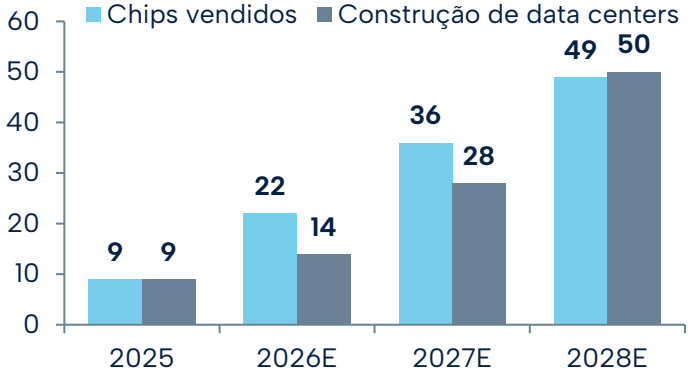


Fonte: OpenRouter, Artificial Analysis

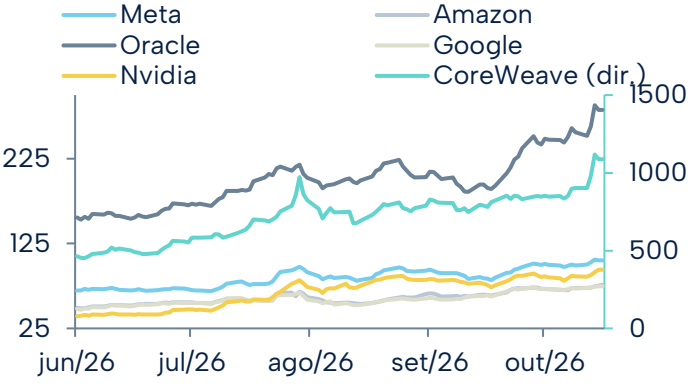
No lado físico, a conta também aperta. Para 2027, as estimativas apontam cerca de 28 GW de nova capacidade de data centers nos EUA, enquanto os chips de IA vendidos no mundo equivalem a 55 GW. A diferença precisa ser absorvida fora dos EUA ou vira estoque à espera de energia.

O financiamento fecha o círculo. As grandes empresas de tecnologia já destinam perto de 90% do fluxo de caixa operacional ao *capex* e emitiram cerca de 229 bilhões de dólares em dívida em 2026 até o 3T26, mais que o dobro de todo o ano passado. Na margem, o crédito começou a cobrar: o CDS de cinco anos da Oracle bateu recorde, perto de 280 pontos, e o da CoreWeave passou de 1.000.

CHIPS VENDIDOS VS. CAPACIDADE NOS EUA | GW POR ANO



CDS DE 5 ANOS | PONTOS-BASE



Fonte: Bloomberg, Kinea

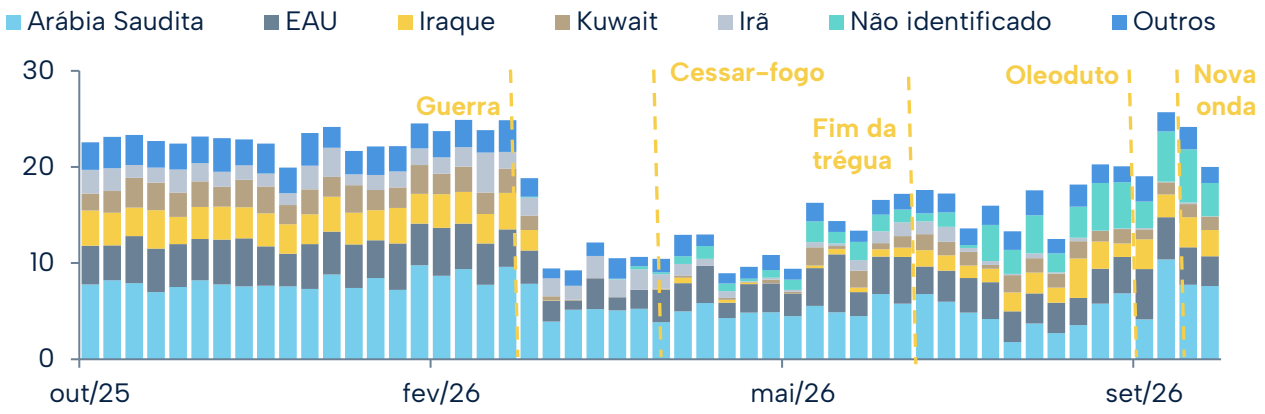
Diante disso, saímos da grande maioria das posições em inteligência artificial. Em agosto, a restrição de oferta nos mantinha posicionados; o que mudou foi a demanda que paga a conta. Voltaremos quando houver caminhos concretos de reaceleração das receitas e quando o CDS das empresas mais à margem desse ciclo se normalizar.

COMMODITIES: O MAR COBRA O SEU PREÇO

No mar de Hemingway, ninguém controla as correntes, o pescador só escolhe se quer atravessá-las ou não. No petróleo, de forma similar, a rota que importa passa pelo Estreito de Ormuz, e o fluxo por ali havia se normalizado em boa parte de setembro. Escoltas americanas e transferências entre navios devolveram as exportações de petróleo bruto do Oriente Médio ao nível de antes da guerra, e em alguns dias mais de 20 milhões de barris cruzaram o estreito.

O Irã reagiu. Desde o fim de setembro, os ataques a navios voltaram a ser quase diários, e dois cargueiros afundaram em 24 horas. A intensificação dos ataques põe em xeque a estratégia de normalização do estreito.

EXPORTAÇÕES DO GOLFO POR PAÍS | MB/D, SEMANAL, ATÉ 05/OUT



Fonte: Kpler, Bloomberg, ISW, Reuters, FT.

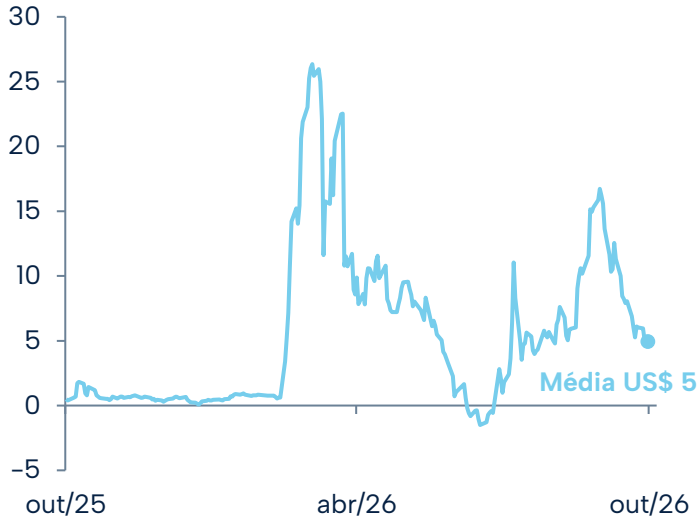
FRETE VLCC GOLFO–ÁSIA |

TD3C, USD/BBL E % DO BRENT



FÍSICO: WTI, BRENT E DUBAI |

MÉDIA DOS SPREADS M1–M3, USD/BBL

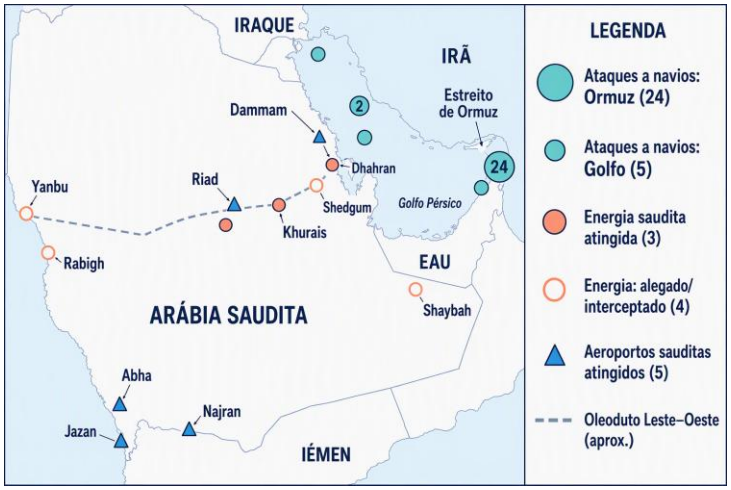


Fonte: Kpler, Bloomberg, ISW, Reuters, FT.

