

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

Perspectivas 2026

Potencial e Pressão

Investimentos na nova era da IA,
fragmentação e inflação



As opiniões expressas neste documento baseiam-se nas condições atuais, estão sujeitas a alterações e podem diferir das opiniões de outros afiliados e funcionários do J.P. Morgan Chase & Co. As visões e estratégias podem não ser apropriadas para todos os investidores. Os investidores devem conversar com seus representantes financeiros antes de se envolverem em qualquer produto ou estratégia de investimento. Este material não deve ser considerado como pesquisa ou como um relatório de pesquisa do J.P. Morgan. **As perspectivas e o desempenho passado não são indicadores confiáveis de resultados futuros.** Leia o status regulatório adicional, as divulgações, as isenções de responsabilidade, os riscos e outras informações importantes no final deste material.

PRODUTOS DE INVESTIMENTO: • NÃO SÃO SEGURADOS PELA FDIC • SEM GARANTIA BANCÁRIA • PODEM PERDER VALOR

Prefácio

O ano de 2025 foi um período de transição. Vimos a posse de um novo presidente nos EUA, a retomada do ciclo de redução das taxas de juros pelo Federal Reserve e a contínua solidez dos mercados globais.

Observamos essas transições sob a perspectivas de um banco privado verdadeiramente global, com clientes em mais de 150 países. Nossa experiência local, aliada à nossa rede e visão global, orienta a forma como gerenciamos um ambiente de investimento cada vez mais complexo.

Com foco no futuro, destacamos três forças fundamentais que deverão moldar o ano de 2026: o avanço da inteligência artificial, a fragmentação global e as incertezas relacionadas à inflação. Nossas Perspectivas 2026 analisam como a IA está transformando nosso modo de trabalhar, investir e pensar. A inovação traz entusiasmo, mas também exige cautela diante do risco de excesso de otimismo. A fragmentação, caracterizada pela divisão em blocos concorrentes e cadeias de suprimentos disputadas, está revolucionando a ordem mundial e requer maior atenção à resiliência e à segurança. A inflação já não segue os padrões anteriores. Espera-se que supere as metas dos bancos centrais, e o aumento da volatilidade demanda uma nova postura dos investidores.

O cenário para 2026 é favorável ao investimento. O ciclo de redução das taxas de juros nos EUA deve impulsionar a retomada do crescimento global e sustentar o dinamismo dos mercados de ativos em geral. Projetamos retornos sólidos para portfólios multiativos no próximo ano, mesmo após o desempenho expressivo das ações em 2025. Contudo, o pessimismo e a cautela em relação à recuperação do mercado persistem, e muitos clientes mantêm níveis de liquidez superiores aos observados antes da pandemia.

As transições em curso trazem desafios e oportunidades. Buscamos construir portfólios resilientes, fundamentados em pesquisa aprofundada e beneficiados pelo poder do nosso acesso global. Recomenda-se revisar o plano patrimonial para garantir que reflita seus objetivos e sua tolerância ao risco. Estamos à disposição.

Independentemente das condições de mercado, seguiremos juntos nessa trajetória. Temos orgulho em ser seu parceiro financeiro e esperamos recebê-lo em nossa nova sede global, localizada no número 270 da Park Avenue, em Nova York.

Agradecemos pela confiança depositada no J.P. Morgan.



David Frame
CEO, Global Private Bank



Adam Tejpaul
CEO, International Private Bank



Martin Marron
CEO, Wealth Management Solutions

Principais conclusões

1

Posicione-se para a revolução da IA

A tecnologia é transformadora.

Aproveite as oportunidades, evitando os riscos do excesso de otimismo.

2

Pense em fragmentação, não em globalização

A nova economia prioriza a resiliência em detrimento da eficiência.

Identifique oportunidades no ponto de convergência entre segurança, energia e cadeias de suprimentos.

3

Prepare-se para a mudança estrutural da inflação

A inflação está mais elevada e se tornando mais volátil.

Planeje para preservar o poder de compra e diversifique em ativos reais.

4

Descubra o potencial dos mercados privados

A seleção e o acesso aos gestores são especialmente importantes neste cenário.

Encontre o parceiro adequado.

Sumário

Parte 1

Posicione-se para a
revolução da IA

- ◇ Como saberemos se o avanço está prestes a se transformar em colapso?
- ◇ IA e rotatividade no mercado de trabalho: empregos tradicionais desaparecendo, empregos novos surgindo
- ◇ Quais são os possíveis limites para a expansão da IA?
- ◇ Elaboração de uma estratégia em quatro partes para agregar valor
- ◇ Investidores privados, inovadores em IA no capital de risco e nos fundos de *private equity*

Parte 2

Pense em fragmentação,
não em globalização

- ◇ Comércio internacional: da origem mais barata às regras de origem
- ◇ China: influência externa, inovação interna
- ◇ Defesa europeia: do dividendo da paz ao investimento em conflitos
- ◇ América do Sul: fornecedora do que o mundo necessita
- ◇ Energia: restrição fundamental da revolução da IA
- ◇ O dólar e alternativas de reservas de valor

Parte 3

Prepare-se para a
mudança estrutural
da inflação

- ◇ O equilíbrio da renda fixa
- ◇ Fatores estruturais da inflação
- ◇ Os riscos sutis do aumento da dívida soberana
- ◇ Escassez no mercado imobiliário dos Estados Unidos



Introdução



Por vezes, interpretar o cenário de investimentos é uma tarefa desafiadora. Nas *Perspectivas* de anos anteriores, enfrentamos debates complexos e dados ambíguos. O panorama parecia incerto e desfocado.

Este ano, a situação é distinta.

A era da inflação baixa e da globalização contínua chegou ao fim. Em seu lugar, três forças poderosas e interconectadas estão definindo uma nova era de mercado: inteligência artificial (IA), fragmentação global e inflação. Juntas, representam um grande desafio: como investir em um mundo onde o potencial de crescimento da produtividade impulsionada pela IA se confronta com a pressão de uma inflação mais persistente e volátil, além de uma ordem mundial fragmentada?

A IA, a fragmentação e a inflação irão se manifestar de formas que, neste momento, só podemos especular.

Inteligência artificial

A IA poderá reduzir o custo da especialização a níveis próximos de zero – uma transformação tão profunda quanto a ascensão da computação. Essa tecnologia pode elevar a produtividade e gerar margens de lucro corporativas mais robustas, mas também pode causar uma significativa disrupção no mercado de trabalho e fomentar uma bolha de mercado. Como aproveitar as vantagens dessa transformação, evitando os riscos da obsolescência tecnológica e do entusiasmo excessivo?

Ao longo do próximo ano, fundamentos econômicos sólidos deverão facilitar o caminho para os investidores. Um ciclo de redução das taxas de juros pelo Federal Reserve (Fed), aliado à menor incerteza em relação à política econômica, tende a favorecer a retomada do crescimento global. As taxas de juros de curto prazo mais baixas nos Estados Unidos podem impulsionar ativos de risco, como ações globais e crédito. Entre outros fatores, uma perspectiva de crescimento estável provavelmente manterá os rendimentos dos títulos de longo prazo dentro de uma faixa estreita. Em resumo, esperamos mais um ano positivo para portfólios multiativos.

Fragmentação

A ordem global está se fragmentando em blocos concorrentes, cadeias de suprimentos disputadas e alianças frágeis. O acesso a recursos naturais e energia tornou-se prioridade estratégica. À medida que essas dinâmicas redirecionam os fluxos comerciais e de capital, surgem perspectivas relevantes para ganhos e perdas de investimento. Quais regiões e setores estão preparados para se destacar quando a busca por eficiência é substituída pela demanda por resiliência e segurança?

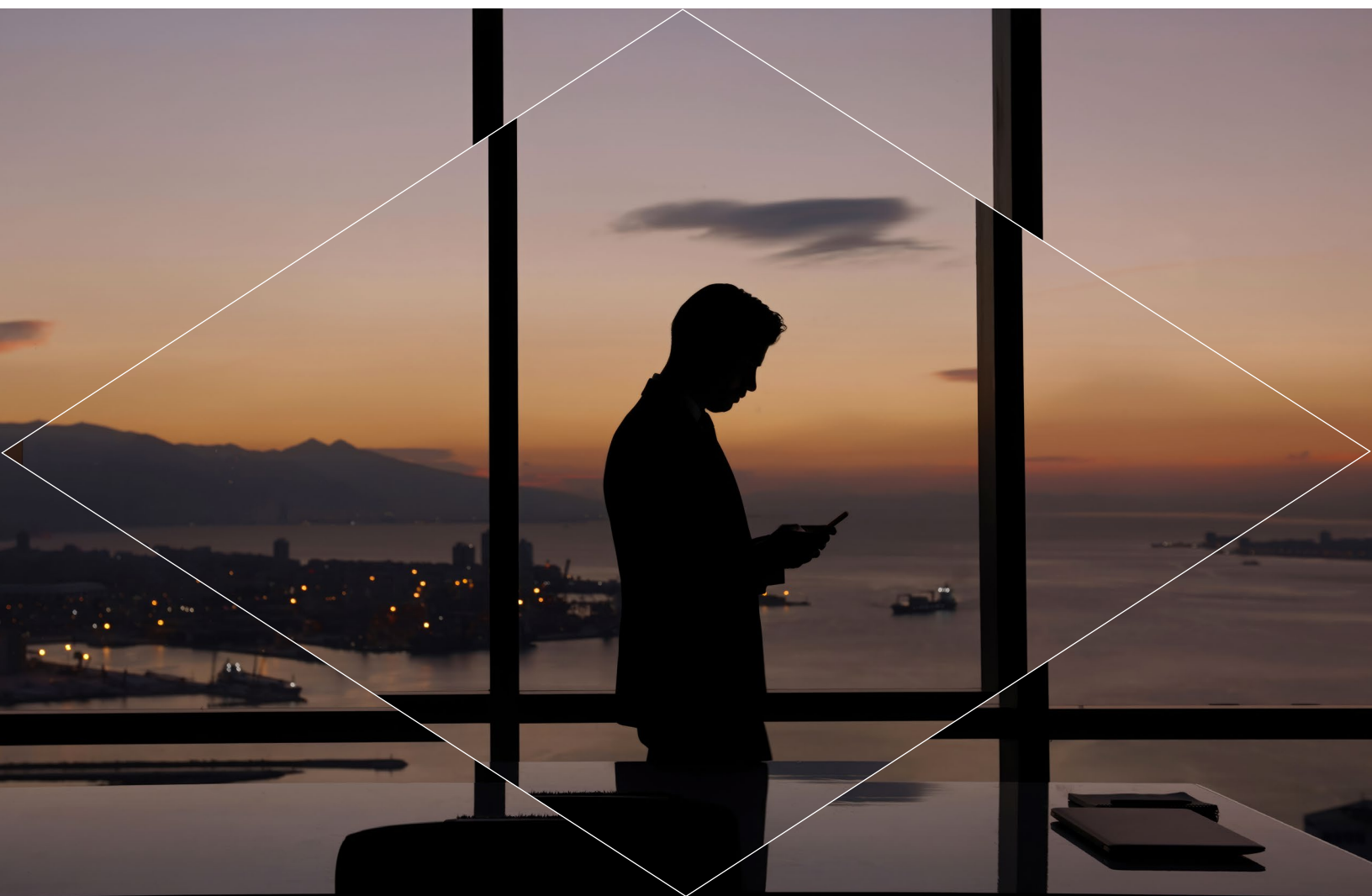
No entanto, essa perspectiva construtiva não deve obscurecer o potencial e as pressões presentes nessa nova era. Os investidores necessitam de uma nova estratégia: uma abordagem que combine determinação e agilidade, aproveitando as mudanças estruturais para criar oportunidades. Neste artigo, analisamos o poder e o potencial das três forças que impulsionam os mercados, as implicações para as classes de ativos e as estratégias que podem contribuir para o alcance dos objetivos financeiros de sua família.

Inflação

A inflação é uma variável central na construção de portfólios e passa por uma mudança estrutural que a torna um risco ainda maior para o patrimônio. Acreditamos que a inflação será mais volátil do que antes da pandemia e mais suscetível a choques ascendentes. Isso decorre de diversos fatores, incluindo a psicologia corporativa e do consumidor, déficits fiscais persistentes e elevado patrimônio das famílias. Seu plano está orientado para preservar o poder de compra e reduzir a fragilidade do portfólio de investimentos?

Parte 1

Posicione-se para a revolução da IA





Desde o lançamento do ChatGPT pela OpenAI, no final de 2022, os investidores têm se mostrado fascinados pela potencial da IA. Três anos depois, a tecnologia continua avançando. Acreditamos que essa inovação revolucionará os mercados de trabalho e impulsionará a produtividade global, agregando valor tanto nos mercados públicos quanto privados. As ações de tecnologia seguem impulsionando os ganhos do mercado, mas não identificamos sinais de uma bolha iminente.

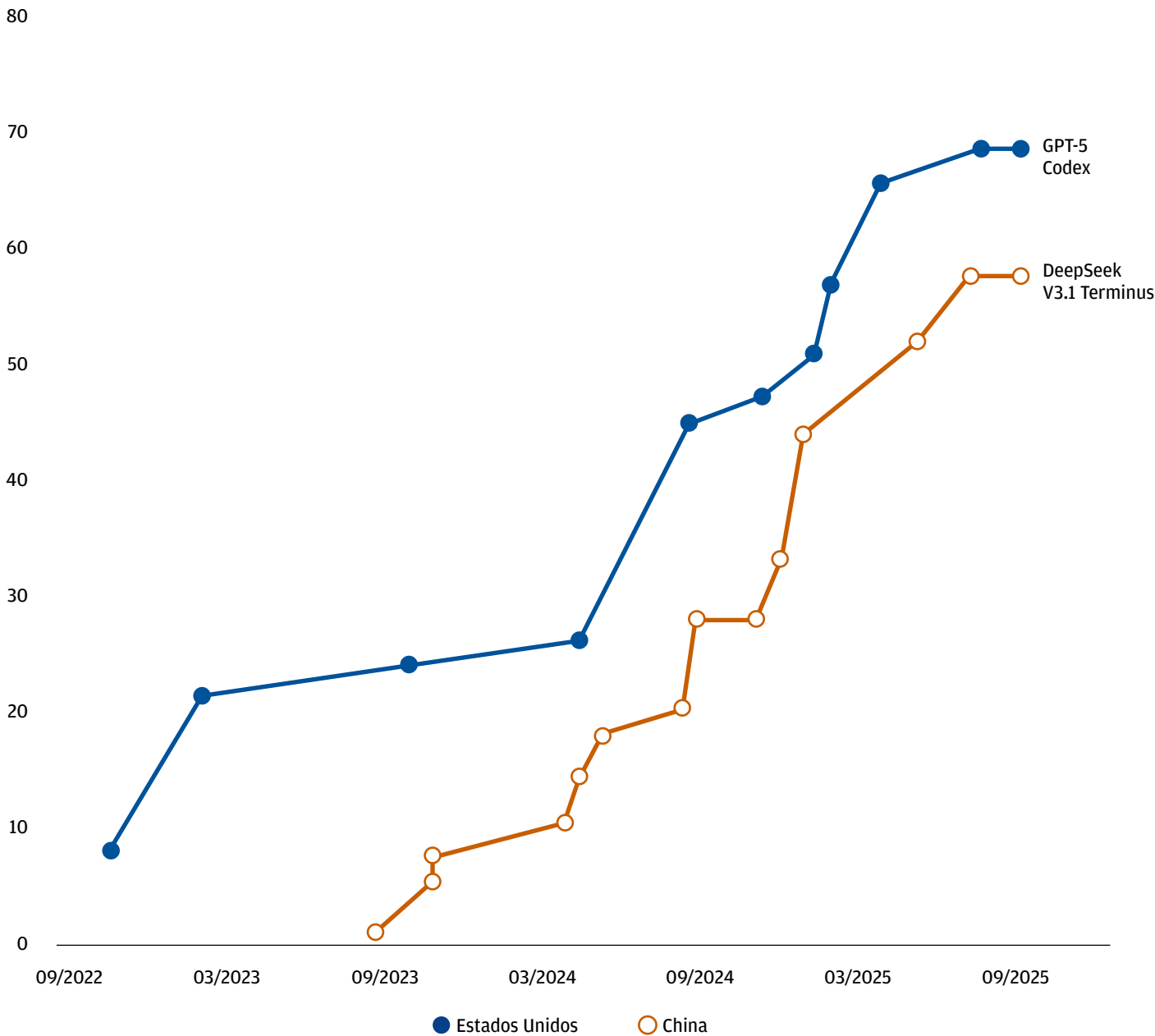
No centro da história da inteligência está a IA generativa.¹ As capacidades se expandiram rapidamente e os custos diminuíram. Os modelos apresentam menos distorções, lidam com janelas contextuais mais extensas e demonstram um raciocínio mais sofisticado. Embora os avanços em diversos aspectos tenham desacelerado recentemente, o progresso em modelos de agentes de ponta é encorajador. Algumas estimativas indicam que esses modelos poderão atingir o desempenho humano até o primeiro semestre de 2026.²

1 De modo geral, a IA generativa e os grandes modelos de linguagem (LLMs) são programas de computador capazes de aprender e gerar texto, imagens, áudio, código de software ou outras mídias, utilizando arquiteturas treinadas em grandes conjuntos de dados. O ChatGPT da OpenAI e o Claude da Anthropic são exemplos de LLMs.

