

1ª Carta aos Investidores do Fundo AWM Selection

Sexta-feira, 2 de outubro de 2026, véspera das Eleições Presidenciais

Caros,

Em primeiro lugar, destaco que a periodicidade das cartas do fundo não será rígida, mas guiada pela necessidade de comunicar mudanças relevantes de cenário, visão de mundo ou opinião sobre contexto relevante, a exemplo de hoje, véspera das eleições gerais no país. De todo modo, não pretendo que o espaço entre elas seja superior a 12 meses e nem inferior a 3 meses.

Os primeiros dias do fundo, cuja operação se iniciou em 21 de agosto de 2026, tiveram retornos razoáveis e volatilidade controlada. Além disso, não há “apostas” eleitorais montadas. Por um lado, não guardo expectativas exuberantes para o após eleição. Por outro, muitas outras casas têm demonstrado visões eufóricas com uma eventual mudança de governo nesta eleição.

A mudança faz bem à democracia e enxergamos o Plano de Governo da oposição como mais favorável à economia do país. Porém, a prudência e os exemplos históricos da região não nos permitem montar posições com base no que nos parece ser uma expectativa demasiadamente otimista.

Antes de prosseguir, adianto 4 principais teses:

1. Estudos de caso de países sul-americanos, que tiveram troca de comando pós Pandemia, convalidam a ideia de um rally curto, com os desafios estruturais rapidamente voltando a dominar a pauta.
2. As variáveis de ajuste benigno a longo prazo, caso haja troca de poder e ajuste no Brasil, não serão o dólar e nem a bolsa, que deverão ter lua de mel curta, mas os ativos atrelados aos juros longos.
3. Durante a última grande crise doméstica (2015-2016), havia um problema econômico, mas sem grandes desafios no topo de instituições não políticas, notadamente: Suprema Corte, Polícia Federal, Ministério Público, etc. A crise atual é distinta e maior: econômica e institucional.
4. Resolver a dupla crise atual não basta. Isto só colocará o país de volta na arena, sem alterar os desafios estruturais – notadamente a estagnação da produtividade, enquanto os EUA dão um salto.

1. das eleições recentes onde a direita venceu na América do Sul: Argentina, Chile e Colômbia. Estes três países experimentaram a troca de governos de esquerda por governos conservadores desde o final da Pandemia. Notadamente, o choque maior em relação à gestão anterior pode ser atribuído a Argentina, que não por menos vivenciou o rally mais duradouro em moeda forte por ora. Porém, mesmo com todas as reformas de Milei, os mercados locais já começaram a entregar resultados medíocres em dólares. O Gráfico 1 abaixo coloca a performance das cestas MSCI de cada país desde o primeiro pregão após a vitória do candidato de direita. Em outras palavras, uma proxy da performance em dólares das bolsas de cada país.

Gráfico 1: performance em dólares após a vitória da direita.



Se assumirmos que a Argentina é o caso em que as reformas mais profundas estão sendo feitas, e que se tratava do exemplo com os valuations mais compridos (inúmeras blue chips eram negociadas a menos de 5x P/E), é razoável presumir-se que dificilmente há mais valor escondido no Brasil, no Chile ou na Colômbia do que havia na Argentina. O Brasil tem moeda estável, reservas, ausência de controle de capitais perceptível (embora IOF ensaie este papel) e a bolsa local já está sendo negociada a dois dígitos P/E. Com troca de governo, é provável que tenhamos um rally eleitoral – o que justifica certa posição em Equities locais neste momento – mas só. Com a vitória da oposição, esta posição deverá ser desfeita com cautela. Com a vitória da situação, ela deverá ser desfeita com mais rapidez. Em ambos os casos, o destino final é o mesmo: aumentar posições nas companhias e nos mercados mais dinâmicos e geradores de equity value.