A escalada também veio pelo sul. Os Houthis, no Iêmen, ampliaram os ataques à Arábia Saudita e reivindicaram 23 ações só nos primeiros 14 dias de outubro, contra aeroportos, instalações de petróleo e gás e o porto de Yanbu, saída do oleoduto que hoje substitui parte de Ormuz.

LOCAIS ATINGIDOS OU VISADOS |

ARÁBIA SAUDITA, JUL–OUT/2026



ESCALADA EM DATAS |

IMPACTOS CONFIRMADOS

Data	Alvo
8/set	Jazan, Abha, Najran
10/set	Oleoduto Leste–Oeste
19/set	Combustível, aeroporto de Riad
3–5/out	Refinaria de Riad, Khurais
10/out	Aeroporto de Riad: 13 mortos
13/out	Sede da Aramco, Dhahran

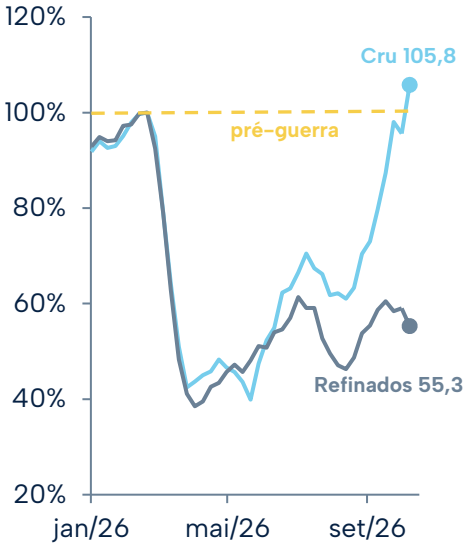
Fonte: ISW, Reuters, WSJ, FT, Al Jazeera, Energy Aspects, Natural Earth.

Um sintoma claro dessa escalada é o frete. Levar um barril do Golfo à Ásia em um superpetroleiro passou a custar cerca de 36 dólares no início de outubro, mais de cinco vezes o nível anterior à guerra. Para as regiões exportadoras, o frete deixou de ser detalhe: hoje equivale a cerca de 35% do preço do Brent, ante 7% antes do conflito.

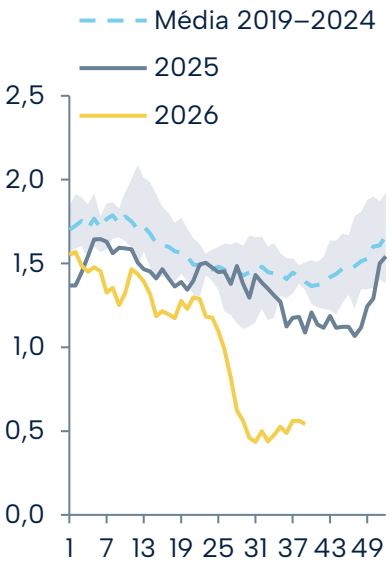
Diesel e gás natural liquefeito ensaiaram uma normalização em setembro, mas voltaram a subir com a escalada. No diesel, o problema é a logística: tirar derivados do Golfo exige uma frota mais complexa que a de petróleo bruto, e as exportações de produtos por Ormuz seguem a uma fração do normal. Somadas, as exportações de diesel da Rússia e do Oriente Médio caíram 61% em um ano.

Na Rússia, Trump deixa a Ucrânia de lado e negocia com Putin a volta das exportações. As refinarias russas se mostraram mais resilientes do que se esperava, e o governo suspendeu parcialmente o veto às vendas externas, mas a retomada é lenta. Na mesma linha, sob pressão da Casa Branca, o G7 acertou a liberação de mais 100 milhões de barris de estoques de emergência pela Agência Internacional de Energia, com prioridade para o diesel.

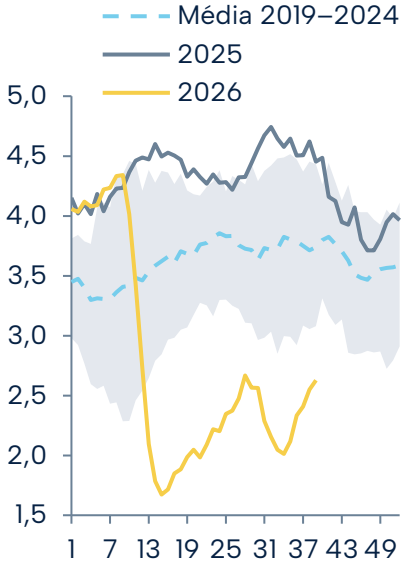
EXPORTAÇÕES VS. PRÉ-GUERRA | % DA MÉDIA DE FEV/26, MM 4 SEMANAS



RÚSSIA | PRODUTOS LIMPOS, MB/D, MM 4 SEMANAS



ORIENTE MÉDIO | PRODUTOS LIMPOS, MB/D, MM 4 SEMANAS

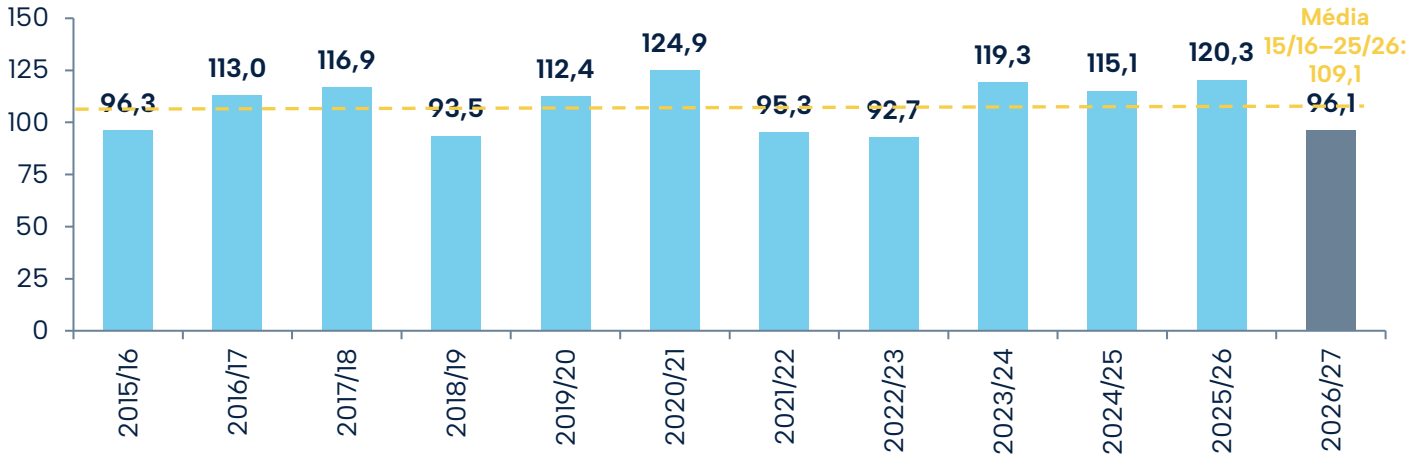


Fonte: Kpler.