2 Segundo Mark Newman, analista de tecnologia da Bernstein: “Por exemplo, extrapolando a partir da referência de tarefas de agente do OSWorld, os modelos de ponta estão melhorando em 37 pontos percentuais por ano, o que implicaria desempenho humano em maio de 2026 (para fins de comparação, os principais modelos atuais estão em torno de 44%, as principais estruturas de agente estão em 61% e a referência humana é de 72%).”

EMBORA O DESEMPENHO DOS MODELOS DE IA TENHA ESTAGNADO RECENTEMENTE, O PRÓXIMO GRANDE AVANÇO PODE VIR DA IA AGÊNTICA

Índice de inteligência de modelos de IA de fronteira



Fonte: Artificial Analysis. Dados até 3 de outubro de 2025. Observação: o Artificial Analysis Intelligence Index v3.0 incorpora 10 avaliações: MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity’s Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard, τ^2 -Bench Telecom.

Esse avanço tecnológico impulsionou um aumento expressivo nos investimentos em infraestrutura. As grandes empresas de tecnologia dos Estados Unidos triplicaram os gastos anuais de capital (capex), passando de US\$150 bilhões em 2023 para o que pode ultrapassar US\$500 bilhões em 2026. Os gastos das empresas líderes (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle e Nvidia) representam atualmente quase 25% do capex total do mercado americano.³ O investimento relacionado à IA contribuiu mais para o crescimento do PIB dos EUA do que o consumo em 2025.⁴

O impulso de crescimento proveniente dos gastos com IA será uma fonte relevante de ganhos do PIB em 2026. Estimamos que apenas a OpenAI anunciou planos para construir data centers com mais de 25 gigawatts (GW) de capacidade. Como cada GW exige um investimento de aproximadamente US\$50 bilhões, a OpenAI projeta um investimento total superior a US\$1 trilhão nos próximos anos.⁵ Sob qualquer perspectiva, trata-se de uma quantia significativa.

Quanto é demais? Atualmente, o investimento em IA representa cerca de 1% do PIB. Em ciclos anteriores de investimento em tecnologia de uso geral (como eletricidade, ferrovias e comunicações), o investimento atingiu picos entre 2% a 5% do PIB.⁶ Por mais impressionante que seja o boom de investimentos em IA, o histórico sugere que ainda há espaço para crescimento.

Iniciativas soberanas, como o projeto Stargate dos EUA, avaliado em US\$500 bilhões, e o programa InvestAI da Europa, avaliado em €200 bilhões, além de esforços similares no Reino Unido, Arábia Saudita e Coreia do Sul, estão acelerando globalmente o desenvolvimento da IA. Políticas chinesas incentivam bancos e governos locais a direcionar recursos para tecnologia e inovação em IA, e pesquisadores chineses detiveram 40% das citações globais em IA em 2024, quatro vezes mais do que os Estados Unidos ou a União Europeia (UE).⁷

A adoção da IA está se expandindo por toda a economia, com os consumidores liderando esse movimento. O ChatGPT conta com mais de 700 milhões de usuários ativos mensais, que enviam 18 bilhões de mensagens por semana.⁸ As empresas avançam de forma mais gradual, mas acreditamos que a adoção continuará crescendo.

Pesquisas corporativas nos Estados Unidos indicam que a integração da IA está aumentando de forma constante; 10% das empresas relatam utilizar IA para produzir bens ou serviços. Segundo um índice alternativo de adoção de IA da Ramp, empresa de tecnologia financeira especializado em gestão de despesas corporativas, quase 45% das empresas já pagam por assinaturas de LLMs.⁹ Mais de 300 mil empresas são clientes da Anthropic.¹⁰ Os lucros dos hiperescaladores (empresas que fornecem tecnologia de computação em nuvem em larga escala) apontam para uma demanda sustentada por inferência (uso efetivo de modelos de IA).

No entanto, o protagonismo da IA nos mercados de ações, públicos e privados, tem gerado debates sobre a possibilidade de formação de uma bolha.

3 Empirical Research Partners. *The Hyperscalers: Making the Jump to Hyperspace?* 11 de agosto de 2025.

4 J.P. Morgan Asset Management. *Is AI already driving U.S. growth?* 12 de setembro de 2025.

5 Puck. *OpenAI's Fuzzy Math*. 1º de outubro de 2025.

6 Goldman Sachs. *The AI Spending Boom Is Not Too Big*. 15 de outubro de 2025.

7 Digital Science. *DeepSeek and the New Geopolitics of AI: China's ascent to research pre-eminence in AI*. 10 de julho de 2025.

8 NBER. *How People Use ChatGPT*. Setembro de 2025.

9 Ramp. *Ramp AI Index*. Setembro de 2025.

10 Anthropic. *Expanding our use of Google Cloud TPUs and Services*. 23 de outubro de 2025.



Como saberemos se o avanço está prestes a se transformar em colapso?

A questão sobre a existência de uma bolha de IA é recorrente. Atualmente cerca de 40% da capitalização de mercado do S&P 500 é diretamente impactada por percepções ou realidades relacionadas ao uso de IA, investimentos, construção de infraestrutura e ganhos de produtividade. Para o bem ou para o mal, é quase certo que a IA será o principal fator para o retorno do mercado de ações nos próximos anos. Para que possamos alocar capital em ações com tranquilidade, é fundamental termos convicção que não estamos diante de uma possível estoura de bolha.

As bolhas de mercado e econômicas seguem narrativas consistentes. A maioria delas tem início com a tese de que o mundo está passando por uma mudança de paradigma. Os defensores dessa ideia desenvolvem a capacidade de atender à demanda futura. A bolha começa a se formar, em parte, devido à disponibilidade de crédito. A deterioração dos padrões de subscrição e o aumento da alavancagem provocam uma desconexão entre os fundamentos econômicos e as avaliações de mercado. Cada vez mais investidores aderem ao movimento – até que os fundamentos prevaleçam e a bolha se desfaz.



Uma vez estabelecido um padrão para avaliar o entusiasmo irracional, é possível utilizá-lo para analisar o mercado de IA. Avaliamos o desempenho atual da IA em relação a cinco elementos-chave:

1. Mudança de paradigma

Bolhas costumam surgir da ideia de que uma nova tecnologia, tendência demográfica ou mudança política transformará profundamente o mundo. Exemplos históricos incluem o boom ferroviário na década de 1840 e o boom da internet no final da década de 1990. Essas transformações, de fato, mudaram o mundo, mas o timing é crucial. De 1843 a 1853, a extensão da malha ferroviária no Reino Unido quase quadruplicou, mas a receita ferroviária por milha permaneceu estável ou diminuiu.¹¹ Em meados de 2001, empresas de telecomunicação haviam instalado 62 milhões de quilômetros de fibra óptica, mas apenas 10% estavam em uso, e cada fibra utilizava apenas 10% dos comprimentos de onda disponíveis.¹²

Tanto o boom ferroviário quanto o da internet apresentaram capacidade ociosa significativa, não justificada pela demanda simultânea do consumidor ou pela economia de escala. A história da IA atualmente apresenta a retórica e o investimento esperados em uma mudança de paradigma. Contudo, ainda não se observa excesso de capacidade. As taxas de vacância de data centers estão níveis historicamente baixos, de 1,6%, e 75% da capacidade em construção já está pré-locada.¹³ Ao longo da cadeia de valor de computação, energia e data centers, os componentes são escassos em relação à demanda. Além disso, os resultados recentes confirmam que o uso de IA está impulsionando o crescimento da receita das maiores empresas.

2. Abundância e disponibilidade de crédito

Bolhas se expandem porque o capital barato e especulativo impulsiona os preços. No século XVII, os mercados de crédito robustos de Amsterdã alimentaram a mania das tulipas, enquanto a bolha de ativos japonesa da década de 1980 dependia de empréstimos bancários garantidos por valores de ações corporativas artificialmente inflacionados. A bolha imobiliária que precedeu a crise financeira global (CFG) foi inflada por hipotecas subprime, securitizadas em um setor interligado de “bancos paralelos”. Na década de 2010, formou-se uma bolha nas ações do setor energético, à medida que produtores de petróleo tiveram acesso a financiamento barato, viabilizado por taxas de juros próximas de zero.

A recente incursão da Oracle nos mercados de dívida sinaliza que a próxima fase do ciclo de infraestrutura de IA dependerá mais de crédito. A oferta foi cinco vezes mais subscrita do que o esperado, e acreditamos que os mercados públicos estarão dispostos a financiar as maiores empresas de tecnologia, que apresentam spreads mais estreitos do que o índice geral de grau de investimento.¹⁴ Conforme o ciclo de cortes nas taxas de juros do Fed evolui, o crédito provavelmente financiará mais investimentos em IA. Isso é viável, considerando o baixo nível de alavancagem no segmento de ações de grande capitalização e mais de US\$500 bilhões em capital disponível para crédito privado.¹⁵



3.

Aumento da alavancagem e deterioração dos padrões de subscrição

Bolhas geralmente se expandem à medida que as estruturas financeiras ampliam os ganhos e ocultam os riscos. A bolha dos Mares do Sul¹⁶ foi marcada por operações de conversão de dívida em ações; os anos que antecederam a quebra da bolsa de 1929 foram caracterizados por compras com margem. Mais recentemente, as SPACs se expandiram graças a opções de resgate e bônus de subscrição gratuitos. No setor de IA, a inovação financeira e a engenharia estão acelerando.

Entre os exemplos recentes, empresas como Lambda e CoreWeave emitiram dívidas garantidas por suas GPUs de ponta.¹⁷ A Alibaba anunciou recentemente um título conversível sem cupom para financiar investimentos em data centers. Em termos de engenharia financeira, a dívida do setor de tecnologia e a emissão de títulos lastreados em ativos relacionados a data centers e títulos lastreados em hipotecas comerciais recuperaram os níveis observados em 2020 e 2021.¹⁸ Entretanto, essas são características relativamente simples dos mercados de capitais. Caso os hiperescaladores decidam alavancar seus balanços para uma relação dívida líquida/EBITDA de 2,8 vezes (mediana para empresas com grau de investimento), isso poderia resultar em um adicional de US\$1 trilhão em capital disponível.

Pode-se argumentar que os investimentos “circulares” na cadeia de suprimentos de IA constituem um exemplo de engenharia financeira. Esses acordos, nos quais os principais participantes do setor compram e vendem entre si utilizando ações e poder computacional como moeda, certamente aumentam o risco.

Contudo, também poderiam criar um ecossistema mais simbiótico, com maior concorrência tanto por hardware quanto por software, o que poderia levar a um cenário mais equilibrado.

Buscamos sinais de deterioração dos padrões de subscrição, seja para contratos de compra de energia ou para investimentos de capital privado e de risco. Até o momento, o fluxo de caixa agregado ainda supera os investimentos em bens de capital e os dividendos das principais empresas do setor. A alavancagem tende a crescer à medida que os investimentos em IA avançam, mas atualmente os gastos são impulsionados pelo fluxo de caixa.

11 Universidade de Minnesota. *The railway mania of the 1860s and financial innovation*. 3 de março de 2024.

12 The Optical Society. *Boom, Bubble, Bust: The Fiber Optic Mania*. Outubro de 2016.

13 CBRE. *North America Data Center Trends H1 2025: AI & Hyperscaler Demand Lead to Record-Low Vacancy*. 19 de agosto de 2025.

14 Morningstar. *Why Oracle's 'jumbo' AI-fueled bond deal is so unusual*. 25 de setembro de 2025.

15 Empirical Research Partners. *Private Debt: A Game Changer?* 29 de abril de 2025.

16 Em 1720, as ações da South Sea Co. entraram em queda, parte do primeiro crash internacional do mercado de ações.

17 Unidades de processamento gráfico, um componente eletrônico.

18 Penn Mutual Asset Management. *Pricing the Infrastructure Boom: Data Center Trends in Structured Markets*. 9 de outubro de 2025.

4.

Lacuna entre avaliações e fluxos de caixa

Em toda bolha, as avaliações superam os fundamentos, os fluxos de caixa ou os casos de uso. Durante a bolha da internet, empresas abriram capital sem receita alguma. O preço das ações da Cisco aumentou 40 vezes entre 1995 e 2000, enquanto os lucros cresceram apenas 8 vezes. Hoje, vemos focos de euforia excessiva nos mercados privados. Unicórnios – empresas privadas com valor de mercado superior a US\$1 bilhão – representam hoje quase 12% do Nasdaq, uma participação próxima do pico registrado em 2021.¹⁹ Além disso, o crescimento das avaliações de startups de IA tem superado consistentemente o de empresas não relacionadas à IA em todas as séries de financiamento. Por exemplo, o aumento médio das rodadas de financiamento Série B é de 2,1 vezes para startups de IA, em comparação com 1,4 vezes para startups que não são de IA. As empresas de IA alcançam avaliações medianas 56% maiores na Série C e 230% maiores na Série D+ do que as empresas que não são de IA.²⁰

No entanto, nos mercados públicos, as empresas de IA geraram retornos inteiramente por meio do crescimento dos lucros. Nos últimos três anos, o múltiplo de preço/lucro (P/L) futuro das ações de empresas de IA negociadas em bolsa diminuiu, enquanto as estimativas de lucro por ação (LPA) mais que dobraram. Nos últimos cinco anos, o preço das ações da Nvidia aumentou 14 vezes, enquanto os lucros cresceram 20 vezes.

5.

Um ciclo de feedback impulsionado por especulação e ampla participação

Toda bolha atrai novos participantes convencidos de que a alta dos preços é uma profecia autorrealizável. Artesãos holandeses compraram bulbos de tulipa por valores muito superiores aos rendimentos anuais, e bartenders de Las Vegas revenderam casas em 2005. O desempenho recente dos IPOs sugere mais sinais de euforia. O entusiasmo está crescendo, mas precisaria atingir níveis muito mais altos antes que nos tornarmos mais cautelosos.