Por quê? Ora, nem mesmo a Argentina conseguiu sustentar seu rally em dólares por muito mais que um ano desde as eleições. Na verdade, desde o final de 2024 o país tem apresentado retornos pífios em dólares (cerca de 3% ao ano). Dito isso, pergunta-se ao leitor: é de se esperar que uma troca de governo no Brasil resulte em mais ou menos reformas do que as observadas na Argentina? Se a resposta for menos, e dado que nossos ativos não estão tão baratos quanto estavam os dos nossos vizinhos, não seria surpreendente observarmos uma euforia rápida como a vista no Chile.

Ainda utilizando-se da Argentina como “best case”, mesmo com o tratamento de choque, a recuperação não tem sido na velocidade necessária para evitar a fadiga e desgaste eleitoral. Como um tratamento

quimioterápico, que, embora seja necessário, causa – sim – efeitos colaterais muito indesejados, o ajuste está desgastando país. [A miséria voltou a subir, a indústria está sofrendo](#) e a [atividade econômica despencou nas últimas leituras](#). Não falo isso para criticar o tratamento, que julgo ser necessário correto, mas sim para lembrá-los que é preciso pensar na pergunta: ***até quando o eleitor vai aguentar?*** O eleitor latino-americano não parece, pelo menos com base na história recente, ter a mesma tolerância e compreensão quanto à austeridade que o anglo-saxão tem, ou pelo menos teve durante as contrações fiscais expansionistas do final do século XX, dentre as quais se destacam os casos do Reino Unido e da Irlanda.

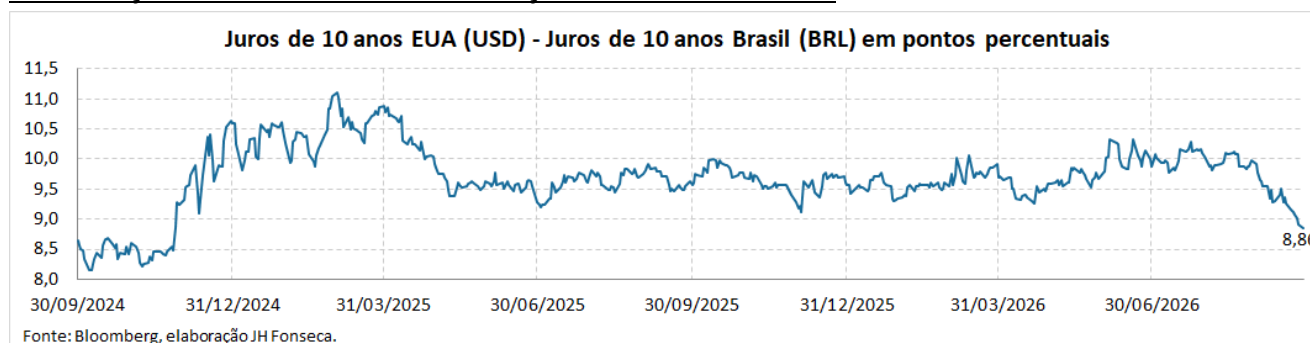
Não obstante, sintomas de desespero político e recidiva populista começam a emergir no continente. Por exemplo: depois de um trimestre se [atividade econômica “horrível”](#), o presidente chileno José Antonio [Kast anunciou um programa de gastos públicos de até US\\$1,3 bilhão para tentar estimular a economia](#).

É preciso dizer a verdade: ajustar as contas públicas não é legal, não é popular. Não estamos falando de tomar um antibiótico na forma de xarope docinho e sem efeitos colaterais. É quimioterapia. Dói, e dói muito. O paciente brasileiro vai aguentar o tratamento de choque, ou o mais provável é que os políticos locais diluam com muita água e açúcar o amargor do remédio – criando o risco, inclusive, de ele perder sua eficácia?