Nas agrícolas, a moagem de cana no Centro-Sul segue prejudicada pelas chuvas associadas ao El Niño. Na primeira quinzena de setembro, foram 30 milhões de toneladas, perto do mínimo histórico de 2015, e a produção de açúcar foi a menor para o período em sete anos, o acumulado desde então está em patamar baixo historicamente. Nos grãos, a guerra entre Rússia e Ucrânia derrubou os embarques de trigo do Mar Negro em cerca de 50%.

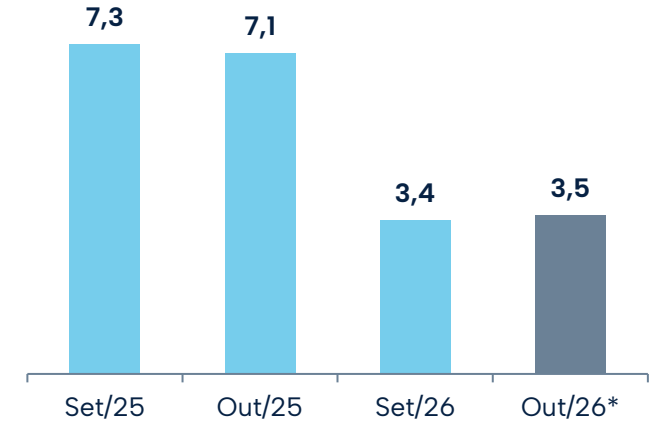
O algodão ganha demanda na ponta. Com o petróleo caro, o poliéster encareceu pela primeira vez em anos, o que melhora a competitividade da fibra natural. Na oferta, o abandono de área nos Estados Unidos por condições climáticas deve subir, nas nossas estimativas, para cerca de 31% nesta safra, versus 22% esperado pela USDA.

MOAGEM DE CANA | MT, SETEMBRO E OUTUBRO (1ª QUINZENA)

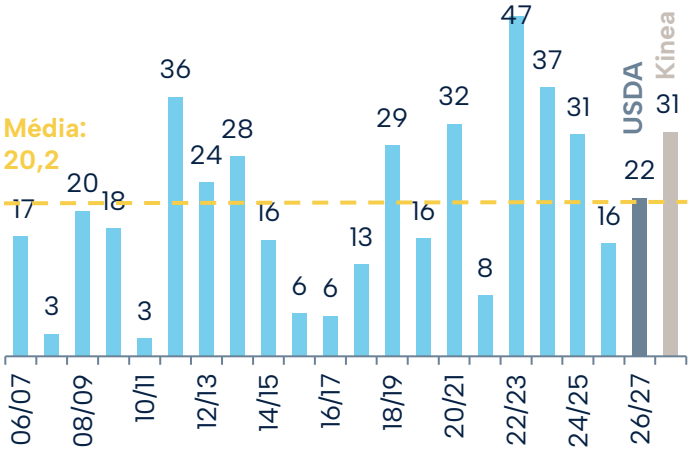


Fonte: MAPA (SAPCANA), AXSMarine/Ursa, Splash247, USDA, Kinea.

EMBARQUES DE TRIGO | MAR NEGRO, MT



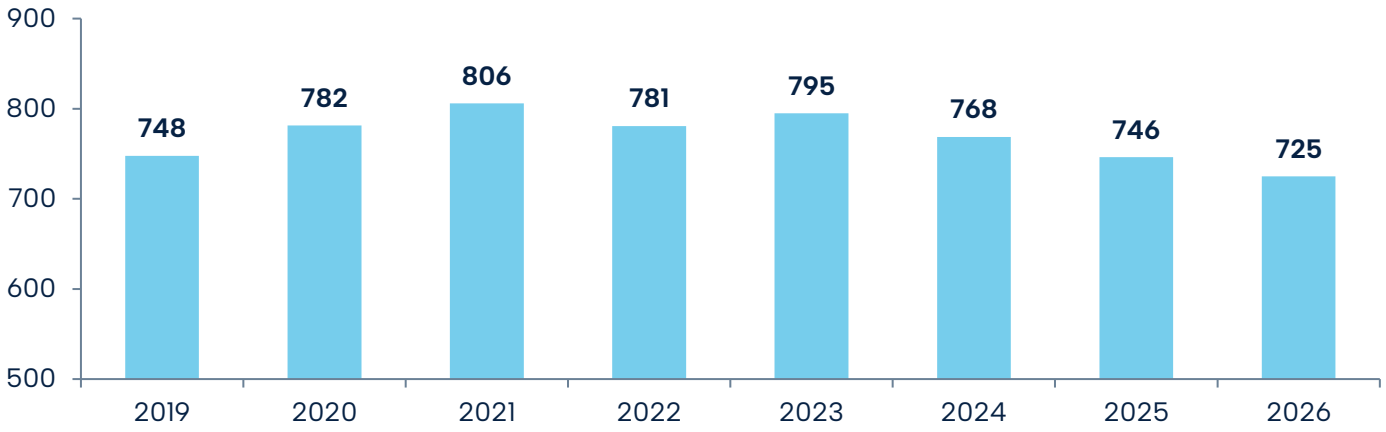
ABANDONO DE ÁREA | % DA ÁREA PLANTADA NÃO COLHIDA, EUA



Fonte: CISA, Mysteel, Kpler, Bradesco BBI.

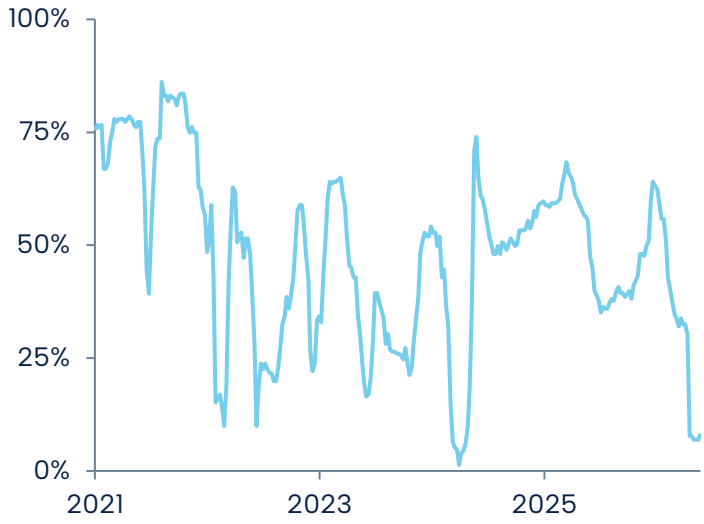
Nos metais, o minério de ferro segue em um mercado desafiador. A produção de aço na China cai 2,9% no ano até setembro, e a rentabilidade das siderúrgicas desabou: em meados de setembro, só 8% dos altos-fornos davam lucro. Do outro lado, Simandou acelera produção, anualizando cerca de 50 milhões de toneladas no mês de setembro: oferta nova chegando quando a demanda encolhe.

PRODUÇÃO DE AÇO BRUTO (NBS) | MT, acumulado jan-set

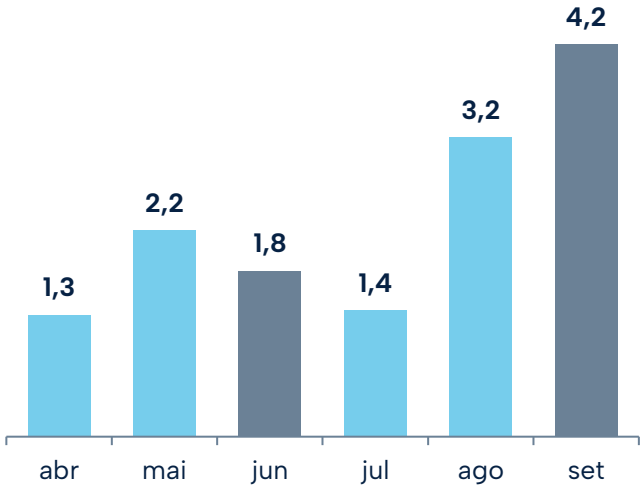


Fonte: NBS.