Ao analisarmos as evidências, fica claro que os ingredientes para a formação de uma bolha de mercado estão presentes. Dito isso, acreditamos que o risco de formação de uma bolha no futuro é maior do que o risco de estarmos no auge de uma agora.

Deixando de lado o debate sobre a bolha da IA, fica a pergunta mais importante que os investidores devem fazer: no fim das contas, quem será beneficiado por essa transição tecnológica? Infelizmente, a história não oferece um padrão claro sobre quais empresas vão, em última análise, captar o valor das transições tecnológicas.

Em alguns casos, como nas ferrovias do Reino Unido, nos cabos de fibra óptica e nas telecomunicações, as empresas pioneiras sofreram perdas dolorosas, apenas para ver novas empresas capitalizarem quando os preços dos ativos despencaram. Por outro lado, os pioneiros na transição da tecnologia da informação (por exemplo, IBM, Microsoft, Cisco e Amazon) conseguiram conquistar e manter a participação de mercado, mesmo com a entrada de outros concorrentes que capitalizaram o ecossistema que se desenvolveu. As empresas de serviços públicos de energia elétrica dos EUA mantiveram sua participação de mercado, mas as regulamentações acabaram limitando o retorno final para os investidores.

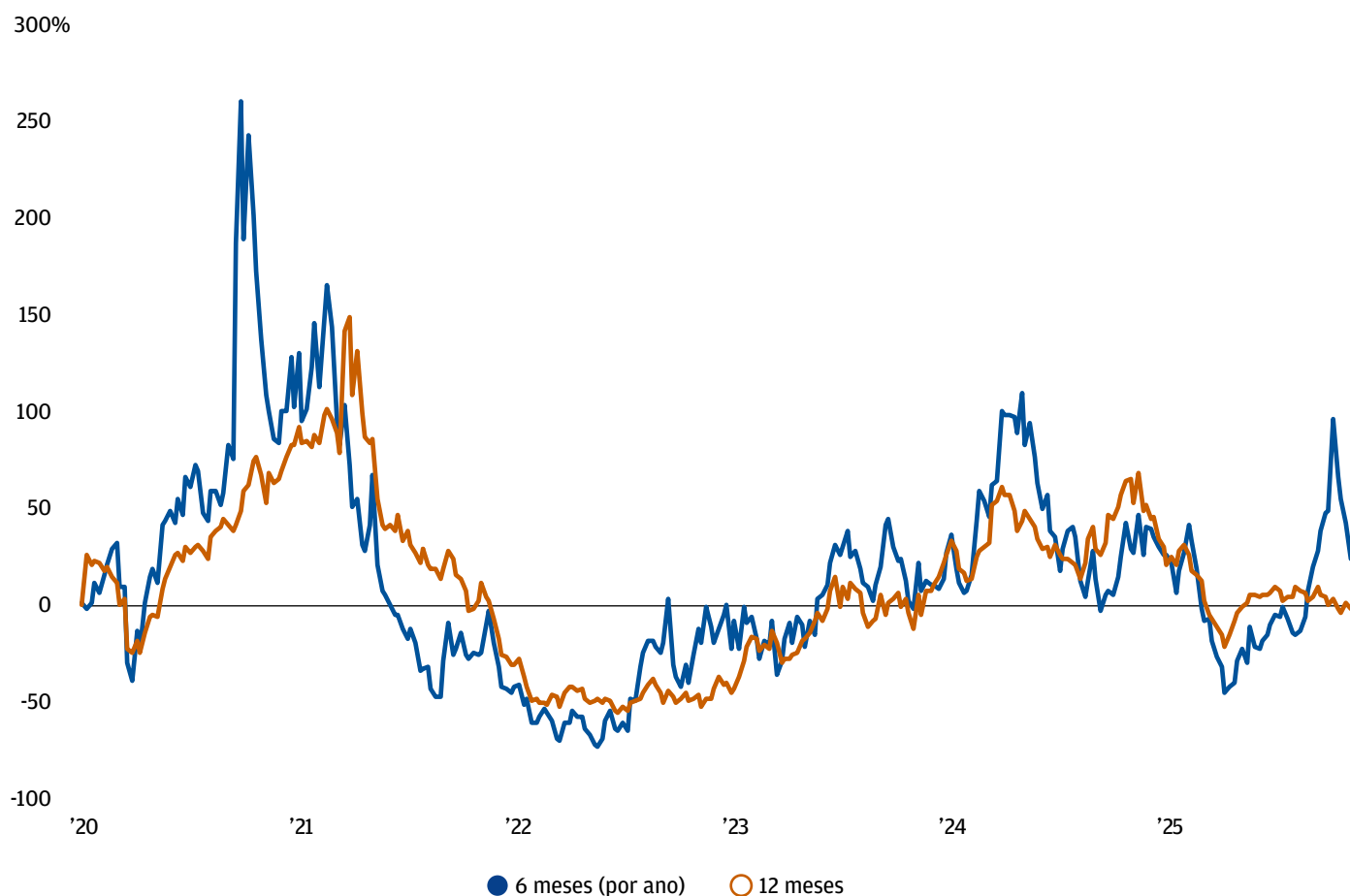
¹⁹ Coatue. Outubro de 2025.

²⁰ PitchBook. *VC Valuations and Returns Report*. 11 de agosto de 2025.

Em 2026, acreditamos que a IA trará uma disrupção notável, com consequências em toda a economia. Como discutiremos na próxima seção, a IA provavelmente terá um impacto mais visível no mercado de trabalho, e algumas empresas de “software como serviço” e outras de tecnologia existentes podem sentir mais o “impacto” da IA. Contudo, a disrupção também pode trazer enormes oportunidades. **Para nós, o maior risco é não ter acesso a essa tecnologia transformadora.**

ACOMPANHANDO O MERCADO DE IPOS EM BUSCA DE SINAIS DE EXUBERÂNCIA

Desempenho dos IPOs recentes, %



Fontes: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P. Dados até 31 de outubro de 2025.

Observação: a carteira é ajustada mensalmente pelo J.P. Morgan Investment Bank para refletir os IPOs mais recentes nos EUA.

IA e rotatividade no mercado de trabalho: empregos tradicionais desaparecendo, empregos novos surgindo

Como a tecnologia de IA pode afetar o mercado de trabalho? Essa história também está apenas começando. Cerca de 71 milhões de profissionais do conhecimento nos EUA (salário médio anual em torno de US\$85 mil) representam um mercado endereçável de aproximadamente US\$6 trilhões. Algumas estimativas sugerem que mais de 60% dos empregos em mercados desenvolvidos são vulneráveis a mudanças drásticas causadas pela tecnologia de IA.²¹ De muitas maneiras, os investidores valorizam a IA justamente porque ela tem o potencial de revolucionar o mercado de trabalho.

Embora algumas previsões alarmistas apontem para um aumento do desemprego de até 20%, a história indica um caminho menos sombrio e, em última análise, mais otimista.²² Grandes tecnologias raramente causam desemprego em massa duradouro; elas reduzem drasticamente o custo de insumos essenciais, liberam novas demandas e criam novos empregos.

O vapor deslocou tecelões e trabalhadores de canais, mas aumentou drasticamente a produção têxtil e o comércio interior. Isso gerou novos empregos nos setores de mineração, ferrovias e serviços urbanos. A computação automatizou tarefas administrativas, mas o processamento de informações mais barato permitiu que as empresas de cartões de crédito e companhias aéreas crescessem, dando origem a novas profissões (programadores, analistas financeiros) e impulsionando a produtividade em toda a economia. A mecanização da agricultura dizimou o emprego no campo, mas proporcionou alimentos mais baratos e catalisou a migração urbana.

De acordo com um estudo de economistas do MIT, mais de 60% das ocupações atuais nos Estados Unidos nem sequer existiam em 1940.²³ As novas tecnologias explicam grande parte dessa mudança. A cada transição tecnológica, a demanda agregada aumentou e a economia criou empregos que não existiam anteriormente.

Acreditamos que, no curto prazo, a IA vai aprimorar mais empregos do que automatizar ou eliminar. Basicamente, um emprego é um conjunto de tarefas distintas. Algumas tarefas serão automatizadas pela IA, enquanto outras poderão ser aprimoradas. Um otimista diria que os ganhos de produtividade provenientes da IA poderiam compensar as tendências de crescimento populacional mais fracas no mundo desenvolvido.

Para aproveitar todo o potencial da IA, as empresas precisarão reestruturar sistemas e infraestruturas de dados. São processos graduais. Pesquisas atuais sugerem que apenas uma pequena parcela dos empregos poderia ser automatizada imediatamente. Certamente, os seres humanos manterão vantagens duradouras – como o senso comum, raciocínio causal, inteligência emocional, julgamento em situações de alto risco, aprendizagem adaptável e motivação intrínseca – por algum tempo.

Observamos poucas evidências de que a IA tenha afetado o mercado de trabalho até o momento. Atualmente, as taxas de desemprego nos setores mais expostos à disrupção causada pela IA são menores do que as taxas de desemprego em setores mais protegidos. Ao mesmo tempo, tanto estimativas acadêmicas quanto relatos corporativos sugerem que a adoção da IA aumentou a produtividade do trabalho em cerca de 30%²⁴ para empresas que adotaram a tecnologia.

Os primeiros resultados promissores em relação ao aumento da produtividade são animadores, mas os investidores também precisam considerar os limites da expansão da IA.

21 FMI. *AI Will Transform the Global Economy. Let's Make Sure It Benefits Humanity*. 14 de janeiro de 2024.

22 Axios. *Behind the Curtain: A white-collar bloodbath*. 28 de maio de 2025.

23 Quarterly Journal of Economics. *New Frontiers: The Origins and Content of New Work, 1940-2018*. 15 de março de 2024.

24 Goldman Sachs *AI Adoption Tracker 2025Q3*. 8 de setembro de 2025.

Quais são os possíveis limites para a expansão da IA?

O limite mais difícil para a expansão da IA é a energia. Nos Estados Unidos, as empresas enfrentam um atraso de cinco anos para adicionar nova geração de energia à rede elétrica existente. Cerca de 70% dos mercados regionais de energia já estão sobrecarregados, e a demanda por energia deverá crescer em 662 terawatts/hora até o final da década. Isso é mais do que a geração anual de energia do Texas e da Califórnia juntas.²⁵

O crescimento acelerado da demanda vai se deparar com uma infraestrutura envelhecida: 70% das linhas de transmissão de energia têm mais de 25 anos.²⁶ O investimento em energia será ainda mais importante na medida em que os formuladores de políticas considerarem cada vez mais a IA como uma questão de segurança nacional. Por exemplo, a China iniciou recentemente a construção de um projeto hidrelétrico de US\$167 bilhões que terá uma capacidade de geração de energia maior do que a da Polônia.

Os data centers exigem energia confiável e acessível, o que torna o gás natural uma fonte fundamental para suprimento contínuo. Em parte porque a produção de uma turbina a gás natural capaz de abastecer um data center exige um prazo relativamente longo (cerca de cinco anos), acreditamos que as energias renováveis (que podem levar apenas um ano para serem produzidas) também ajudarão a alimentar os data centers nos próximos anos.

No entanto, a dependência prolongada da indústria em relação aos combustíveis fósseis provavelmente fará com que as emissões de carbono ultrapassem as previsões anteriores nos mercados desenvolvidos. Isso aumenta o risco de temperaturas globais mais elevadas e de eventos climáticos extremos mais frequentes. Essa dinâmica está criando oportunidades de investimento em commodities, principalmente em minerais críticos ligados a transição energética, geração de energia e infraestrutura.

A água (necessária para o resfriamento de data centers) está se tornando um fator importante a ser observado pelos investidores.

Ela faz parte de um contexto mais amplo em que recursos limitados e questões relacionadas à IA podem restringir a expansão de data centers. Nos Estados Unidos, a cidade de Phoenix, por exemplo, atualizou recentemente a lei de zoneamento para definir data centers como uma categoria própria, de modo que os desenvolvedores devem abordar questões de saúde e segurança antes que as licenças e a construção possam começar.²⁷ Projetos de grande visibilidade da Amazon em Tucson e do Google em Indianápolis foram cancelados em decorrência da oposição local relacionada ao uso da água e à inflação do preço da energia.²⁸

A privacidade dos dados continua sendo um desafio persistente, e as soluções de IA “inteligentes” apenas aumentam os riscos. Os órgãos reguladores ficarão atentos conforme os modelos de IA melhorarem e começarem a aparecer no mundo físico (por exemplo, veículos autônomos e robótica). **Os debates sobre escassez de recursos, privacidade e segurança provavelmente moldarão a opinião pública e as políticas referentes à IA de maneiras que podem criar e destruir valor financeiro.**

Para os investidores, acreditamos que o foco em um forte engajamento das partes interessadas e em uma governança eficaz pode ajudar a diminuir o risco de perdas no portfólio.

Em nossa opinião, as restrições físicas, sociais e políticas à expansão da IA devem atuar como uma influência moderadora, ajudando a conter o excesso de euforia dos investidores e dando aos mercados de trabalho mais tempo para se adaptarem a uma possível disrupção.

25 EIA, Goldman Sachs Investment Research. Junho de 2025.

26 Casa Branca. *Fact Sheet: The Biden-Harris Administration Advances Transmission Buildout to Deliver Affordable Clean Energy*. 18 de novembro de 2022.

27 Cidade de Phoenix. *City of Phoenix Updates Zoning to Safeguard Health and Safety as Data Center Growth Accelerates*. 2 de julho de 2025.

28 Cidade de Tucson. *Project Blue – Facts and Information*. Setembro de 2025. Axios. *Google pulls data center project amid opposition*. 23 de setembro de 2025.