2. das variáveis de ajuste:

2.1. em caso de vitória da oposição: paradoxalmente, quanto maior o ajuste fiscal, mais o câmbio deve perder um de seus importantes sustentadores, que é o diferencial elevado da taxa de juros. Por sinal, conforme o Gráfico 2 abaixo, o diferencial tem sofrido dos dois lados, isto é: não apenas os juros brasileiros estão caindo, como os americanos estão subindo – o que torna ainda mais desafiador o cenário monetário.

Gráfico 2: juros de 10 anos em USD menos juros de 10 anos em BRL.



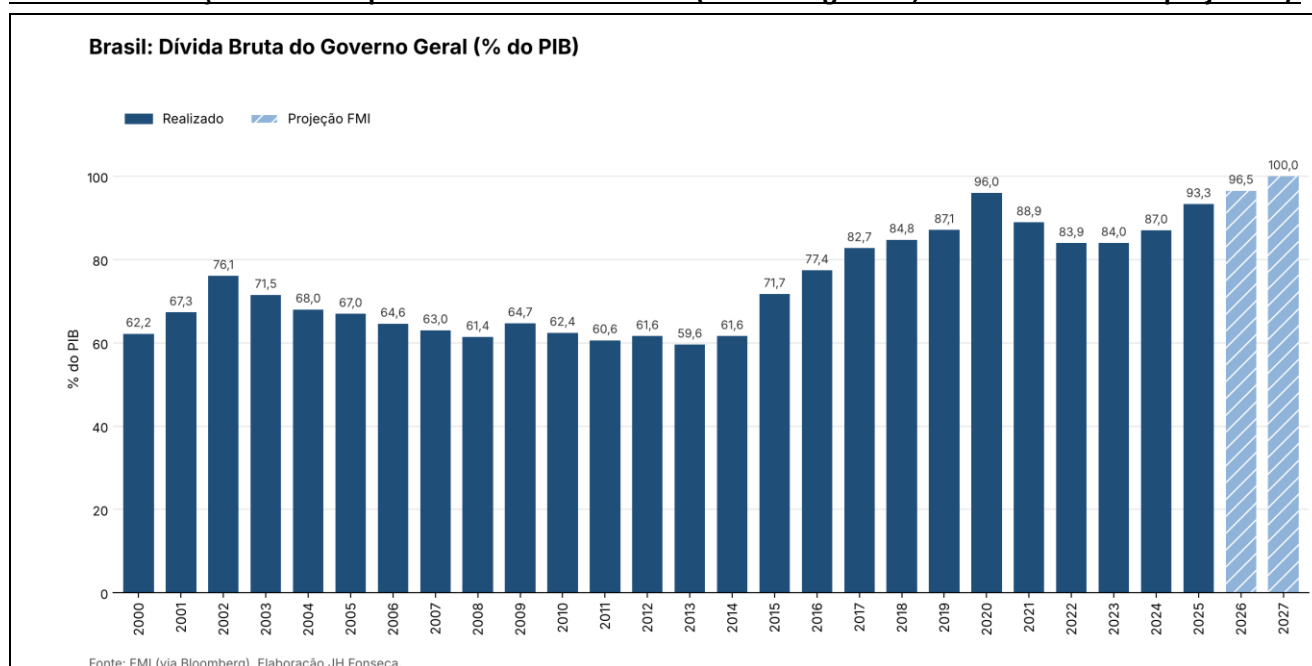
Obviamente, ter um diferencial de juros alto é um “motivo ruim” para o fortalecimento da moeda e cria um cenário desafiador para os empresários brasileiros: juros elevadíssimos, produtos locais caros e pouco competitivos. Assim, não será má notícia a reversão desta combinação para uma de juros baixos e câmbio sustentado em patamar mais elevado. Pelo contrário, trata-se de um “motivo bom” para um dólar mais caro.

Um ajuste fiscal bem-feito também significará retração importante na demanda doméstica, pressões recessivas e deflacionárias, à exemplo do observado em Chile e Argentina, e maior espaço para uma queda não apenas na SELIC, os juros curtos, mas também nos vértices mais longos. Com efeito, títulos longos com componentes pré-fixados devem se beneficiar de uma queda nas curvas de juros.