USINAS COM LUCRO | % DAS USINAS, SEMANAL



EMBARQUES DE SIMANDOU | MT POR MÊS EM 2026



Fonte: CISA, Mysteel, Kpler, Bradesco BBI.

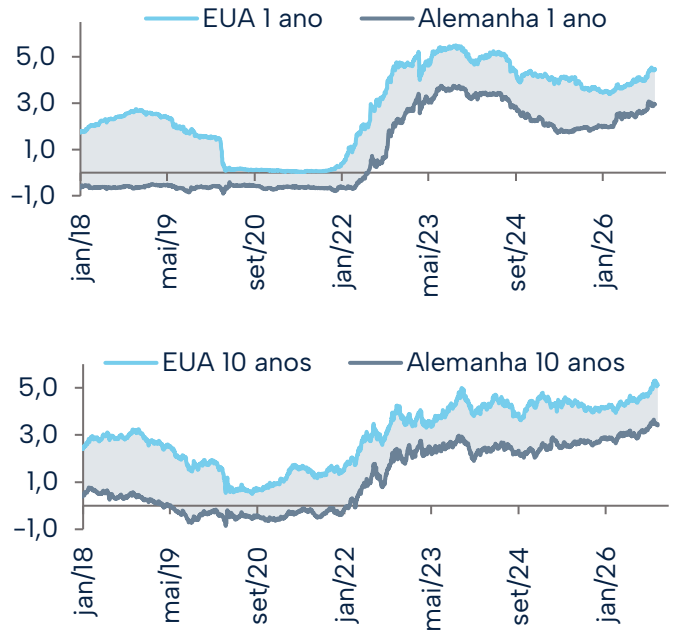
Santiago aprende que o mar dá e o mar cobra. No petróleo, a cobrança vem em frete, seguro e risco; nas agrícolas, a conta vem do clima; no minério, da China.

INTERNACIONAL: FED TEM QUE DAR LINHA SEM ARREBENTAR

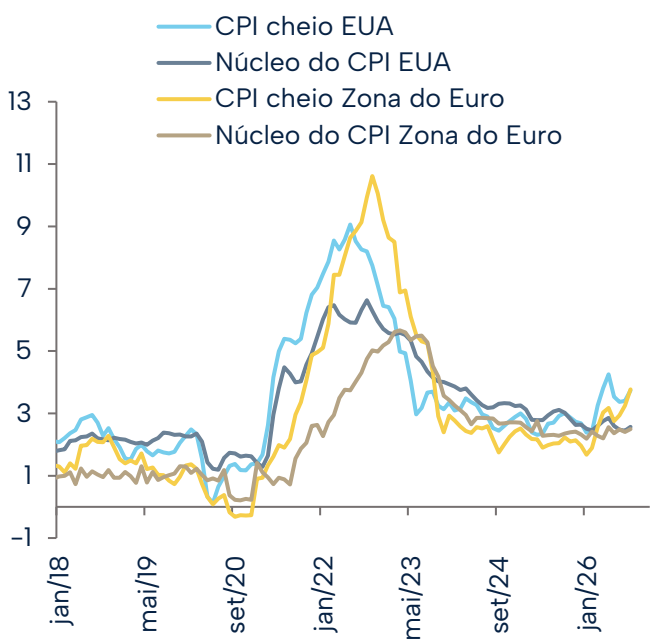
Como antecipado, as principais economias do mundo continuam enfrentando perspectiva de juros elevados, seja pela inflação criada pela crise energética que já dura 9 meses, ou pelos questionamentos fiscais e as emissões de dívida privadas para financiar o ciclo de investimentos em inteligência artificial.

O duelo entre aperto financeiro e inflação acaba sendo determinante para a definição das ações monetárias. Por enquanto, a resiliência da atividade econômica e a continuidade do petróleo elevado têm dificultado a vida dos Bancos Centrais. Entretanto, o aperto monetário já realizado deve quebrar esse balanço na direção de uma atividade menos resiliente e efeitos mais positivos sobre os núcleos inflacionários.

JUROS DE 1 E 10 ANOS DOS EUA E ALEMANHA | %



CPI EUA E ZONA DO EURO: VARIAÇÕES ANO A ANO | %

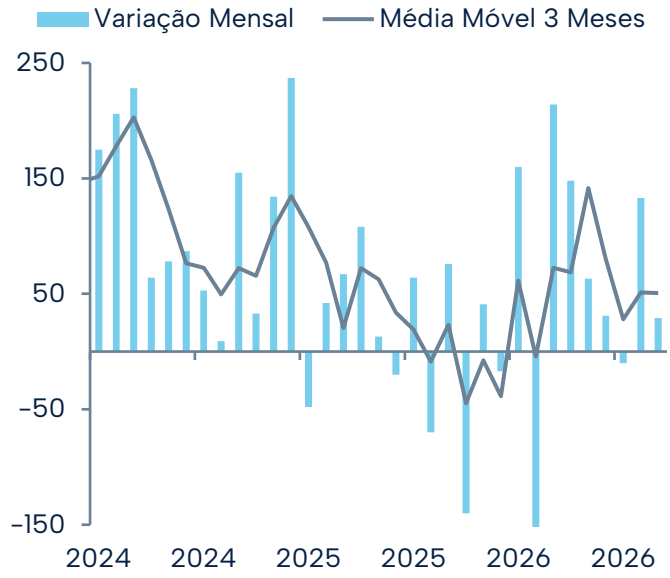


Fonte: Bloomberg.

A economia americana segue resiliente, mas sem sinais de superaquecimento. O mercado de trabalho continua crescendo em ritmo suficiente, ainda que moderado, com o menor crescimento da população economicamente ativa sob baixa imigração.

Em média, 51 mil empregos foram criados por mês, com o desemprego em 4,2%, abaixo dos 4,4% de um ano atrás. O ambiente de baixa contratação e baixa demissão ainda mantêm salários em desaceleração: o ganho médio por hora subiu 3,0% em 12 meses, o menor ritmo desde 2021 e próximo da média da década anterior.

VARIAÇÃO DE EMPREGO NOS EUA | EM MILHARES



DESEMPREGO E SALÁRIO POR HORA NOS EUA | %

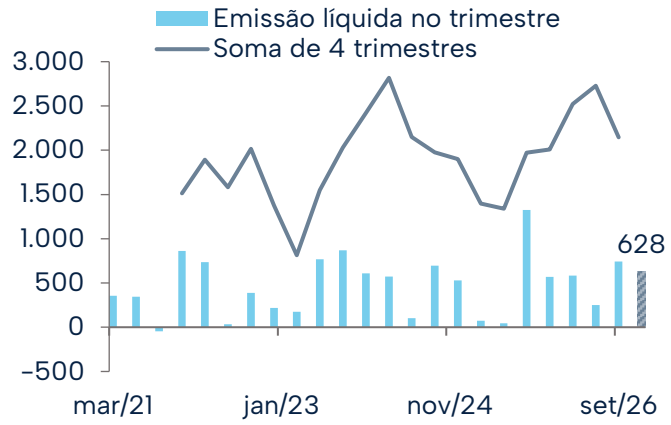


Fonte: BLS

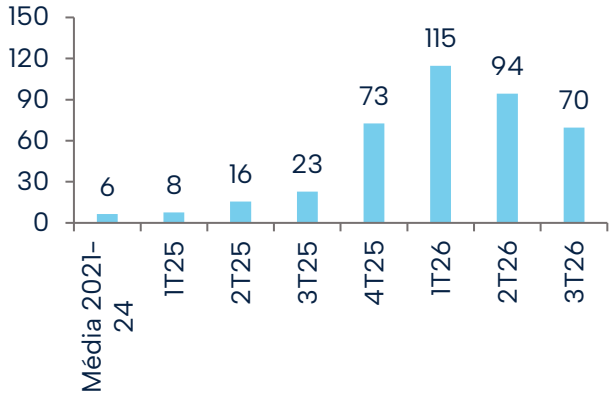
A I.A. continua sendo o principal motor do PIB, diretamente pelo investimento e indiretamente pela valorização dos ativos, que alimenta o consumo via efeito riqueza. Isso sustenta a atividade, mas tem um custo: o financiamento dos data centers disputa com o governo a mesma poupança.