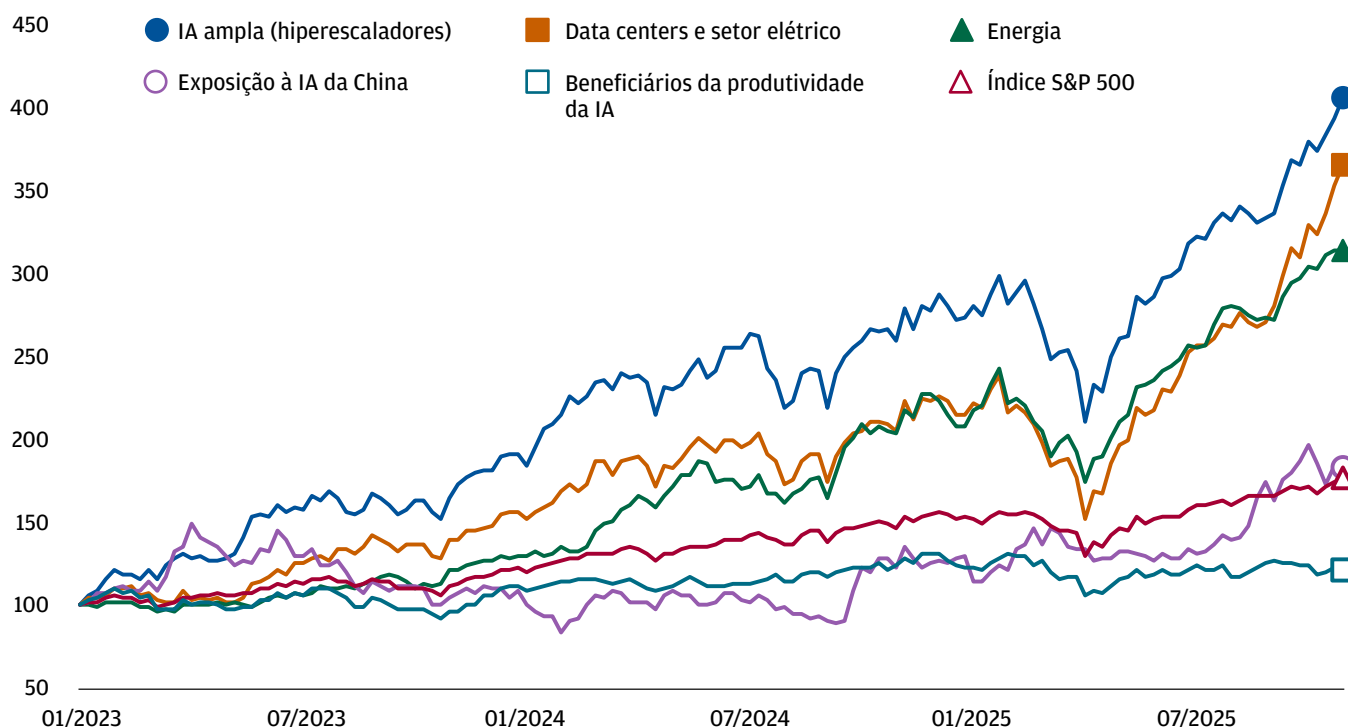
Elaboração de uma estratégia em quatro partes para agregar valor

Enquanto avaliamos o risco de uma bolha da IA, estamos aprimorando uma estratégia de quatro partes para captar o possível valor de investimento da IA. Até agora, os maiores vencedores do mercado foram os provedores de hiperescala, as empresas de data centers e infraestrutura elétrica, e os fornecedores de energia. As empresas que pareciam prestes a se beneficiar dos ganhos de produtividade impulsionados pela IA ficaram bem para trás em relação às grandes empresas de tecnologia. Além disso, o equilíbrio mudou entre os setores de tecnologia dentro e fora dos Estados Unidos. Em 2025, as ações de empresas de tecnologia chinesas subiram cerca de 34%, à medida que os investidores perceberam que elas não estavam tão atrás dos concorrentes americanos quanto se acreditava anteriormente.

Em 2026 e nos anos seguintes, nossa estratégia visa gerenciar essas mudanças, aproveitar as oportunidades de investimento e diminuir os riscos na corrida contínua pela IA.

QUEM ESTÁ VENCENDO A CORRIDA DA IA – SERÁ QUE AS EMPRESAS QUE ESTÃO ATRÁS HOJE CONSEGUIRÃO ACELERAR?

Retorno de preço, índice 100 = janeiro de 2023



Fontes: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan, Goldman Sachs Investment Research. Dados até 31 de outubro de 2025. O desempenho passado não é garantia de resultados futuros. Não é possível investir diretamente em um índice.

1

Mantenha o foco nas principais empresas de grande capitalização

A primeira parte da nossa estratégia visa as principais empresas de grande capitalização do setor tecnológico em geral. Embora alguns duvidem que os provedores de hiperescala finalmente consigam obter um forte retorno sobre o investimento de capital, nós estamos, de modo geral, otimistas. Em parte, isso acontece porque os quatro hiperescaladores originais (Microsoft, Meta, Alphabet e Amazon) já estão aumentando os lucros a uma taxa anual de cerca de 20%. Após ajustes que levam em conta o crescimento, os prêmios de avaliação parecem justificados.

Eles também não são um bloco monolítico. Por exemplo, analistas esperam que o fluxo de caixa livre da Microsoft e do Google em 2026 supere os níveis de 2024, após uma queda em 2025. Por outro lado, analistas não esperam que a Amazon e a Meta recuperem os níveis de fluxo de caixa livre de 2024. Ao optar por contrair empréstimos para financiar os negócios mais recentes, a Oracle decidiu que o fluxo de caixa livre negativo é um preço que vale a pena pagar para entrar na concorrência da IA.

Em conjunto, eles já estão gerando um valor estimado de US\$25 bilhões em receita trimestral incremental proveniente de atividades de IA, e acreditamos que esse número pode crescer a uma taxa de 200% ao ano. Se os provedores de hiperescala conseguirem continuar aumentando os ganhos de receita com computação em nuvem, é provável que os investidores tolerem os menores rendimentos de fluxo de caixa livre dessas empresas.

Por fim, esperamos que o boom da IA crie uma nova geração de líderes tecnológicos (esse é o padrão em praticamente todos os ciclos de inovação). Ainda assim, não acreditamos que 2026 será o ano em que a atual liderança de mercado começará a ruir. Na verdade, acreditamos que as maiores empresas continuarão com um desempenho superior ao das menores. As 100 principais ações do mercado americano geram três quartos dos lucros totais, têm um retorno sobre o capital investido 1,7 vezes maior e uma margem de fluxo de caixa livre 1,8 vezes maior do que as demais ações de grande capitalização.²⁹

2

Oportunidades na cadeia de suprimento da IA

A segunda parte da nossa estratégia destaca os facilitadores da tecnologia de IA. Essas empresas fornecem os principais insumos (energia, semicondutores, conectividade, sistemas de refrigeração e commodities) para fornecer a capacidade computacional necessária para a IA.

Como já discutimos, a energia talvez seja o insumo mais importante e escasso – especialmente à medida que os modelos de raciocínio se tornam a norma. De acordo com um estudo da Universidade de Rhode Island, o GPT-5 consome 2,5 vezes mais energia por comando do que o GPT-4.³⁰ Estamos encontrando oportunidades de investimento interessantes em mercados públicos (por exemplo, concessionárias de serviços públicos e produtores industriais de equipamentos elétricos) e mercados privados (em fundos de infraestrutura focados em energia, por exemplo).

Entretanto, a demanda por semicondutores ainda supera a oferta. A expectativa é que o chip Blackwell da Nvidia se esgote nos próximos 12 meses, enquanto empresas da cadeia de suprimentos global (como hiperescaladores, Micron, SK Hynix, Samsung e TSMC) têm enfatizado as restrições de capacidade nas teleconferências de resultados.³¹ Embora os setores de energia e semicondutores sejam os mais óbvios para se buscar oportunidades, observamos dinâmicas semelhantes em transformadores, equipamentos de rede, cabos de fibra óptica, cabos submarinos e sistemas de refrigeração líquida. No mundo físico, a extração de recursos, incluindo metais de terras raras, e a garantia de direitos valiosos sobre terras e água podem ser lucrativas.

29 Empirical Research Partners. *The Hyperscalers: Making the Jump to Hyperspace?* 11 de agosto de 2025.

30 Universidade de Rhode Island. *How Hungry Is AI?* 31 de outubro de 2025.

31 Barron's. *Nvidia Stock Rises After Management Says Blackwell Is Sold Out for 12 Months.* 10 de outubro de 2024.

3

Identifique os usuários corporativos “inteligentes” de IA

Em terceiro lugar, queremos encontrar empresas que estejam implementando a IA para aumentar a receita e os lucros. Por exemplo, os negócios de nuvem da Microsoft e do Google cresceram quatro pontos percentuais mais rápido no segundo trimestre de 2025 do que no primeiro trimestre de 2025.³² Quase dois terços da capitalização do mercado de ações dos EUA estão nos dois quintis superiores de adoção de IA. Na Europa e no Japão, essa porcentagem é quase 50%.³³ Em outras palavras, é provável que a atual safra de vencedores amplie os ganhos em virtude da integração mais rápida e eficiente da IA nos fluxos de trabalho e modelos de negócios existentes. Nesse aspecto, os Estados Unidos parecem estar à frente de outros mercados de ações desenvolvidos.

Por outro lado, o mercado está começando a penalizar as empresas tradicionais de software como serviço (SaaS) que não estão captando valor suficiente de produtos aprimorados por IA. Embora o índice geral de software tenha subido 17% no último ano, metade das ações que o compõem registraram queda. Essa dicotomia ressalta o valor que um bom gestor ativo pode agregar na seleção de softwares de IA vencedores e perdedores.

4

Considere a exposição privada

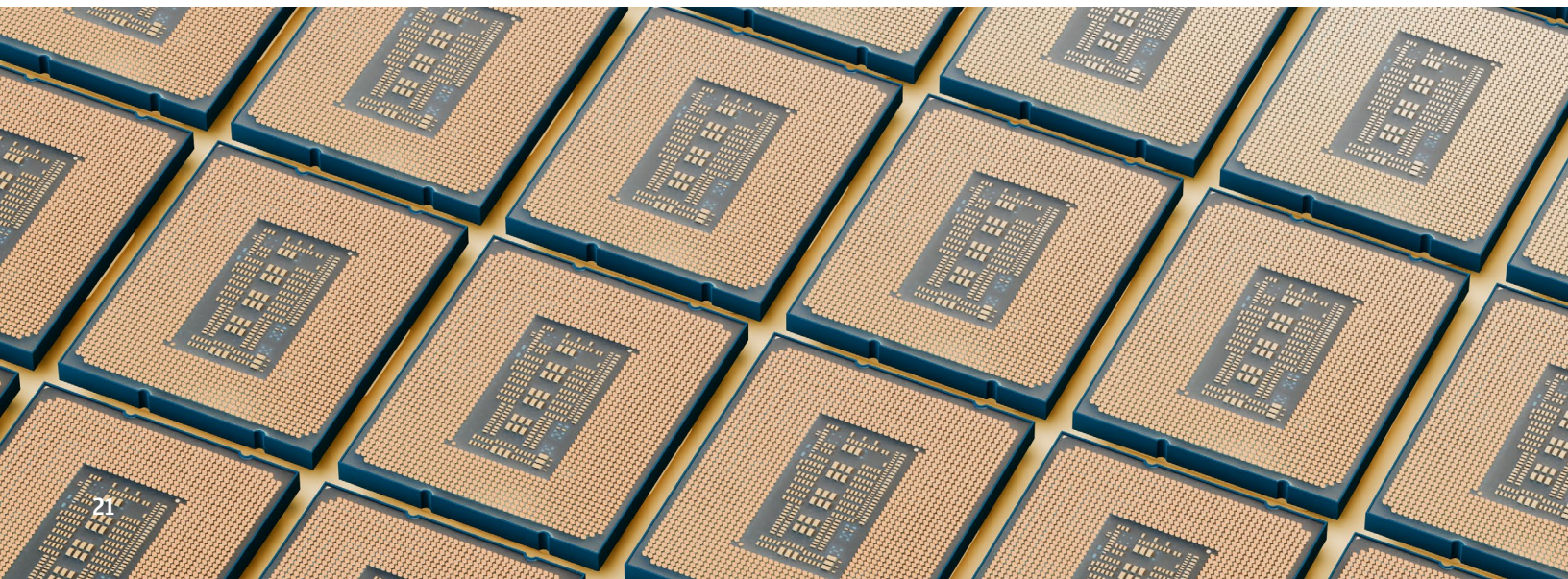
Na última e crucial parte de nossa estratégia de valor em quatro etapas, buscamos nos mercados privados a oportunidade de capturar todo o potencial de investimento em IA. As 10 maiores empresas privadas de IA já valem, juntas, cerca de US\$1,5 trilhão.³⁴ Se fossem empresas de capital aberto, elas representariam cerca de 3% do índice S&P 500.³⁵ Para contextualizar, todo o mercado público de pequenas empresas dos Estados Unidos vale apenas US\$3 trilhões. A IA está seguindo uma trajetória de inovação semelhante aos ciclos anteriores de inovação tecnológica – começando com infraestrutura e avançando para plataformas e aplicativos –, mas a economia e o momento da captura de valor estão mudando. Uma parte fundamental dessa história: as novas funções dos mercados públicos e privados em formação e alocação de capital.

³² Cloud Wars. *Google Remains World's Hottest Cloud Vendor; Oracle Rising, Microsoft Surging*. 16 de setembro de 2025.

³³ Empirical Research Partners. *AI-merican Exceptionalism*. Maio de 2025.

³⁴ PitchBook.

³⁵ Dados de 30 de setembro de 2025.



Investidores privados, inovadores em IA no capital de risco e nos fundos de *private equity*

É provável que os mercados privados desempenhem um papel muito diferente no boom da IA em comparação com ciclos tecnológicos anteriores.

Em ciclos anteriores, como o boom da internet que começou no final da década de 1990, as empresas lançavam IPOs nos primeiros anos. Isso permitiu que os investidores do mercado público participassem das fases mais lucrativas da trajetória de crescimento de uma empresa. Hoje, essa dinâmica mudou. As empresas permanecem privadas por mais tempo, apoiadas por *private equity* abundante e opções alternativas de saída. Atualmente, a média para um IPO de empresa de tecnologia é de aproximadamente 14 anos, com faturamento próximo a US\$220 milhões. Na década de 1990, o IPO médio de uma empresa de tecnologia ocorria quando a empresa tinha oito anos e reportava receitas equivalentes a US\$44 milhões em valores atuais.³⁶

Isso é importante porque a próxima onda de criação de valor da IA ainda está nos estágios iniciais. Isso inclui sistemas de IA com agentes (software que pode buscar objetivos, agir e concluir tarefas de forma autônoma), bem como aplicativos setoriais, software com IA integrada e outras ideias que estão apenas começando a tomar forma. Essas oportunidades exigem capital estratégico para financiar longos ciclos de P&D e ampliar a adoção, tornando-as adequadas para investidores do mercado privado, como empresas de capital de risco e de growth equity.

O investidor do mercado público capturou, em grande parte, a valorização gerada pela onda de infraestrutura, por meio de empresas de semicondutores e de computação em nuvem. As empresas de aplicativos e plataformas, que devem acumular a maior parte do valor, podem permanecer privadas até o final da década.

Considere o grupo dos “7 Magníficos” dos mercados privados (OpenAI, SpaceX, Bytedance, Anthropic, Databricks, Reliance Retail e Stripe). Todas atingiram uma avaliação de US\$100 bilhões enquanto estavam no mercado privado.³⁷ Em valores atuais, entre os 7 Magníficos, apenas a Meta foi avaliada em mais de US\$100 bilhões ao abrir o capital. Relatórios da mídia sugerem que os investidores esperam que a OpenAI gere US\$200 bilhões em receita em 2030, enquanto o pico de queima de caixa deve ocorrer em 2028, em torno de US\$45 bilhões.³⁸

Como mostramos nos gráficos anexos, analisamos o valor criado por diferentes tipos de empresas ao longo dos ciclos de tecnologia da internet e da nuvem, e comparamos isso com o ciclo de IA até o momento. Constatamos que as empresas de tecnologia de plataforma (por exemplo, Google e Microsoft) e as empresas da camada de aplicativos (por exemplo, Facebook, Netflix e Uber) capturam mais valor do que as empresas de infraestrutura física ou digital. Além disso, nos mercados privados, cria-se mais valor nas fases de aplicativo e tecnologia do que nas fases de infraestrutura.

Algumas empresas privadas de grande visibilidade (por exemplo, a OpenAI) já são bem conhecidas e bem financiadas. Além desses nomes, vemos diversas empresas jovens e privadas com enorme potencial em tecnologias e aplicativos de plataforma que acreditamos que definirão a era da IA.