Não obstante, o ajuste também significará uma demora na recuperação dos lucros por ação das companhias locais, especialmente as focadas no mercado doméstico. Com efeito, caso haja troca de governo, esperamos uma subida dos preços dos ativos mais atrelada a uma mudança no patamar de múltiplos, expansão do P/E (preço / lucro) médio das empresas da bolsa, e não a um aumento do lucro médio propriamente dito.

2.2. em caso de vitória da situação: termo “dominância fiscal” deve voltar ao cardápio, uma vez que [o endividamento público já ronda os 100% do PIB, utilizando-se a metodologia padrão do FMI](#), e não do BC. Não há mais espaço para se continuar segurando as pressões inflacionárias apenas com remédio monetário, isto é, juros. Assim, déficit nominal ganhará relevância crescente na dinâmica do aumento da dívida pública.

Gráfico 3: evolução da dívida pública bruta em % do PIB (metodologia FMI, sendo 2027 o dado projetado).



Bolsa deve sofrer no curto prazo, inclusive em reais. Porém, no longo, é mais certo que haja perdas consistentes em dólares. Afinal, em reais, haverá incógnita sobre o quão desastroso fiscalmente será um novo governo petista. Quanto maior o rombo, maior a destruição da moeda. Quanto maior a destruição da moeda, mais as chances de investidores buscarem abrigo em quaisquer ativos associados à economia real – inclusive bolsa. Seria, porém, uma alta sem ganhos reais – mais bem traduzidos por uma queda em moeda forte. Desta forma, acompanhar índices dolarizados, como o MSCI Brasil (Ticker: EWZ), serão de maior utilidade.

Para nossos investidores, isso significa desinvestir mais rápido do Brasil do que no cenário anterior. Ora, não só não será racional esperar reformas, como é provável que propostas hostis ao mercado ganhem publicidade. Em outras palavras, estamos falando de opções já debatidas e citadas por integrantes do partido do atual presidente, tais como, à título de exemplo: [controle de capitais](#) e [taxação de fortunas](#) (do estoque, e não da renda). O [experimento malsucedido do IOF de 3,5% em 2024 é um sintoma disto](#).

3. da crise dupla, institucional e econômica: fiscal não explica tudo e não pretendo me delongar neste tema, que já é bem explorado pela mídia especializada. Porém, como os constantes déficits primários da Polônia servem de evidência, é possível ter aumentos de produtividade e PIB per capita constantes, apesar de contas públicas estouradas. Parafraseando e adaptando uma frase de Sigmund Freud sobre a importância do sexo nas relações: “quando o institucional vai bem ele não significa nada, mas quando vai mal ele significa tudo”.

As instituições brasileiras vão mal. Nos últimos anos, investidores locais e internacionais sofreram inúmeros baques vindos desta fonte. Exemplos: (1) [contas da Starlink bloqueadas por uma discussão envolvendo outra empresa](#), o X, com a suprema corte; (2) [STF impondo multa bilionária ao Netflix](#); (3) aprovação da tributação do ganho não realizado em empresas offshore através da lei 14.754/2023, [agora judicializada](#); (4) [criação abrupta de um novo imposto de renda mínimo para pessoa física](#), que na prática funciona como imposto de dividendos, e que não respeita princípios da isonomia e proporcionalidade; (5) desidratação gradual de microreformas, como evidenciam as [derrubadas de partes da Reforma Trabalhista no judiciário](#); (6) [destruição na canetada de um setor inteiro, bets](#), mesmo após regulamentação favorável e pagamento de outorgas por grupos empresariais, (7) percepção cada vez maior pelo empresariado que as decisões no judiciário são pautadas por interesses políticos e pessoais, e não pelo respeito aos contratos e à constituição.