As *hyperscalers* emitiram cerca de 115 bilhões de dólares em dívida só no primeiro trimestre, contra uma média de 7 bilhões de dólares por trimestre entre 2020 e 2024, enquanto o Tesouro tomou 2,7 trilhões de dólares do público em quatro trimestres e prevê mais 1,4 trilhão de dólares no segundo semestre.

TESOURO AMERICANO: EMISSÃO LÍQUIDA JUNTO AO PÚBLICO | USD BILHÕES



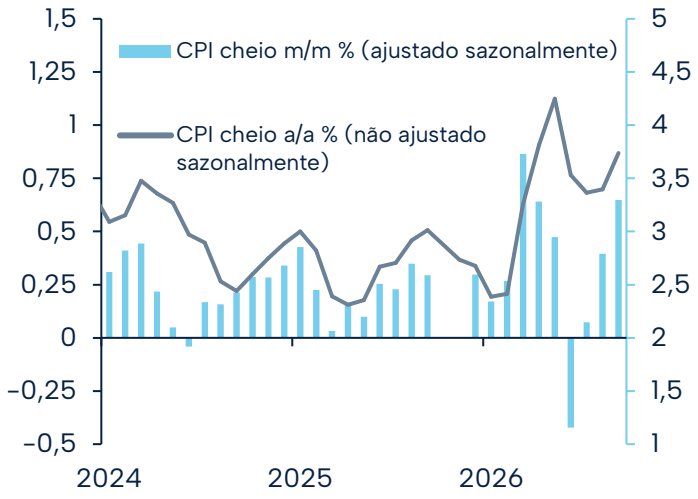
EMISSÃO DE DÍVIDA POR TRIMESTRE DAS *HYPERSCALERS* | USD BILHÕES



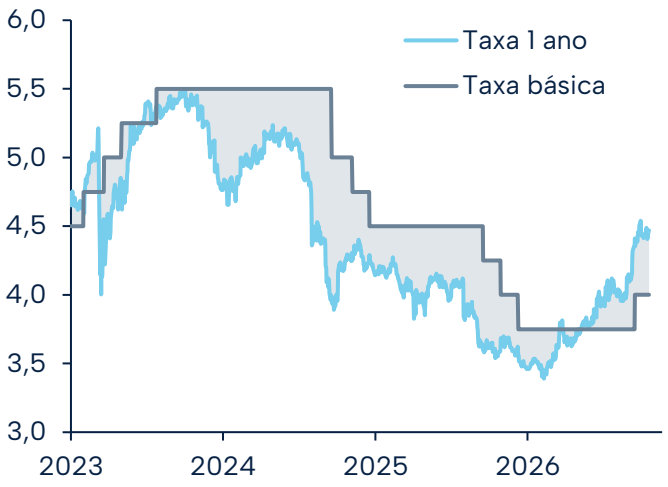
Fontes: US Treasury MSPD, JPMorgan

A inflação, por outro lado, não permite que o Fed baixe a guarda. O CPI subiu 0,6% em setembro, a partir do aumento de gasolina, e 3,7% em 12 meses, com o núcleo vindo acima do esperado. A surpresa, porém, concentrou-se em moradia, puxada por aluguel, justamente quando o mercado imobiliário esfria. Nesse contexto, avaliamos que o Fed deve considerar com calma os próximos dados para calibrar os movimentos.

INFLAÇÃO (CPI) EUA | VARIAÇÃO M/M (BARRAS, EIXO ESQUERDO) E A/A (EIXO DIREITO)



TAXA DE 1 ANO DO TESOURO AMERICANO VS TAXA BÁSICA DE JUROS AMERICANA | %

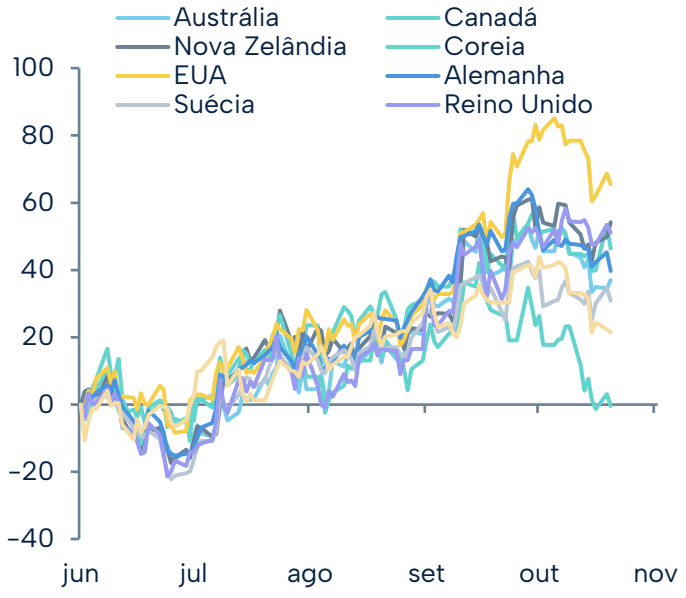


Fontes: BLS, Bloomberg

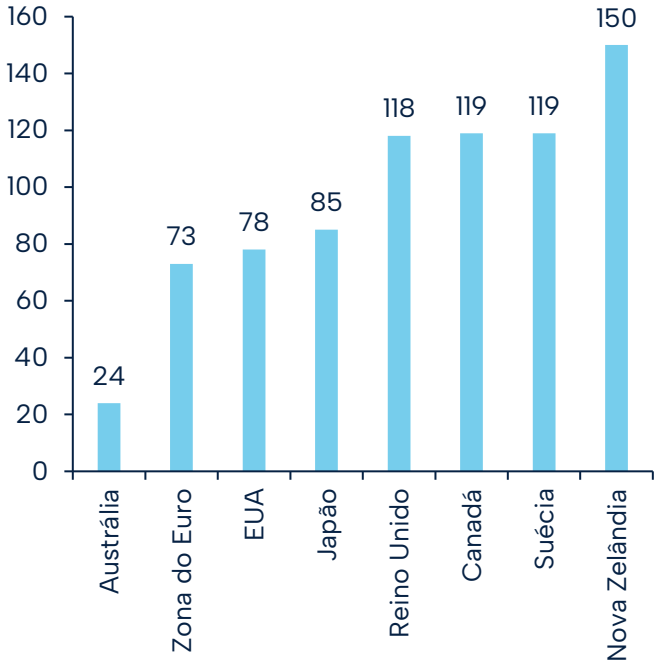
Estamos sem exposições relevantes nos EUA, mas julgamos que um Fed agindo em ritmo moderado, com uma economia sem sinais de sobreaquecimento, retira a urgência de medidas mais duras de outros Bancos Centrais. Seguimos aplicados em juros no Reino Unido e na Nova Zelândia. Até aqui, a cauda de alta da energia parece controlada, e uma reversão favoreceria muito nossa posição. Se, ao contrário, o aperto monetário continuar, o efeito sobre a atividade aliviaria a pressão sobre a curva de juros.

Na ponta longa, o rendimento médio dos títulos públicos no mundo passou de 4%, o maior desde 2000. Agora, o mercado se pergunta se essa abertura se justifica diante de uma possível desaceleração dos investimentos em I.A. e do próprio aperto monetário.