Embora a promessa dos mercados privados seja clara e atraente, ela vem acompanhada de riscos mais acentuados e resultados mais díspares do que o investimento diversificado no mercado público. A seleção e o acesso a gestores são especialmente cruciais no investimento em IA no mercado privado, um território que está se tornando cada vez mais concorrido. Uma estatística ilustrativa: o investimento em IA representou mais de 60% do total de investimentos de capital de risco nos últimos 12 meses.³⁹

36 Universidade da Flórida. *Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2024*. 3 de junho de 2025.

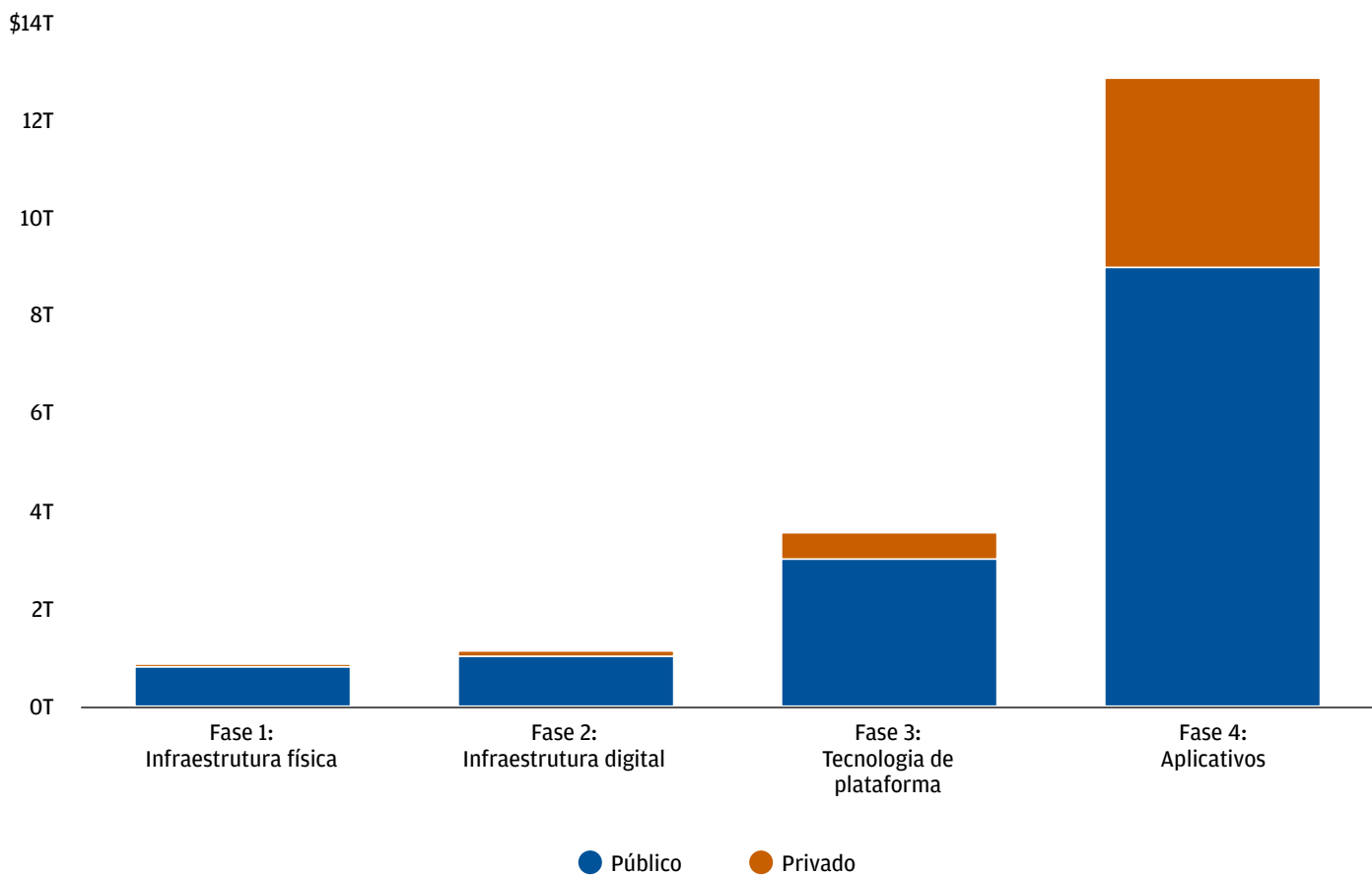
37 PitchBook.

38 Data Center Dynamics. *OpenAI plans to spend \$100bn on backup cloud servers over five years—report*. 19 de setembro de 2025; *The Information*. *OpenAI Says Its Business Will Burn \$115 Billion Through 2029*. Setembro de 2025.

39 PitchBook. *Investors are plowing more money into AI startups than they have in any other hype cycle*. 29 de setembro de 2025.

NO CICLO DA INTERNET/NUVEM, O VALOR FOI ACUMULADO NOS MERCADOS PÚBLICOS NAS FASES INICIAIS, ENQUANTO OS MERCADOS PRIVADOS DESEMPENHARAM UM PAPEL MAIOR NA CAMADA DE APLICAÇÃO

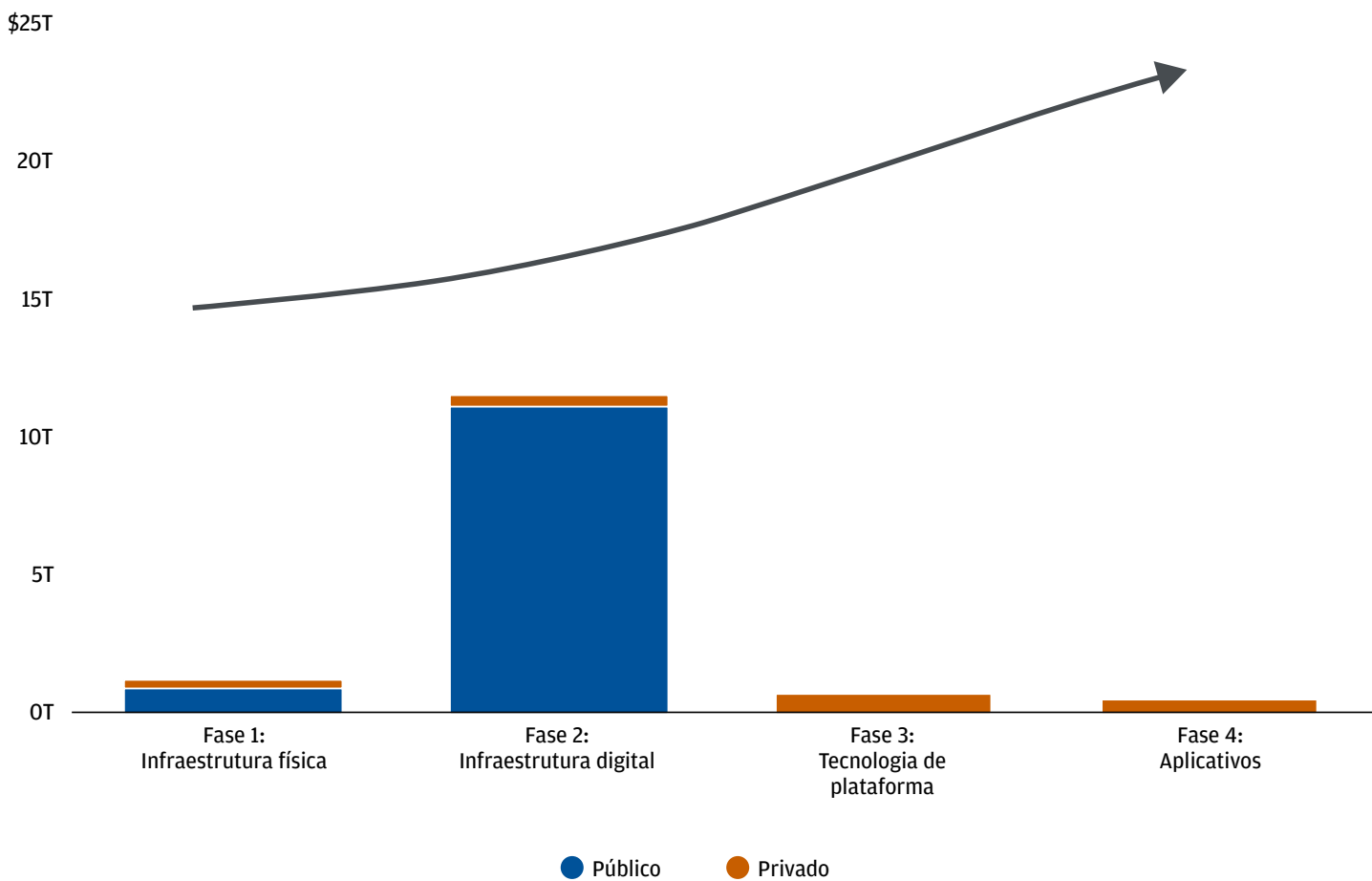
Criação de valor cumulativa estimada, em trilhões de dólares, 1995-2020



Fontes: J.P. Morgan Private Bank, Bloomberg Finance L.P., relatórios da empresa. Dados até setembro de 2025. A criação de valor é indicativa do valor acumulado pelas empresas. Infraestrutura física refere-se aos ativos físicos básicos (por exemplo, as principais empresas de telecomunicações), infraestrutura digital refere-se ao hardware/rede principal (por exemplo, semicondutores, servidores, roteadores), tecnologia de plataforma refere-se a software/serviços de suporte (por exemplo, mecanismos de busca, sistemas operacionais, nuvem) e aplicativos referem-se a produtos/serviços para o usuário final (por exemplo, comércio eletrônico, redes sociais, streaming). A criação de valor foi estimada pela capitalização de mercado máxima das principais empresas públicas em cada etapa do ciclo da internet/nuvem. A divisão entre público e privado foi derivada de uma estimativa de cima para baixo, baseada na criação de valor das empresas privadas, estimada a partir de avaliações das principais empresas, quando disponíveis, e projeções combinadas de relatórios históricos. Exemplos de empresas incluídas: infraestrutura física (AT&T, Level 3 Communications), infraestrutura digital (Cisco, Lucent Technologies), tecnologia de plataforma (Google, Oracle, Microsoft), aplicativos (Apple, Facebook, Netflix). O gráfico tem o objetivo de ilustrar a criação de valor ao longo das fases, e não de ser abrangente.

NO CICLO DA IA, O VALOR FOI ACUMULADO PELAS EMPRESAS DE INFRAESTRUTURA,
MAS ACREDITAMOS QUE ESTAMOS ENTRANDO NAS FASES DE TECNOLOGIA
DE PLATAFORMA/APLICATIVO

Criação de valor acumulada estimada, em trilhões de dólares



Fontes: J.P. Morgan Private Bank, Bloomberg Finance L.P., relatórios da empresa. Dados até setembro de 2025. A criação de valor é indicativa do valor acumulado pelas empresas. Infraestrutura física refere-se a ativos físicos básicos (por exemplo, energia, data centers), infraestrutura digital refere-se a hardware essencial (por exemplo, semicondutores), tecnologia de plataforma refere-se a softwares/serviços habilitadores (por exemplo, LLMs APIs) e aplicativos referem-se a produtos/serviços para o usuário final (por exemplo, copilotos de IA, software habilitado para IA). Infraestrutura física baseada na variação da capitalização de mercado das empresas globais de serviços públicos e dos principais REITs de data centers desde o lançamento do ChatGPT em novembro de 2022. Infraestrutura digital baseada na variação da capitalização de mercado dos principais semicondutores globais e dos principais provedores de hiperescala (Amazon, Meta, Alphabet, Microsoft) desde o lançamento do ChatGPT em novembro de 2022. A divisão entre público e privado foi derivada de uma estimativa de cima para baixo, baseada na criação de valor das empresas privadas, quando os dados estão disponíveis. A tecnologia da plataforma incorpora as avaliações mais recentes divulgadas das principais empresas, como OpenAI, Anthropic e xAI. A camada de aplicativo incorpora as avaliações mais recentes divulgadas das principais empresas, como ByteDance, Revolut e Databricks. O gráfico tem o objetivo de ilustrar a criação de valor ao longo das fases, e não de ser abrangente.



Implicações para os investidores

Certamente, existem os ingredientes para a formação de uma bolha de mercado, mas, pelo menos por enquanto, acreditamos que a alta nos investimentos relacionados à IA seja justificada e sustentável. O investimento inicial é enorme e a adoção está acelerando.

Continuamos buscando oportunidades em toda a cadeia de valor da IA, tanto nos mercados públicos quanto privados. A gestão ativa será fundamental para evitar que os modelos de negócio se tornem obsoletos. No que se refere aos portfólios que gerenciamos no Private Bank, o setor de tecnologia da informação tem apresentado uma sobreponderação consistente nos últimos anos. Hoje, nossa atuação no setor é diversificada globalmente, e continuamos identificando oportunidades interessantes em semicondutores, hiperescaladores e empresas que se beneficiam da IA.

Lembramos também que as transformações tecnológicas não seguem caminhos lineares. Prevemos dificuldades agudas no mercado de trabalho em áreas vulneráveis, como atendimento ao cliente e programação, e que os modelos de negócios existentes serão pressionados por novos concorrentes. Compreender a exposição tecnológica atual do seu portfólio também é essencial: os setores de tecnologia e áreas afins representam atualmente quase metade da capitalização total de mercado do índice S&P 500. Talvez seja necessário reequilibrar o portfólio.

A IA trouxe retornos expressivos para os investidores, mas agora precisamos considerar uma fase em que a euforia está aumentando e a disrupção pode trazer consequências. O objetivo é aproveitar as vantagens da revolução da IA, gerenciando os riscos do excesso de otimismo.

Parte 2

Pense em
fragmentação,
não em globalização



A segunda força poderosa que impulsiona os mercados atualmente, a fragmentação global, subverte uma era marcada por três pilares interligados: o sistema do dólar pós-Bretton Woods, que padronizou as finanças globais; o dividendo da paz após o fim da Guerra Fria, que manteve baixos os riscos de segurança e os gastos com defesa (exceto durante a “guerra ao terror”); e a globalização, que otimizou as cadeias de suprimentos com foco no custo, e não na resiliência das economias individuais.



PENSE EM FRAGMENTAÇÃO, NÃO EM GLOBALIZAÇÃO

A fragmentação global traz implicações para o comércio, a segurança e as moedas. Trata-se de uma mudança de regime significativa para os mercados, e será fundamental que os investidores avaliem seu possível impacto.

Em vez de globalização e paz, os investidores hoje se deparam com conflitos na Europa, tarifas, controles tecnológicos e formação de blocos. À medida que esses blocos se consolidam e se fragmentam, a diversificação cambial e de reservas torna-se um ponto central. Embora o dólar americano permaneça como principal moeda de reserva – e, em nossa opinião, continuará assim no futuro próximo –, os investidores podem seguir reduzindo gradualmente as reservas em dólares ao diversificar a exposição cambial.

O dólar americano provavelmente enfrentará testes mais frequentes de adversários estratégicos, métodos alternativos de pagamento e o desejo dos participantes do mercado de liquidar transações de commodities em outras moedas. Os investidores devem buscar oportunidades em que comércio, segurança e energia convergem.



Comércio: da origem mais barata às regras de origem

De 1970 a 2009, o comércio global como porcentagem do PIB triplicou, passando de 20% para 60%, e o investimento direto estrangeiro cresceu de forma expressiva. Isso gerou impactos profundos: inflação mais baixa, margens de lucro mais amplas e perda de empregos industriais em mercados desenvolvidos. No entanto, desde 2009, o comércio global como porcentagem do PIB está estagnado. Além disso, o governo Trump introduziu as tarifas mais elevadas em um século.