Problemas institucionais são como areia na engrenagem da economia, enquanto instituições confiáveis servem de lubrificante. Douglass North ganhou o Prêmio Nobel de Economia ao explorar isto, de forma que me sinto na obrigação de citar nesta carta algumas partes relevantes de alguns de seus artigos mais famosos, começando com um alerta para todos os brasileiros que guardam esperanças de que – com o tempo – as coisas irão se resolver quase que de forma natural, como se o progresso fosse algo inevitável:

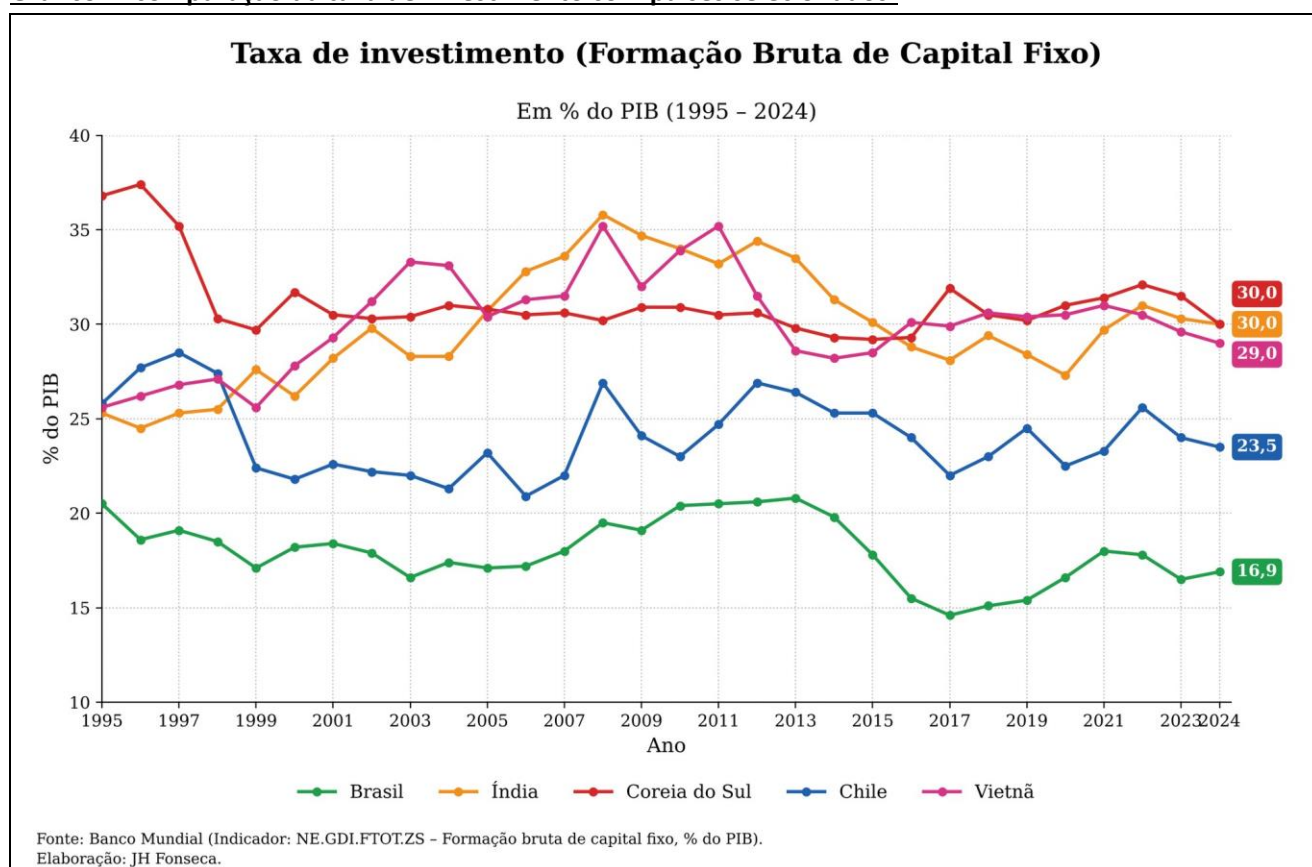
“[...] a história econômica é, em grande parte, a história de economias que fracassaram em produzir um conjunto de regras econômicas — com mecanismos de execução — capazes de induzir um crescimento econômico sustentado. A questão central da história econômica e do desenvolvimento econômico é explicar a evolução das instituições políticas e econômicas que criam um ambiente econômico capaz de promover aumentos de produtividade” — NORTH, Douglass C. “Institutions”. Journal of Economic Perspectives, v. 5, n. 1, Winter 1991, p. 97–112, tradução livre.