VARIAÇÃO DOS JUROS DE 10 ANOS NO 2º SEMESTRE DE 2026 | PONTOS-BASE, 0=01/JUL/26



ALTA DE JUROS ESPERADA NO CICLO PELO MERCADO | PONTOS-BASE



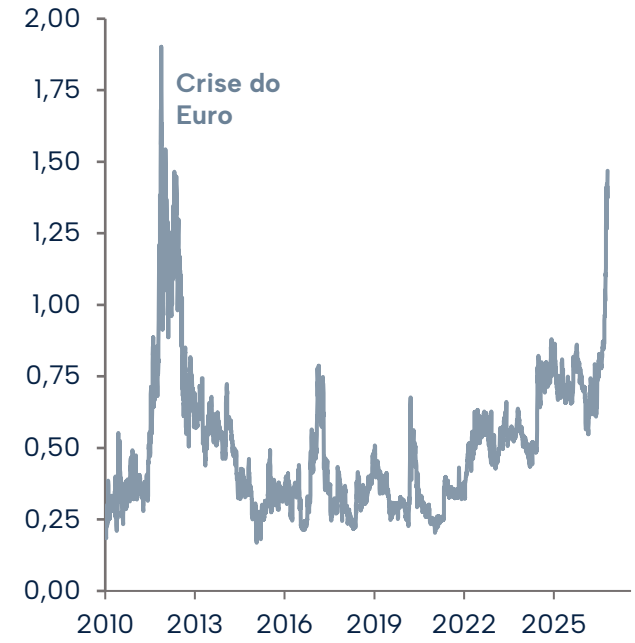
Fonte: Bloomberg

Nos preocupa, particularmente, a situação fiscal da França, a qual poderia abrir espaço para uma postura mais cautelosa do BCE. O prêmio da dívida francesa sobre a alemã chegou a cerca de 150 pontos-base no início de outubro, o maior desde 2011, e o país passou a pagar mais que a Itália.

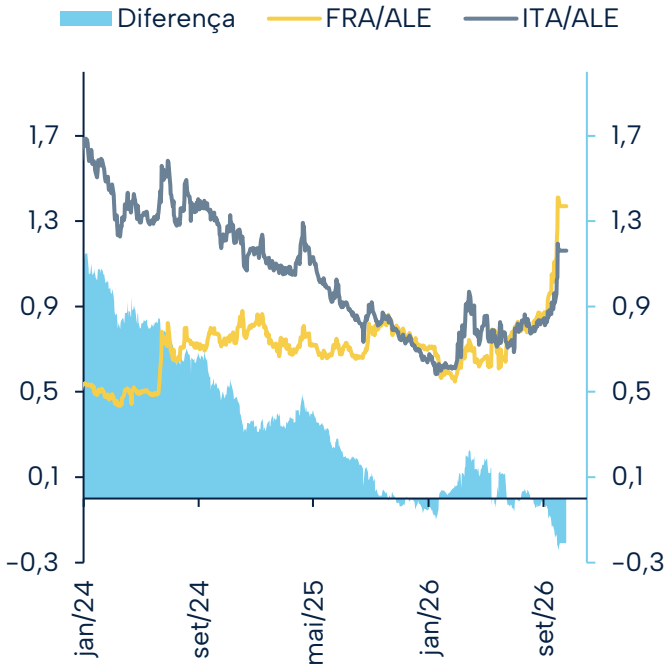
Marine Le Pen respondeu com uma proposta de orçamento mais dura que a do governo atual. A credibilidade, porém, é baixa: o plano depende de cortar repasses à União Europeia e de arrecadar mais com ganhos de eficiência, e ainda propõe reverter a reforma da previdência.

Como consequência do aperto monetário mencionado e efeitos da crise fiscal francesa sobre o crédito europeu, seguimos vendidos no euro por considerarmos que ambos os efeitos devem pesar sobre as decisões futuras do BCE.

SPREAD DO JUROS 10 ANOS FRANÇA VS ALEMANHA | %



SPREAD DO JUROS 10 ANOS ITÁLIA E FRANÇA VS ALEMANHA | %



Fonte: Reuters

CONCLUSÃO

Santiago volta ao porto com o esqueleto de um peixe enorme amarrado ao barco. A pescaria foi real, o que faltou foi trazer o prêmio inteiro de volta à praia com o navio em segurança. Em nossa analogia, a âncora e o balanço do barco dependem de um ajuste fiscal efetivo.

No caminho, certamente enfrentaremos os tubarões. Os excessos fiscais, por mais populares que sejam, mantêm nosso barco à deriva e sem mobilidade e, já sentimos, nos preços dos ativos de risco, as primeiras mordidas.

O novo governo precisará da experiência e firmeza do velho pescador para se impor ao longo dos próximos meses, transformando o triunfo das urnas em um plano fiscal crível e executando-o mesmo quando não for popular.

Um plano bem executado mais que compensaria, ao longo de quatro anos, os efeitos negativos de uma desaceleração temporária na atividade e possível perda de popularidade no início do mandato. Não deixemos que, como no livro, todo o esforço de Santiago seja perdido ao longo da jornada.

Com nossos sinceros desejos de um futuro melhor para nosso país, estamos sempre à disposição de nossos clientes e parceiros.

Kinea Investimentos

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

Este material foi elaborado pela Kinea (Kinea Investimentos Ltda e Kinea Private Equity Investimentos S.A.), empresa do Grupo Itaú Unibanco. A Kinea não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimentos. Leia o regulamento e demais documentos legais do fundo antes de investir. Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Os fundos de condomínio aberto e não destinados a investidores qualificados possuem lâminas de informações essenciais. A descrição do tipo ANBIMA consta no formulário de informações complementares. Estes documentos podem ser consultados no site da CVM http://www.cvm.gov.br/ ou no site dos respectivos Administradores dos fundos. Não há garantia de tratamento tributário de longo prazo para os fundos que informam buscar este tratamento no regulamento. Os fundos da Kinea não são registrados nos Estados Unidos da América sob o Investment Company Act de 1940 ou sob o Securities Act de 1933. Não podem ser oferecidos ou vendidos nos Estados Unidos da América ou em qualquer um de seus territórios, possessões ou áreas sujeitas a sua jurisdição, ou a pessoas que sejam consideradas como U.S. Persons para fins da regulamentação de mercado de capitais norte-americana. Os Fundos de Investimento da Kinea podem apresentar um alto grau de volatilidade e risco. Alguns fundos informam no regulamento que utilizam estratégias com derivativos como parte de sua política de investimento, que da forma que são adotadas, podem resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas superiores ao capital aplicado, obrigando o cotista a aportar recursos adicionais para cobertura do fundo. É recomendada uma avaliação de performance de fundos de investimento em análise de no mínimo 12 meses. A rentabilidade passada não garante a rentabilidade futura e fundos de investimento não são garantidos pela Instituição Administradora, ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Os Fundos de Investimento em Participações seguem a ICVM 578, portanto são condomínios fechados em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo. Esta modalidade concentra a carteira em poucos ativos de baixa liquidez, o que pode resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas que podem superar o capital aplicado, acarretando na obrigatoriedade do cotista aportar recursos adicionais para cobertura do fundo no caso de resultado negativo. Os Fundos de Investimento Imobiliário seguem a ICVM571, portanto são condomínios fechados em que as cotas não são resgatáveis onde os cotistas podem ter dificuldade em alienar suas cotas no mercado secundário. As opiniões, estimativas e projeções refletem o atual julgamento do responsável pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. As projeções utilizam dados históricos e suposições, de forma que devem ser realizadas as seguintes advertências: (1) Não estão livres de erros; (2) Não é possível garantir que os cenários obtidos venham efetivamente a ocorrer; (3) Não configuram, em nenhuma hipótese, promessa ou garantia de retorno esperado nem de exposição máxima de perda; e (4) Não devem ser utilizadas para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores. Este conteúdo é informativo e não constitui nem deve ser interpretado como oferta ou solicitação de compra ou venda de valores mobiliários, instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócios específica, qualquer que seja a jurisdição. Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis. O Grupo Itaú Unibanco e a Kinea não declaram ou garantem, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo. Esse material não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Kinea. Quaisquer outras informações ou esclarecimentos sobre o Fundo poderão ser obtidos com o Administrador e o Gestor, através do e-mail: contato@kinea.com.br.