Atualmente, as tarifas afetam quase 70% das importações de mercadorias dos Estados Unidos em valor,⁴⁰ e a taxa tarifária efetiva aproxima-se de 15% a 20%.⁴¹ Acreditamos que as tarifas, de alguma forma, vieram para ficar, mesmo que a Suprema Corte dos Estados Unidos considere inconstitucionais aquelas impostas com base na IEEPA.

40 Tax Foundation. *Trump Tariffs: Tracking the Economic Impact of the Trump Trade War*. 27 de outubro de 2025.

41 The Yale Budget Lab. *State of U.S. Tariffs*: 30 de outubro de 2025.

PENSE EM FRAGMENTAÇÃO, NÃO EM GLOBALIZAÇÃO

O impacto econômico e de mercado das tarifas pode ser mais administrável do que se temia em abril. A inflação permanece relativamente controlada, enquanto os gastos de consumo e os lucros das empresas mostram resiliência. No entanto, as tarifas e os acordos transfronteiriços subsequentes aceleram mudanças já em curso no ambiente comercial. Os Estados Unidos e a China continuam se distanciando, e as empresas reconfiguram as cadeias de suprimentos para priorizar segurança em vez de eficiência.

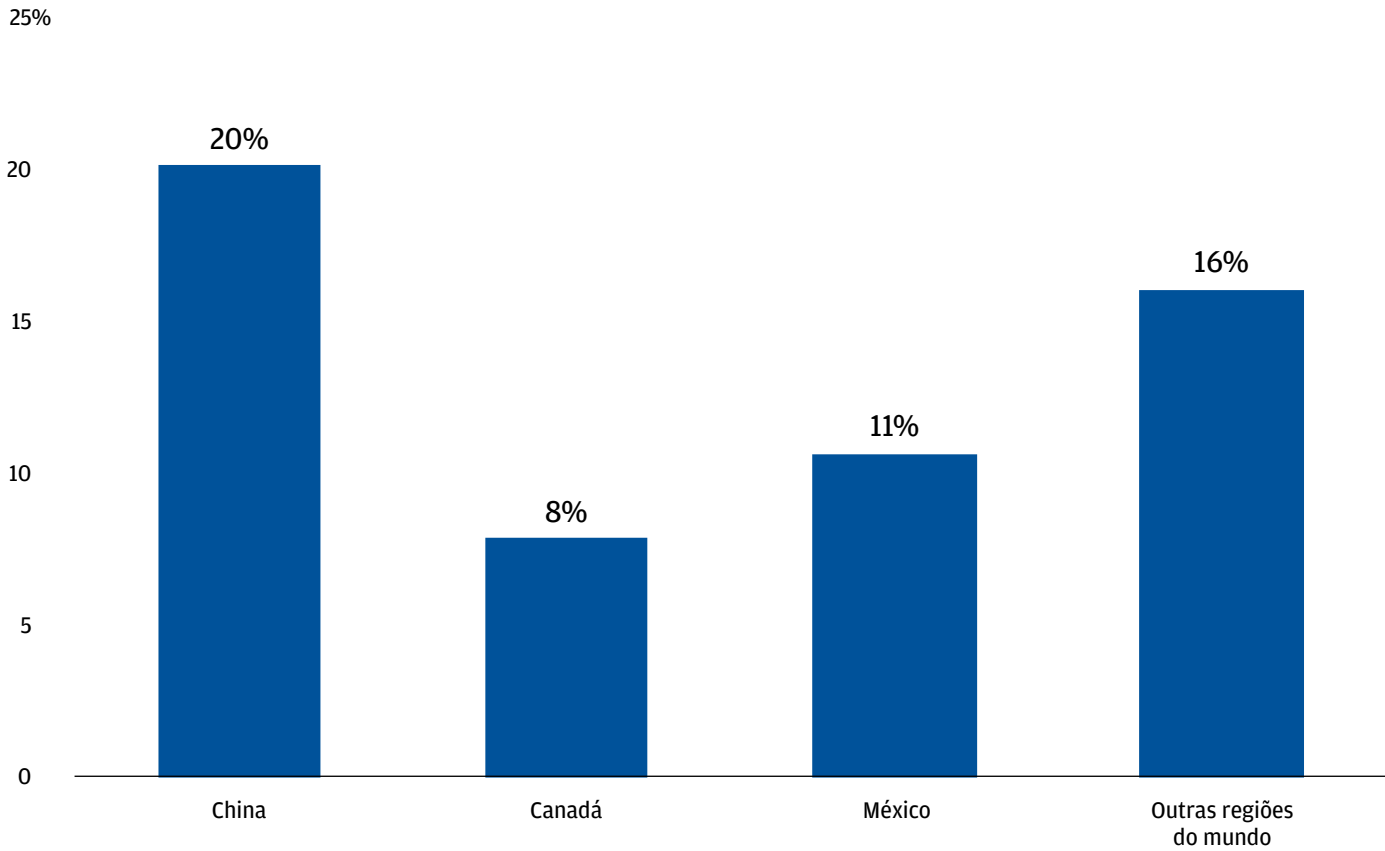
O distanciamento entre Estados Unidos e China começou efetivamente em 2018, durante o primeiro mandato de Trump.

A participação das importações americanas provenientes da China caiu de 22% em 2017 para apenas 12% atualmente, embora operações de transbordo possam subestimar essa participação. Da mesma forma, a participação da China nas reservas de títulos do Tesouro dos Estados Unidos caiu de 14% em 2010 para cerca de 6% hoje. Só neste ano, a taxa tarifária efetiva sobre importações chinesas aumentou em 20%.

Com a política comercial dos Estados Unidos mais clara, o corredor comercial norte-americano recebe atenção especial. O aumento das tarifas sobre produtos mexicanos e canadenses é muito menor do que sobre outros países, especialmente a China.

A CASA BRANCA PARECE ESTAR CRIANDO UM BLOCO COMERCIAL NORTE-AMERICANO

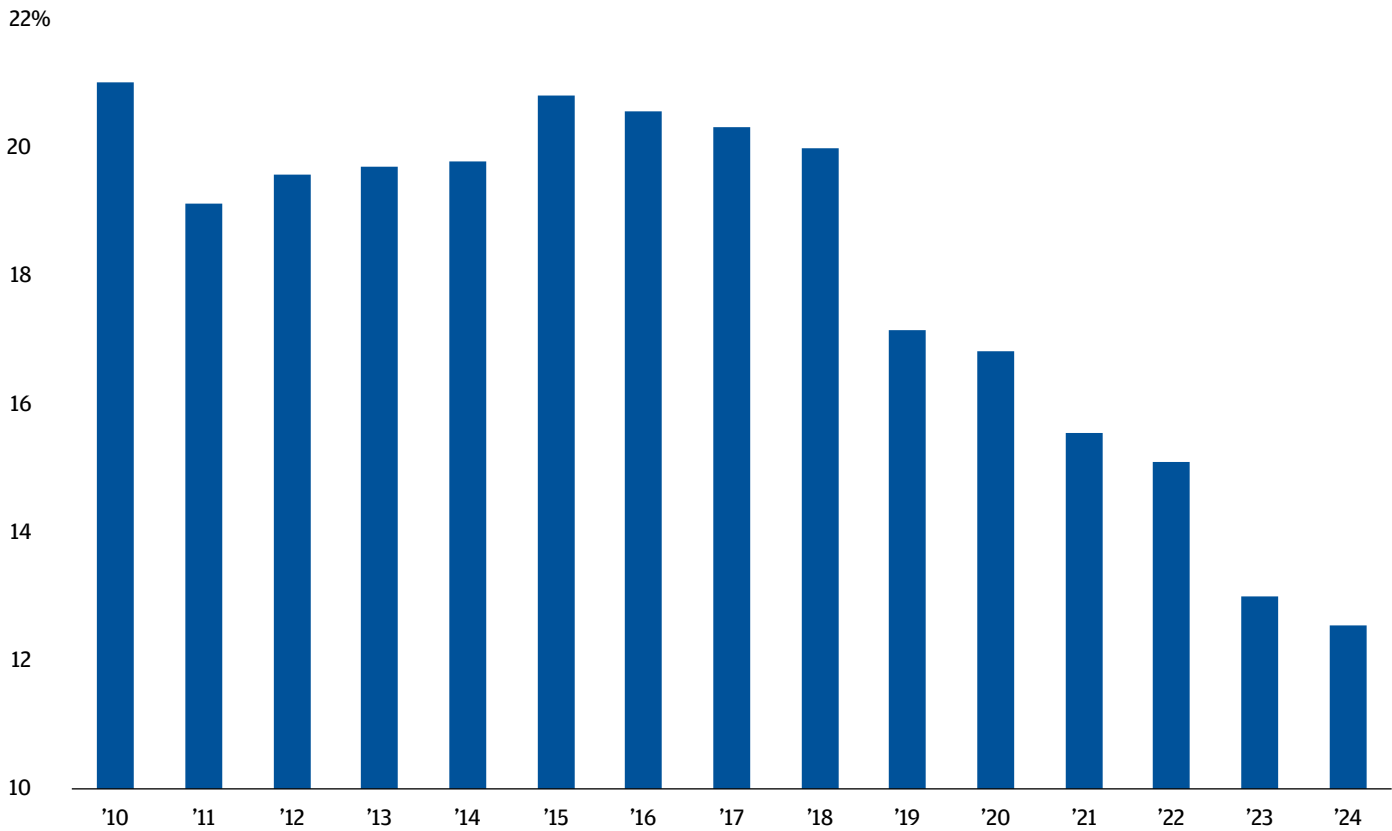
Variação percentual na tarifa efetiva em 2025



Fonte: Análise do Budget Lab da Universidade de Yale. Dados até 30 de outubro de 2025.

OS ESTADOS UNIDOS E A CHINA ESTÃO EM PROCESSO DE DESACOPLAMENTO DESDE 2018

Importações dos EUA provenientes da China como porcentagem das exportações totais da China

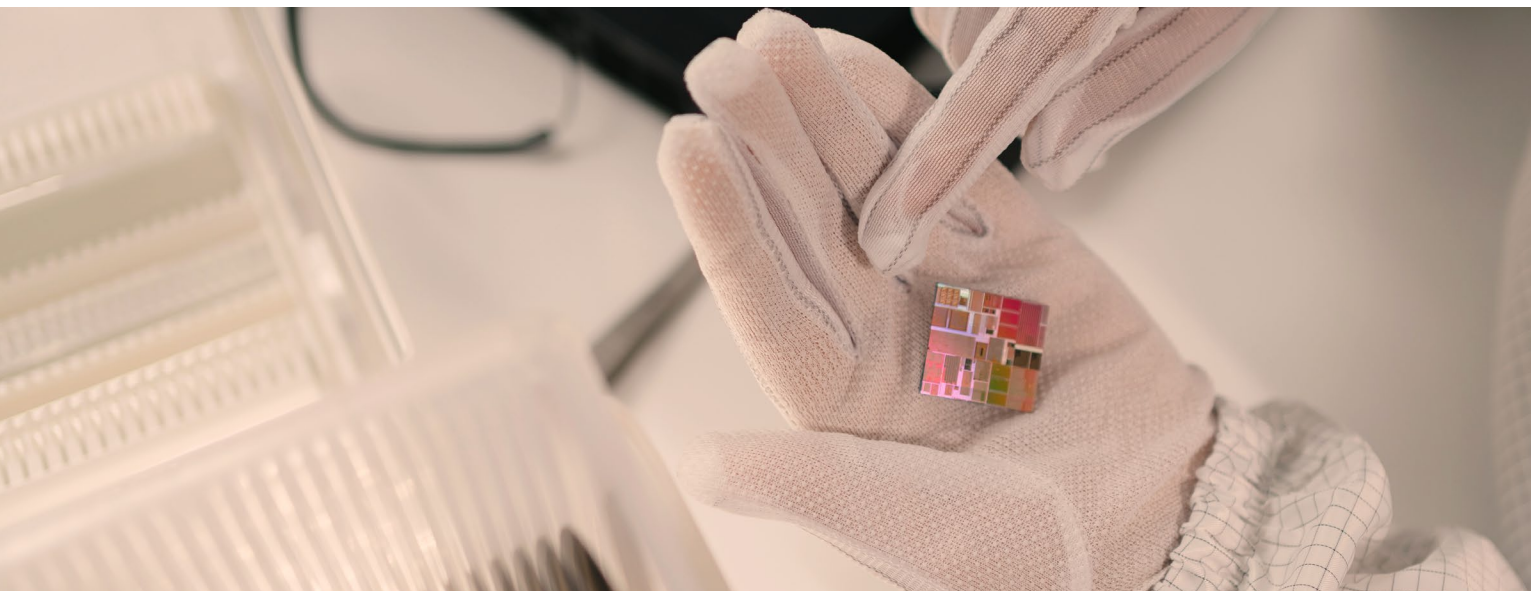


Fontes: Fundo Monetário Internacional, Haver Analytics. Dados até 31 de dezembro de 2024.

Atualmente, mercadorias em conformidade com o Acordo Comercial Estados Unidos-México-Canadá (USMCA, na sigla em inglês) de 2018 estão isentas de tarifas (embora não esteja claro se essa isenção será afetada pela recente ameaça de tarifa adicional de 10% sobre exportações canadenses). O governo Trump utiliza ameaças de tarifas para pressionar México e Canadá a fechar brechas nas leis de transbordo. O México sinalizou recentemente que imporá tarifa de 50% sobre automóveis chineses. O Canadá já aplica sobretaxa de 100% sobre veículos elétricos chineses e de 25% sobre aço e alumínio chineses. Com a revisão do USMCA em 2026 se transformando em renegociação, mudanças como regras de origem mais rigorosas para materiais essenciais devem atrair setores-chave, como o de baterias, para a esfera do USMCA.

O porto de Laredo, na fronteira entre o Texas e o México, é o mais movimentado dos Estados Unidos. Em 2024, movimentou US\$ 340 bilhões em transações comerciais,⁴² e esse valor deve crescer. Apesar da retórica por vezes dura do governo Trump em relação ao México e Canadá, esperamos que os Estados Unidos priorizem essas relações e busquem pontos de convergência. O Canadá anunciou em agosto a eliminação da maioria das tarifas retaliatórias sobre importações dos Estados Unidos, e deve usar suas vantagens em energia e recursos naturais para negociar acordos favoráveis. O México, pela competitividade de custos e proximidade dos mercados americanos, pode se tornar um dos principais destinos para investimento estrangeiro.

42 Porto de Laredo. *Tracking Trade, Driving Growth*. 31 de dezembro de 2024.



Nas negociações comerciais dos Estados Unidos com Europa e Japão, esperamos cooperação onde houver benefício mútuo e concorrência onde prevalecerem requisitos estratégicos. Por exemplo, Estados Unidos, Holanda e Japão cooperam para restringir exportações de ferramentas avançadas de fabricação de chips para a China, e os Estados Unidos seguem como importante fornecedor de gás natural liquefeito para Europa e Japão.

Por outro lado, os Estados Unidos impõem tarifa base de cerca de 15% sobre importações europeias e japonesas, além de tarifa de 15% sobre a indústria automobilística, setor fundamental. A concorrência deve ser o foco nos debates comerciais de semicondutores, baterias e veículos. Como argumentou Mario Draghi, ex-presidente do Banco Central Europeu, a diferença de preços de energia entre Europa e Estados Unidos é uma grande vulnerabilidade para a economia europeia, usada como ponto de pressão nas negociações.