O fracasso institucional é a regra, e não a exceção. Na verdade, sociedades de baixa confiança e com aspectos quase que tribais como a brasileira tendem a impedir o aperfeiçoamento institucional. Elites locais atuam

como tribos desesperadas para manter poder, riqueza e influência. Como dito por North sobre arranjos institucionais ineficientes, aqui o que é julgado pelos tribunais são as pessoas, e não os atos.

As taxas de investimento brasileiras são cronicamente baixas, conforme o Gráfico 4 abaixo demonstra. Não subiram de forma relevante nem com governos de esquerda, nem de centro e nem de direita. Nem com superávit primário e nem com déficit primário e maior investimento público. Entendo as preocupações com o fiscal, mas a obsessão com esta pauta parece ter feito com que a mídia especializada em economia e alguns colegas gestores não se perguntassem sequer se poderiam haver problemas concomitantes.

Gráfico 4: comparação da taxa de investimento com países selecionados.



Instituições ineficientes criam instabilidades de regras, assimetrias de informações e – com efeito – desincentivam que os capitalistas engajem em atividade produtiva. Enquanto, por exemplo, o preço dos combustíveis ou os impostos representam custos mensuráveis, o custo institucional é uma componente de incerteza. Qual será o custo de se tornar alvo político do judiciário? R\$1 milhão? R\$1 bilhão? R\$10 bilhões? Ou pior ainda: haverá perda de direitos econômicos, como bloqueio de recursos, ou até de direitos fundamentais, como a apreensão de passaportes? Um empresário amigo de juízes terá desfecho mais favorável que outro, desconhecido ou desafeto da corte? Essas perguntas evidenciam como a variável custo ganha aspecto de imprevisibilidade cada vez maior, conforme as instituições se deterioram.

“As instituições afetam o desempenho da economia por meio de seus efeitos sobre os custos de troca e de produção. Juntamente com a tecnologia empregada, elas determinam os custos de transação e de transformação (produção) que compõem os custos totais” — NORTH, Douglass C. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge University Press, 1990, tradução livre.

Não acredito que resolver apenas o fiscal será suficiente para elevar as taxas de investimento no país e nem para produzir um aumento consistente da produtividade. Caso haja a alternância de poder, será igualmente importante monitorar a capacidade de o novo governo endereçar a deterioração institucional. Sem alternância, o cenário mais provável é o de corrosão cada vez maior.

4. dos desafios estruturais que permanecem: a estagnação da produtividade não começou no atual governo e não se encerrará apenas trocando-o. Trata-se de um problema crônico, que ganha contornos ainda mais dramáticos quando a maior potência do planeta começa a experimentar a um verdadeiro [“milagre da produtividade”, como caracterizado pela The Economist](#). Em outras palavras, andar a 50 km/h já é ruim quando os líderes vão a 80 km/h, mas fica terrivelmente pior quando eles passam a andar a 160 km/h.

Ademais, como ressaltai em [matéria para o jornal Valor Econômico no dia 30 de agosto deste ano](#), o salto de produtividade da nova revolução tecnológica vem acompanhado de uma demanda por dois elementos decisivos: (1) modelos de IA e (2) capacidade de processamento.