PALAVRA DO GESTOR SOBRE A PERFORMANCE DO MÊS

JUROS E INFLAÇÃO

Resultado positivo. Tivemos resultados negativos nos juros locais, que foram compensados com ganhos no mercado internacional. Após a eleição, encerramos nossas posições em juros brasileiros. A situação econômica do país é delicada, com desaceleração econômica, inflação em alta e expectativas fiscais desancoradas. O novo governo terá um desafio grande de mostrar um caminho crível para um novo equilíbrio fiscal para reverter essa espiral viciosa. No mercado internacional, vemos oportunidades para posições para juros mais baixos em várias geografias. Os riscos para o crescimento mundial têm aumentado e, mesmo com o petróleo alto, acreditamos que os bancos centrais irão subir os juros menos do que o precificado pelo mercado.

COMMODITIES

Resultado negativo. O petróleo continuou subindo, apesar da normalização de grande parte dos fluxos pelo Estreito de Ormuz. O prêmio de risco geopolítico permaneceu elevado, refletindo receios de novos ataques após as eleições legislativas americanas, o que prejudicou nossas posições.Reduzimos significativamente a exposição à classe, mantendo apenas uma pequena posição vendida em contratos de petróleo de prazos mais longos, além de posições compradas em ouro e algodão. A carteira permanece concentrada nas teses de maior convicção, enquanto avaliamos as condições para voltar a ampliar o risco.

MOEDAS E CUPOM CAMBIAL

Resultado negativo. Tivemos resultados negativos no real devido ao resultado eleitoral e optamos por encerrar a posição. No mercado internacional, temos pouco risco no momento.

AÇÕES

Resultado negativo. No Brasil, os ganhos após o primeiro turno, favorecidos pela expectativa de uma orientação econômica mais fiscalista, foram revertidos no segundo turno com a maior incerteza sobre a condução das contas públicas. Nesse contexto, praticamente zeramos a exposição direcional à bolsa brasileira e reduzimos a sensibilidade das estratégias long & short ao desempenho da economia. Aguardamos os anúncios sobre a composição ministerial e a política fiscal para reavaliar as oportunidades.No exterior, o setor de tecnologia sofreu com dúvidas sobre o crescimento das receitas de inteligência artificial e a disposição do mercado para financiar os elevados investimentos necessários. Já havíamos reduzido substancialmente essa exposição e, ao longo do mês, encerramos as posições remanescentes em opções de Nasdaq. Uma retomada dos investimentos no setor dependerá de sinais mais claros de reaceleração das receitas, especialmente na Anthropic e na OpenAI. Encerramos o mês com uma carteira de ações significativamente menor, concentrada em biotecnologia e utilities nos Estados Unidos.

CRÉDITO PRIVADO

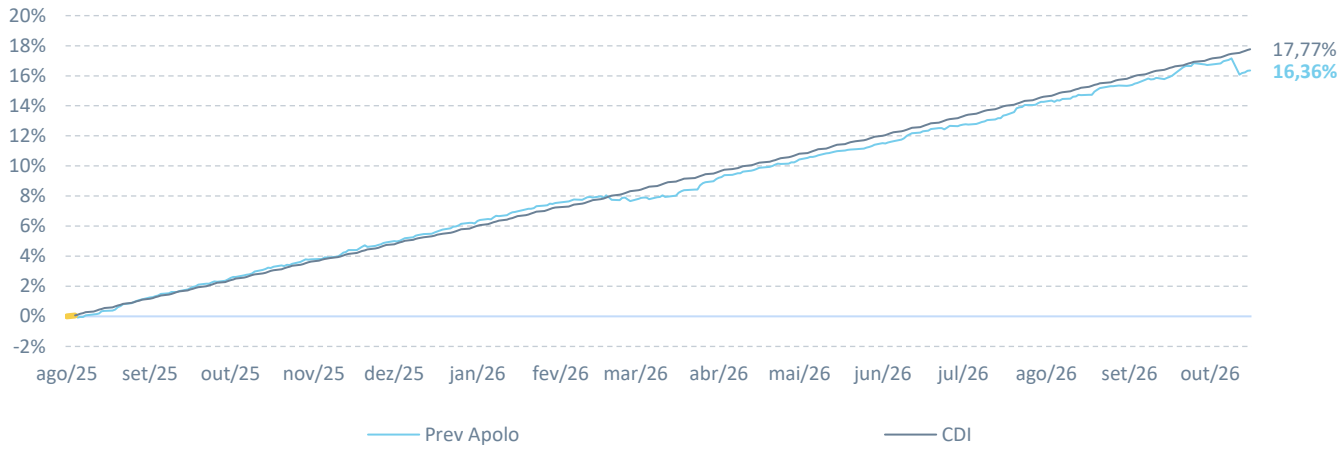
Resultado negativo. Em crédito local, o IDA-DI teve outro mês desafiador, com o índice de Debêntures da ANBIMA abrindo 12 bps. Na primeira semana após o segundo turno das eleições, observamos um movimento de busca por qualidade com piora de papéis arriscados e busca por nomes de alta qualidade. Seguimos cautelosos e seletivos, com uma alocação de aproximadamente 10% do fundo em crédito.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

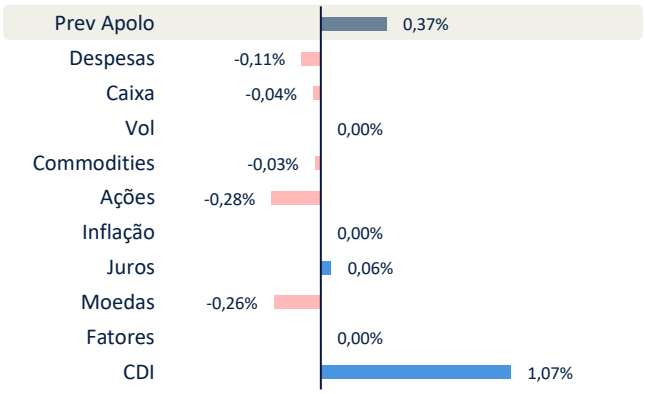
Este material de divulgação foi elaborado pela Kinea (Kinea Investimentos Ltda e Kinea Private Equity Investimentos S.A.), empresa do Grupo Itaú Unibanco. A Kinea não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimentos. Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM (Serviço de atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br). Os fundos de condomínio aberto e não destinados a investidores qualificados possuem lâminas de informações essenciais. Não há garantia de tratamento tributário de longo prazo para os fundos que informam buscar este tratamento no regulamento. Leia o regulamento e demais documentos legais do fundo antes de investir. Estes documentos podem ser consultados no site da CVM em (www.cvm.gov.br) ou no site dos respectivos Administradores dos fundos. Fundos com menos de 6 meses de histórico não podem ter sua rentabilidade exibida. É recomendada para a avaliação de performance dos fundos de investimento, a análise de, no mínimo, 12 meses. Os Fundos de Investimento da Kinea podem apresentar um alto grau de volatilidade e risco. A rentabilidade passada não garante a rentabilidade futura. Fundos de investimento não são garantidos pela Instituição Administradora, ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos. Alguns fundos informam no regulamento que utilizam estratégias com derivativos como parte de sua política de investimento, que da forma que são adotadas, podem resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas superiores ao capital aplicado, obrigando o cotista a aportar recursos adicionais para cobertura do fundo. Os Fundos de Investimento em Participações (FIP) são condomínios fechados em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo. Esta modalidade concentra a carteira em poucos ativos de baixa liquidez, o que pode resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas que podem superar o capital aplicado, acarretando a obrigatoriedade de o cotista aportar recursos adicionais para cobertura do fundo no caso de resultado negativo. Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) são condomínios fechados em que as cotas não são resgatáveis onde os cotistas podem ter dificuldade em alienar suas cotas no mercado secundário. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são condomínios abertos ou fechados, sendo que: (i) quando condomínios abertos, o resgate das cotas está condicionado à disponibilidade de caixa do fundo; e (ii) quando condomínios fechados, em que as cotas não são resgatáveis, os cotistas podem ter dificuldade em alienar suas cotas no mercado secundário. Os Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) seguem a Res. CVM 175. Os fundos da Kinea não são registrados nos Estados Unidos da América sob o Investment Company Act de 1940 ou sob o Securities Act de 1933. Não podem ser oferecidos ou vendidos nos Estados Unidos da América ou em qualquer um de seus territórios, possessões ou áreas sujeitas a sua jurisdição, ou a pessoas que sejam consideradas como U.S. Persons para fins da regulamentação de mercado de capitais norte-americana. As opiniões, estimativas e projeções refletem o atual julgamento do responsável pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. As projeções utilizam dados históricos e suposições, de forma que devem ser realizadas as seguintes advertências: (1) Não estão livres de erros; (2) Não é possível garantir que os cenários obtidos venham efetivamente a ocorrer; (3) Não configuram, em nenhuma hipótese, promessa ou garantia de retorno esperado nem de exposição máxima de perda; e (4) Não devem ser utilizadas para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores. Este conteúdo é informativo e não constitui nem deve ser interpretado como oferta ou solicitação de compra ou venda de valores mobiliários, instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócios específica, qualquer que seja a jurisdição. Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis. O Grupo Itaú Unibanco e a Kinea não declaram ou garantem, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo. Esse material não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Kinea. Quaisquer outras informações ou esclarecimentos sobre o Fundo poderão ser obtidos com o Administrador e o Gestor, através do e-mail: relacionamento@kinea.com.br.