O governo Trump busca usar tarifas para incentivar a produção nacional de bens essenciais. Nesse contexto, ameaçou impor tarifa de 100% sobre semicondutores, a menos que empresas se comprometam a construir ou expandir fábricas nos Estados Unidos (como TSMC no Arizona e Samsung no Texas). Panasonic (Kansas), Hitachi (Virgínia) e Siemens (Carolina do Norte), entre outras, estão expandindo a produção de baterias e equipamentos para redes elétricas nos Estados Unidos.

Um acordo recente destacou os esforços dos Estados Unidos para reduzir a dependência de cadeias de suprimentos transfronteiriças de semicondutores: em agosto, o governo americano adquiriu participação de 10% na Intel, fabricante de

semicondutores. A decisão subsequente da Nvidia de adquirir participação na Intel reforçou a importância das fábricas nacionais. Ainda assim, revitalizar a indústria manufatureira americana é uma meta ambiciosa. Nos últimos trimestres, a produção industrial tem sido fraca, com perdas líquidas de empregos no setor manufatureiro nos últimos quatro meses.

À medida que empresas e países priorizam segurança e confiabilidade dos suprimentos, em detrimento de eficiência e custo, esperamos mais anúncios de realocação e deslocamento da produção de semicondutores, automóveis, equipamentos elétricos e defesa na América do Norte. É provável também o aumento da participação governamental em setores estratégicos, e não seria surpreendente se outros países anunciassem tarifas para equilibrar a concorrência com fabricantes chineses.

Essa mudança na política comercial deve estabelecer um piso mais alto para a inflação, já que os bens passam a ter valor agregado em termos de confiabilidade e segurança. O que antes parecia uma troca ineficiente agora é uma escolha política deliberada: a eficiência cede lugar à resiliência.

China: influência externa, inovação interna

A China, segunda maior economia do mundo, está no centro de muitas mudanças nas políticas comerciais globais.

O governo chinês intensifica esforços para exercer influência geopolítica e econômica. Pequim aprofundou laços diplomáticos e militares com Rússia e Coreia do Norte, e busca reconstruir a relação econômica com a Índia, sua rival histórica (ainda se recuperando das tarifas americanas inesperadamente severas).

A China parece buscar influenciar um possível bloco comercial do “Sul Global”, excluindo Estados Unidos e Europa. Recursos financeiros, peças e influência econômica chinesa estão presentes em portos no Peru, ferrovias na Etiópia e minas de cobalto na República Democrática do Congo. Em 2025, os países do BRICS acolheram Egito, Irã, Etiópia, Emirados Árabes Unidos e Indonésia, formando um bloco de 11 economias emergentes. Com o avanço da influência global chinesa, o investimento estrangeiro direto (IED) na China tornou-se negativo pela primeira vez em décadas.

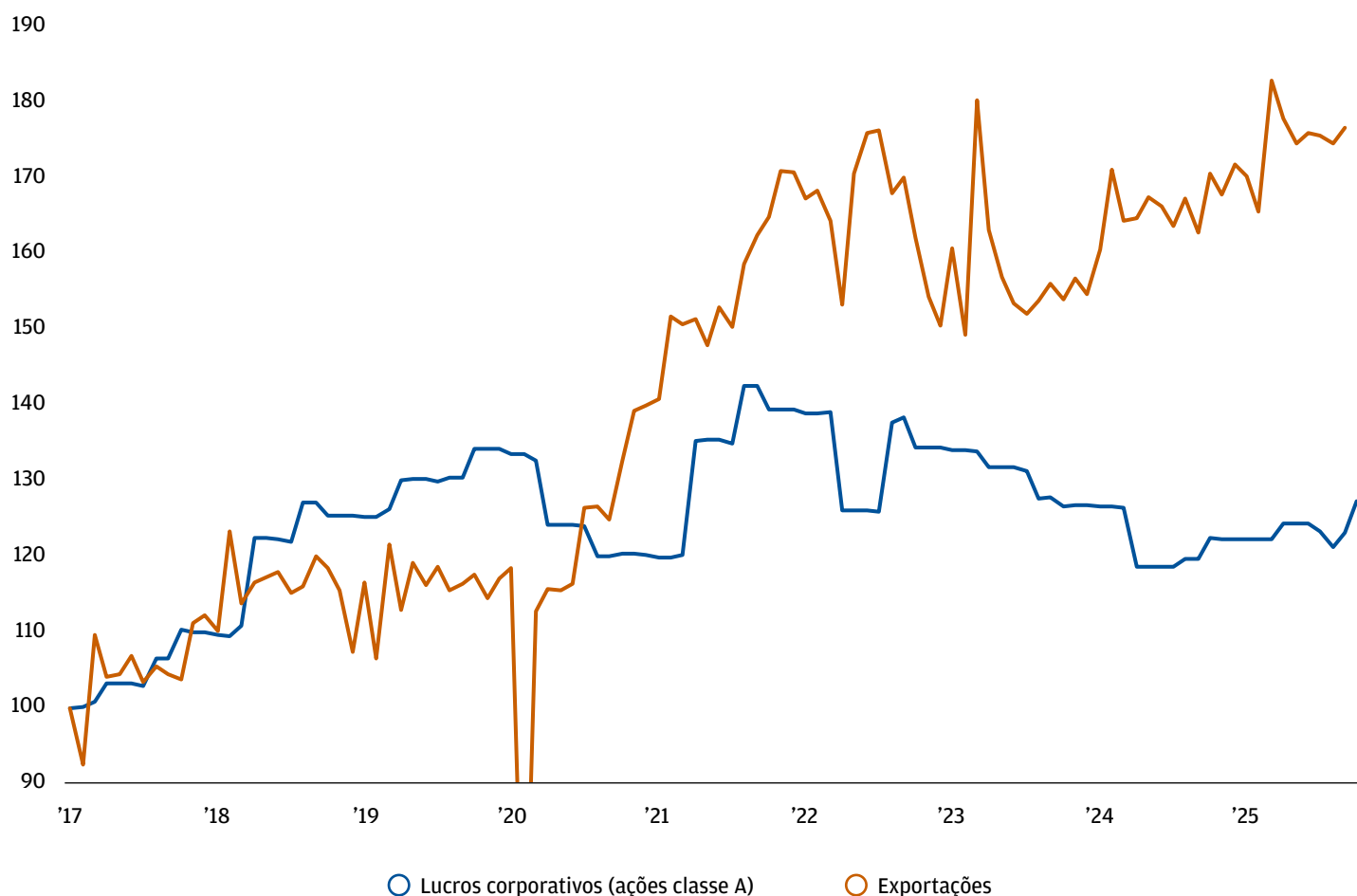
Ainda é cedo para avaliar o impacto de longo prazo da fragmentação global, mas já é possível identificar vencedores e perdedores.

PENSE EM FRAGMENTAÇÃO, NÃO EM GLOBALIZAÇÃO

As mudanças no comércio internacional podem servir de referência. O superávit comercial da China atingiu níveis recorde, mesmo com a queda das exportações para os Estados Unidos. Isso reforça a dependência chinesa da exportação do excesso de capacidade produtiva para compensar o crescimento interno lento. O Sudeste Asiático tornou-se o maior mercado de exportação da China em 2023, superando Estados Unidos e Europa.⁴³ No entanto, os lucros corporativos não acompanharam o crescimento das exportações.

A FORÇA DAS EXPORTAÇÕES CHINESAS NÃO SE TRADUZIU EM LUCROS CORPORATIVOS MAIS ROBUSTOS

Índice 100 = janeiro de 2017



Fontes: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management, Administração Geral de Alfândegas da China, Haver Analytics, Bloomberg Finance L.P. Dados até 31 de outubro de 2025.

PENSE EM FRAGMENTAÇÃO, NÃO EM GLOBALIZAÇÃO

Embora o senso comum sugira que o redirecionamento do comércio beneficie as economias do Sudeste Asiático, a realidade é mais complexa. Nos últimos três anos, mais de 300 casos de comércio antidumping foram apresentados contra a China, três vezes mais do que há dez anos.⁴⁴ O *dumping*, quando um produtor exporta a preços artificialmente baixos, pode pressionar produtores locais e aumentar o desemprego, afetando a indústria manufatureira dos Estados Unidos há décadas.

O investimento estrangeiro direto (IED), embora geralmente seja bem vindo, pode não ter impacto significativo se a maior parte da mão de obra e do capital for importada da China, limitando a demanda por insumos domésticos e restringindo a difusão de habilidades tecnológicas.

Para o investidor, a principal conclusão é: a mudança de foco da China para outros parceiros comerciais pode não ser positiva para todos os mercados emergentes. Preferimos focar em mercados de ações de países onde fatores seculares independentes contribuem para uma forte perspectiva de crescimento dos lucros. O mercado de ações da Índia é atraente devido às políticas monetárias e fiscais favoráveis, em meio à recuperação do consumo interno. Taiwan pode se beneficiar da demanda cíclica por semicondutores, impulsionada pela demanda contínua por IA.

Buscamos oportunidades nos mercados público e privado em toda a Ásia. Empresas privadas, em especial, são interessantes, pois superaram os índices de referência do mercado público na última década e oferecem exposição diferenciada a oportunidades na Índia e no Japão.

Na China, o setor tecnológico é fundamental. Os controles de exportação dos Estados Unidos intensificaram os esforços para desenvolver recursos internos, embora o país ainda esteja atrás em autossuficiência em semicondutores avançados. Empresas inovadoras têm se destacado com modelos de IA eficientes, plataformas de consumo populares e liderança em hardware para veículos elétricos, gerando retornos expressivos e preparando-se para o crescimento futuro. A recente decisão dos legisladores chineses de proibir chips Nvidia compatíveis com normas de exportação pode indicar que os chips nacionais já são “suficientemente bons” para treinar e inferir modelos de grandes modelos de linguagem (LLM) comparáveis aos americanos, ainda que exijam mais energia.

O índice de tecnologia da China superou o Nasdaq 100 no último ano em cerca de cinco pontos percentuais. Apesar dessa valorização recente, os mercados de ações chineses mal atingiram o ponto de equilíbrio nos últimos cinco anos, já que o crescimento do PIB se traduziu apenas parcialmente em lucros corporativos. Olhando para o futuro, os investidores terão acesso a um conjunto de oportunidades em constante evolução.

Desde 2024, a economia digital da China gerou receitas superiores à soma dos setores imobiliário e de construção civil, e acreditamos que seu impacto só tende a crescer. A economia doméstica tradicional ainda sofre com demanda fraca, fragilidade dos setores imobiliário e de construção civil e deflação. A tese de investimento atual na China, focada em eficiência, inovação e concorrência global, pode ter escopo limitado, mas potencial profundo. As ações chinesas com potencial de valorização estarão disponíveis.

43 Asia Society Policy Institute. *ASEAN Caught Between China's Export Surge and Global De-Risking*. 17 de fevereiro de 2025.

44 Organização Mundial do Comércio. 2024.

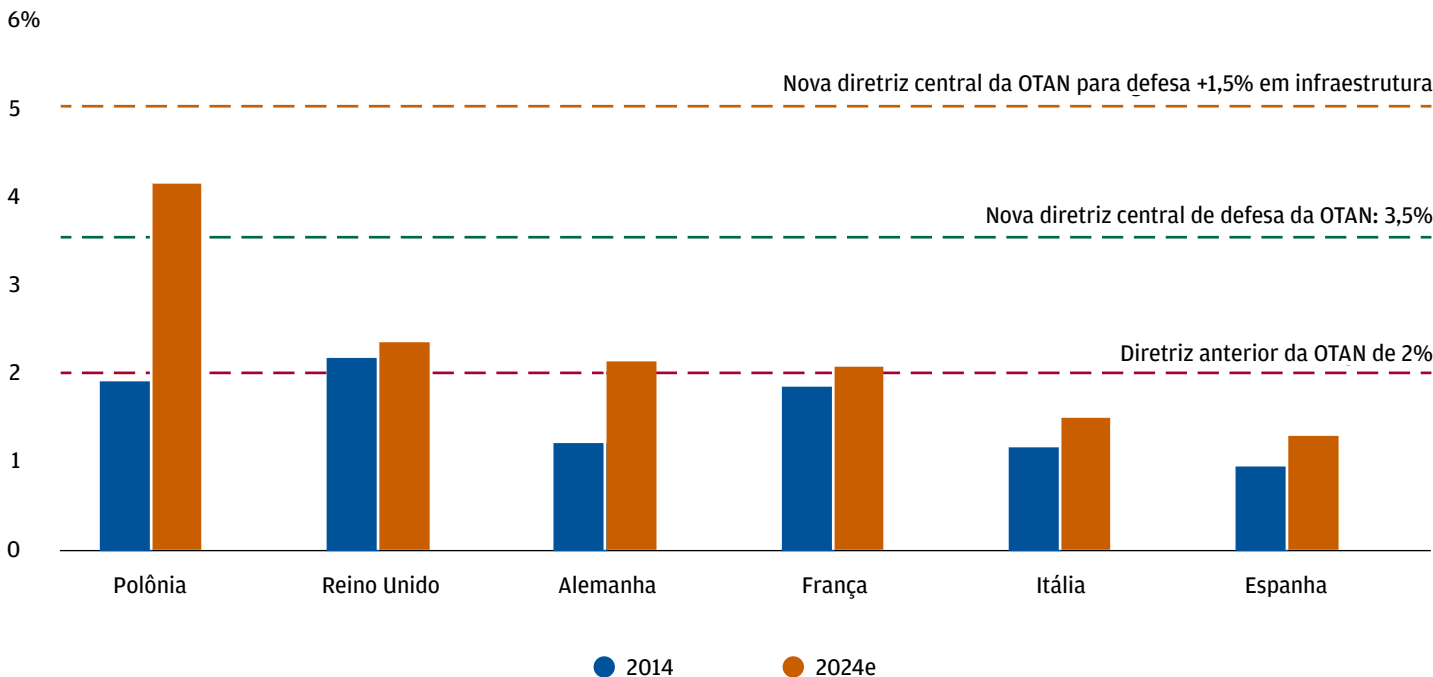


Defesa europeia: do dividendo da paz ao investimento em conflitos

Após o colapso da União Soviética, o mundo desenvolvido se beneficiou do chamado “dividendo da paz”. De 1992 a 2022, a produção europeia de tanques (-77%), aviões de combate (-57%), navios (-39%) e submarinos (-47%) despencou.⁴⁵ Tecnologias como internet e GPS migraram do uso militar para o comercial. A Europa Central e Oriental atraiu fluxos significativos de investimento estrangeiro direto, e as cadeias de suprimentos globais e mercados de capitais se aprofundaram.

Porém, a década de 2020 foi marcada pela invasão da Ucrânia pela Rússia e pela renovada urgência de um regime de segurança duradouro, centrado em defesa tradicional, cibersegurança, recursos naturais e fornecimento de energia.

OS GASTOS COM DEFESA NA EUROPA ESTÃO AUMENTANDO APÓS MUITOS ANOS
SEM ATINGIR AS METAS DA OTAN
Gastos com defesa em % do PIB



Fonte: OTAN. Dados de junho de 2024 e junho de 2025.

PENSE EM FRAGMENTAÇÃO, NÃO EM GLOBALIZAÇÃO

As políticas europeias estão mudando. Em nenhum lugar a mudança é tão drástica quanto na Alemanha. Em ruptura com o passado pós-guerra, o governo alemão anunciou um grande estímulo fiscal. A OTAN estabeleceu novas metas para gastos com defesa (cerca de 3,5% do PIB dos países-membro), com adicional de aproximadamente 1,5% do PIB destinado à infraestrutura relacionada à defesa. A Casa Branca, por sua vez, solicita orçamento de defesa de US\$ 1 trilhão em 2026, indicando que o impulso para o rearmamento não é apenas europeu.