“Se não processarmos dados aqui, teremos que importar processamento de fora. Este seria o pior cenário possível: importar não apenas a propriedade intelectual e a IA, mas inclusive o mero processamento dos dados” — FONSECA, João H., em entrevista para o jornal Valor Econômico no dia 30 de agosto de 2026.

O déficit da conta de serviços deve aumentar, mas não sabemos se “apenas” muito ou se exponencialmente. Também pairam incertezas sobre a disponibilidade de modelos para países periféricos. [Medidas de restrição ao acesso dos modelos mais avançados estão se tornando comum nos EUA, como o recente caso do Mythos da Anthropic](#), e poderão criar duas castas de países: (1) os com acesso à fronteira e vantagem competitiva estrutural; e (2) os que utilizarão modelos de inferiores para se manter minimamente no jogo. Para piorar, o Brasil tem se esforçado para criar um ambiente hostil e espantar as grandes empresas de tecnologia. Cito à título de exemplo: a [investida do judiciário contra as big techs](#); o [projeto de lei 2338/2023 que tenta regular IA e abre espaço para discussão de royalties](#); a multa bilionária da Netflix e o bloqueio das contas da Starlink (estes dois já mencionados anteriormente nesta carta).

O desafio de embarcar no trem da IA é apenas mais um que se soma à pilha de questões brasileiras. Não pretendo me delongar, mas gostaria de citar 8 itens, que não compõem nem perto da lista toda:

- i. Reforma do IRPJ e da CSLL, com redução relevante da alíquota antes de dividendos (ex: Polônia, que reduziu sua alíquota máxima de 40% para 19% entre 1996 e 2003).
- ii. Qualificar de gerações inteiras analfabetas funcionais, que caminham para se tornar inúteis.
- iii. Reformar incentivos tributários (ex: faz sentido termos uma das maiores cargas corporativas do planeta, ao passo que temos isenção de impostos para certos tipos de renda passiva?).
- iv. Padronizar a legislação tributária (ex: revogar lei do IRPFM e criar um imposto de dividendos que tenha esse nome e funcione como tal, após derrubar o IRPJ) para facilitar acordos de bitributação, dentre os quais se destaca a ausência de acordo com os EUA.
- v. Incluir o país na cadeia da IA, sejamos menos dependentes do processamento de dados.
- vi. Combater a corrupção e a insegurança jurídica, medindo nossa performance através de ranking independente. Exemplo: [ranking da Transparência Internacional](#).
- vii. Eliminar das exceções da Reforma Tributária e derrubada da alíquota padrão: a reforma da reforma.
- viii. Reformar as leis que tratam das recuperações judiciais e falência, facilitando a morte das empresas e evitando que “grupos zumbis” sirvam de empecilho à inovação de setores inteiros.

A pergunta final para o leitor é: ***ainda que o fiscal estivesse tão ruim quanto está hoje, o crescimento econômico e a produtividade estariam tão ruins quanto hoje se os itens acima tivessem sido endereçados?***

Por fim, o fundo se mantém cauteloso com o Brasil. Trata-se de um fundo de ações, que busca valor em empresas de alta qualidade em mercados com instituições funcionais e indutoras de crescimento econômico. Não há qualquer desejo de se capturar ganhos especulativos ou de se acertar o timing de um rallys eleitoral.

Nossas posições arredondadas neste dia 2 de outubro de 2026 refletem o dito: **31% em caixa e 69% em ações** (sendo as empresas localizadas 49% EUA, 46% Brasil, 3% Índia, 1% Austrália e 1% Suíça).

RENTABILIDADE	
Ativo	Desde o Início*
Fundo	2,78%
CDI	1,45%
IBOV	8,95%
% CDI	192%
% IBOV	31%

*início no dia 21/08/2026.

RISCO	
Nível de Risco (Volatilidade) 2026	Maior Drawdown 2026
~4%	-0,6%
~0%	0,0%
~18%	-16,3%

Att.,

João Henrique da Fonseca (JH Fonseca)