RESULTADO DA GESTÃO*

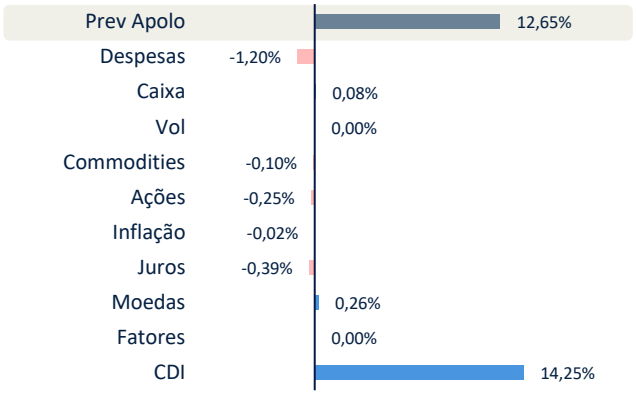
Rentabilidade do fundo desde seu início.



RETORNO POR ESTRATÉGIAS



12 MESES



HISTÓRICO DE RENTABILIDADE*

ANO	2025	2026	out/26	Início
FUNDO	5,64%	10,15%	0,37%	16,36%
CDI	5,43%	11,70%	1,07%	17,77%
% CDI	103,82%	86,76%	34,51%	92,10%

MESES POSITIVOS: 15 MESES NEGATIVOS: 0	**INÍCIO DO FUNDO** 15/Ago/2025	**PL ATUAL** R$ 6.786.108	**PL MÉDIO (12 MESES):** R$ 3.408.967	**TAXA DE ADM[1]** 0,8% a.a.	**TAXA DE PERF.[2]** 25% do que exceder 100% do CDI
PÚBLICO ALVO Público em geral	**OBJETIVO** Superar o CDI com vol. de 1% a 2% a.a.	**COTA RESGATE** D+0	**PAGAMENTO RESGATE** D+1 dia útil da conversão de cotas	**TAXA DE SAÍDA** Não possui	**APLICAÇÃO INICIAL** Sujeito às regras do distribuidor.

1. Trata-se da taxa de administração considerando as taxas dos fundos da estrutura.
2. Trata-se da taxa de performance considerando todos os fundos da estrutura.



Este material de divulgação foi elaborado pela Kinea (Kinea Investimentos Ltda e Kinea Private Equity Investimentos S.A.), empresa do Grupo Itaú Unibanco. A Kinea não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimentos. Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM (Serviço de atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br). Os fundos de condomínio aberto e não destinados a investidores qualificados possuem lâminas de informações essenciais. Não há garantia de tratamento tributário de longo prazo para os fundos que informam buscar este tratamento no regulamento. Leia o regulamento e demais documentos legais do fundo antes de investir. Estes documentos podem ser consultados no site da CVM em (www.cvm.gov.br) ou no site dos respectivos Administradores dos fundos. Fundos com menos de 6 meses de histórico não podem ter sua rentabilidade exibida. É recomendada para a avaliação de performance dos fundos de investimento, a análise de, no mínimo, 12 meses. Os Fundos de Investimento da Kinea podem apresentar um alto grau de volatilidade e risco. A rentabilidade passada não garante a rentabilidade futura. Fundos de investimento não são garantidos pela Instituição Administradora, ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos. Alguns fundos informam no regulamento que utilizam estratégias com derivativos como parte de sua política de investimento, que da forma que são adotadas, podem resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas superiores ao capital aplicado, obrigando o cotista a aportar recursos adicionais para cobertura do fundo. Os Fundos de Investimento em Participações (FIP) são condomínios fechados em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo. Esta modalidade concentra a carteira em poucos ativos de baixa liquidez, o que pode resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas que podem superar o capital aplicado, acarretando a obrigatoriedade de o cotista aportar recursos adicionais para cobertura do fundo no caso de resultado negativo. Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) são condomínios fechados em que as cotas não são resgatáveis onde os cotistas podem ter dificuldade em alienar suas cotas no mercado secundário. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são condomínios abertos ou fechados, sendo que: (i) quando condomínios abertos, o resgate das cotas está condicionado à disponibilidade de caixa do fundo; e (ii) quando condomínios fechados, em que as cotas não são resgatáveis, os cotistas podem ter dificuldade em alienar suas cotas no mercado secundário. Os Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) seguem a Res. CVM 175. Os fundos da Kinea não são registrados nos Estados Unidos da América sob o Investment Company Act de 1940 ou sob o Securities Act de 1933. Não podem ser oferecidos ou vendidos nos Estados Unidos da América ou em qualquer um de seus territórios, possessões ou áreas sujeitas a sua jurisdição, ou a pessoas que sejam consideradas como U.S. Persons para fins da regulamentação de mercado de capitais norte-americana. As opiniões, estimativas e projeções refletem o atual julgamento do responsável pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. As projeções utilizam dados históricos e suposições, de forma que devem ser realizadas as seguintes advertências: (1) Não estão livres de erros; (2) Não é possível garantir que os cenários obtidos venham efetivamente a ocorrer; (3) Não configuram, em nenhuma hipótese, promessa ou garantia de retorno esperado nem de exposição máxima de perda; e (4) Não devem ser utilizadas para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores. Este conteúdo é informativo e não constitui nem deve ser interpretado como oferta ou solicitação de compra ou venda de valores mobiliários, instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócios específica, qualquer que seja a jurisdição. Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis. O Grupo Itaú Unibanco e a Kinea não declaram ou garantem, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo. Esse material não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Kinea. Quaisquer outras informações ou esclarecimentos sobre o Fundo poderão ser obtidos com o Administrador e o Gestor, através do e-mail: relacionamento@kinea.com.br.



Autorregulação ANBIMA

Gestão de Recursos

KINEA.COM.BR