A Europa está determinada a localizar a produção e reconstruir a estrutura industrial. A Estratégia Industrial de Defesa Europeia define metas de aquisição de 50% da Base Tecnológica e Industrial de Defesa Europeia (EDTIB) até 2030, aumentando para 60% até 2035.⁴⁶ Fabricantes já ampliam a capacidade produtiva. A Rheinmetall inaugurou nova fábrica de munições na Alemanha e iniciou construção de outra na Lituânia. A Leonardo formou joint venture com a Baykar para desenvolver sistemas avançados de armas não tripuladas.

Essas medidas elevaram as expectativas dos investidores: empresas europeias do setor de defesa aumentaram os lucros a uma taxa composta anual composta (CAGR) de cerca de 7% de 2019 a 2024.⁴⁷ A Wall Street espera crescimento próximo a 20% até o final da década.

Empresas industriais europeias também se beneficiam da rápida digitalização e adoção da IA, especialmente com a aceleração dos investimentos em data centers. Esse movimento impulsiona a demanda por bens de capital, equipamentos elétricos e soluções energéticas – áreas em que as principais empresas europeias se destacam.

A Alemanha se destaca como mercado importante na Europa. O significativo pacote de investimentos em infraestrutura promete estimular tanto o país quanto a região. Embora a implementação seja lenta, essas medidas devem impulsionar o crescimento alemão e os lucros corporativos, recompensando investidores pacientes.

Os mercados privados europeus apresentam um vasto conjunto de oportunidades, muitas vezes negligenciadas por investidores globais. Impressionantes 97% das empresas europeias com faturamento superior a €100 milhões são privadas⁴⁸, em comparação com 87% nos Estados Unidos⁴⁹, destacando o papel dominante das empresas privadas na região. Indústrias fragmentadas estão prontas para consolidação. Contudo, o *private equity* tende a se concentrar principalmente nos setores de tecnologia e telecomunicações, que representam apenas cerca de 10% dos índices de ações de empresas de capital aberto.

Estratégias de fundos de *private equity* europeus geraram retornos equivalentes aos das contrapartes americanas, além de proporcionarem maior alfa em relação aos mercados públicos locais e oferecerem perfil de risco-retorno atraente.

Além disso, os valores imobiliários europeus estão atualmente negociando cerca de 20% a 40% abaixo do pico,⁵⁰ oferecendo pontos de entrada com desconto e potencial para ganhos adicionais em uma recuperação. O setor de logística da região também oferece potencial significativo de crescimento. A penetração do comércio eletrônico é muito menor do que nos Estados Unidos, indicando amplo espaço para expansão e inovação.



45 J.P. Morgan Corporate & Investment Bank; McKinsey & Co.; Military Balance 1992/2022. Dezembro de 2022.

46 Serviço de Pesquisa do Parlamento Europeu. *European defence industrial strategy*. 2024.

47 J.P. Morgan Corporate & Investment Bank. 2025.

48 Apollo Academy. *Many More Private Firms in Europe*. 28 de abril de 2024.

49 Apollo Academy. *Many More Private Firms in the US*. 20 de abril de 2024.

50 KKR. *A Bright Outlook for European Real Estate*. Maio de 2024.



América do Sul: fornecedora do que o mundo necessita

Em um mundo fragmentado e competitivo por recursos, a América do Sul desempenha papel fundamental, detendo muitos dos insumos essenciais para a economia global – especialmente para a revolução da IA.

Com a diversificação das cadeias de suprimentos globais e a crescente importância da segurança nas relações comerciais, a América do Sul negocia tanto com os Estados Unidos quanto com a China – uma tarefa complexa. A maioria dos países sul-americanos apresenta déficit comercial com os Estados Unidos, enquanto a China tornou-se principal parceiro comercial para muitos na região. Nas últimas duas décadas, o investimento chinês avançou de forma constante em relação ao investimento estrangeiro direto dos Estados Unidos, e uma inclinação de uma década para governos de esquerda aproximou ideologicamente a América do Sul da China e afastou dos Estados Unidos.

Independentemente das ideologias, a América do Sul possui recursos essenciais que a economia global necessita. A região responde por 40% da produção mundial de cobre e por 38% das reservas globais. Só o Chile produz 27%⁵¹ do cobre mundial. O Peru possui as maiores reservas de prata do mundo, enquanto o México é o maior produtor. Quanto ao lítio, Chile e Argentina ocupam o primeiro e terceiro lugares em reservas economicamente extraíveis.⁵² A formação de xisto Vaca Muerta, na Argentina, atrai

interesse das principais empresas globais de energia, especialmente porque os Estados Unidos buscam diversificar as cadeias de suprimento de energia.

A Venezuela detém as maiores reservas comprovadas de petróleo do mundo.⁵³ Embora o Brasil tenha menos reservas, é o principal produtor de petróleo da América Latina,⁵⁴ além de ser o segundo maior produtor e exportador de minério de ferro.⁵⁵ O Brasil também é importante exportador de produtos agrícolas, como soja, café, açúcar e carne bovina, bem como de minerais críticos como alumínio, níquel e manganês.⁵⁶

Essa abundância de recursos é especialmente relevante, pois a revolução da IA acelera a demanda por energia e semicondutores, aumentando a necessidade de minerais críticos, enquanto governos em todo o mundo focam na segurança alimentar de longo prazo.

51 Agência Internacional de Energia. *Latin America's opportunity in critical minerals for the clean energy transition*. 7 de abril de 2023.

52 Departamento do Interior dos EUA. *Mineral Commodity Summaries 2025*. Março de 2025.

53 U.S. Energy Information Administration. *Country Analysis Brief: Venezuela*. 8 de fevereiro de 2024.

54 U.S. Energy Information Administration. *What countries are the top producers and consumers of oil?* 2023.

55 Serviço Geológico dos Estados Unidos. *Mineral Commodity Summaries 2022*.

56 Departamento de Agricultura dos EUA. *Brazil*. 7 de janeiro de 2025.

PENSE EM FRAGMENTAÇÃO, NÃO EM GLOBALIZAÇÃO

As commodities, energia e produção agrícola da América do Sul são indispensáveis tanto para os Estados Unidos quanto para a China:

- ◇ Produtores de lítio, cobre e prata têm muito a ganhar com o impulso global para eletrificação e demanda por semicondutores impulsionada pela IA. Investimentos recentes de empresas americanas e chinesas no setor de lítio da Argentina fazem parte da corrida para garantir o fornecimento.
- ◇ Com a aceleração da instalação de fábricas próximas ao litoral, cresce a demanda por portos, ferrovias e rodovias modernas. A expansão do Canal do Panamá e as melhorias nos portos do norte do Brasil facilitam novas rotas comerciais entre as Américas e a Ásia. Os investimentos em logística e infraestrutura portuária estão ampliando as capacidades de exportação, como exemplificado pelo investimento chinês de US\$3,5 bilhões no Peru para o desenvolvimento do porto de Chancay.
- ◇ A liderança do Brasil em energia hidrelétrica e eólica, juntamente com o potencial solar do Chile, tornam a região estratégica para investimentos em infraestrutura sustentável. Em 2024, a capacidade instalada de energia eólica no Brasil ultrapassou 30 GW,⁵⁷ enquanto o Chile produziu 9,4% de sua energia primária a partir de fontes solares em 2023, a maior participação entre todos os países.⁵⁸

À medida que o cenário político da América do Sul evolui e seus recursos se tornam cada vez mais indispensáveis, a região oferece novas oportunidades de investimento e parceria. Investidores globais preparados para lidar com a complexidade de uma ordem mundial fragmentada devem considerar que as ações latino-americanas estão sendo negociadas atualmente a um múltiplo preço/lucro futuro de dez vezes, posicionando-se no 30º percentil em relação ao seu próprio histórico. Em contraste, os múltiplos de ações de países desenvolvidos e de mercados emergentes asiáticos estão nos 90º percentis.

A América do Sul pode servir tanto para mitigar riscos geopolíticos quanto uma fonte de crescimento econômico de longo prazo, com avaliações mais atrativas do que a maioria das outras opções de ações globais.

⁵⁷ Administração de Comércio Internacional. *Brazil Country Commercial Guide: Power Generation, Transmission and Distribution Infrastructure*. 21 de agosto de 2025.

⁵⁸ Our World in Data. *Data Insights*. 13 de setembro de 2024.

Energia: restrição fundamental da revolução da IA

A política energética é essencial tanto para a segurança nacional quanto para o crescimento global da IA.

Após a invasão da Ucrânia pela Rússia, a Europa alterou rapidamente sua estratégia, abandonando dependência do gás russo e buscando aumentar as importações de gás natural liquefeito (GNL). A União Europeia comprometeu-se a comprar cerca de US\$750 bilhões em energia dos Estados Unidos até 2028,⁵⁹ e caminha para uma proibição total das importações russas. O Japão também tende a recorrer cada vez mais aos Estados Unidos para substituir sua dependência do gás russo.

Os formuladores de políticas europeus estão priorizando a segurança em detrimento dos custos: o GNL é significativamente mais caro que o gás natural russo. Os investidores precisarão acompanhar as consequências dessa mudança. Desde o início de 2022, trinta terminais de GNL foram propostos, retomados ou acelerados,⁶⁰ enquanto as famílias europeias absorveram um aumento de 36% nas contas de eletricidade em relação a janeiro de 2021. Estados Unidos e China mantêm clara vantagem no custo da eletricidade em comparação com outras economias.

Para aumentar a resiliência, a Europa também está protegendo interconexões vulneráveis, como a transição dos Estados Bálticos da rede Rússia-Bielorrússia para a Rede Continental Europeia da UE. Como sempre, o mapa dos fluxos globais de energia permanece vulnerável em pontos de estrangulamento. O Estreito de Ormuz, por onde passa um quinto do petróleo⁶¹ e do GNL⁶² mundial, é um risco bem conhecido.

Os países do Oriente Médio e da América do Norte estão bem posicionados para ampliar o fornecimento de energia à economia global. Além dos recursos evidentes de petróleo e gás natural, o Conselho de Cooperação do Golfo (uma união de Bahrein, Kuwait, Omã, Catar, Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos) pode expandir a rede energética regional para uma supervia de eletricidade, para atender a demanda europeia. Atualmente, muitos países da Europa e da Ásia dependem totalmente da importação de gás natural.



PENSE EM FRAGMENTAÇÃO, NÃO EM GLOBALIZAÇÃO

Em outras regiões, o Laos exporta energia hidrelétrica para Tailândia, Malásia e Singapura, e o Brasil frequentemente vende seu excedente de energia hidrelétrica para a Argentina.

Não são simplesmente projetos de energia, são ativos de segurança em uma ordem global fragmentada.

Um setor tecnológico ávido por energia levanta questões geopolíticas. A tecnologia de IA, com sua dependência de eletricidade para data centers, torna-se cada vez mais essencial para a defesa tradicional e a cibersegurança. Vemos potencial de investimento em diversos segmentos, incluindo infraestrutura ampla, ativos de transporte, geração de energia, cibersegurança e processamento de minerais críticos. Além disso, o *private equity* em petróleo e gás, ouro e commodities energéticas pode ajudar a reduzir riscos geopolíticos de forma valiosa.

59 Comissão Europeia. *Joint Statement on a United States-European Union framework on an agreement on reciprocal, fair and balanced trade*. 21 de agosto de 2025.

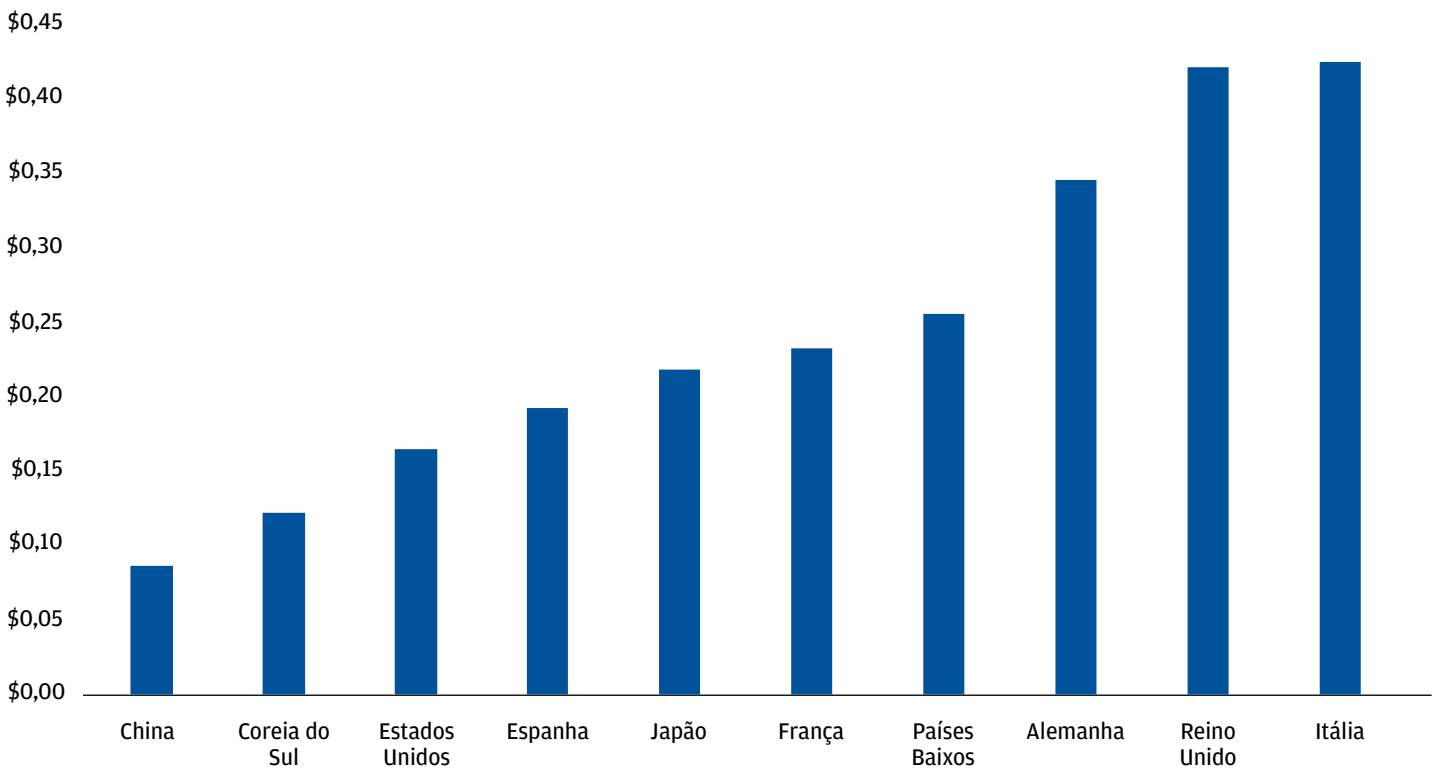
60 Global Energy Monitor. *Europe's LNG import infrastructure glut set to more than double, jeopardizing green goals*. 27 de março de 2023.

61 U.S. Energy Information Administration. *Amid regional conflict, the Strait of Hormuz remains critical oil chokepoint*. 16 de junho de 2025.

62 U.S. Energy Information Administration. *About one-fifth of global liquified gas trade flows through the Strait of Hormuz*. 24 de junho de 2025.

EUROPA E JAPÃO ENFRENTAM PREÇOS DE ELETRICIDADE MUITO MAIS ALTOS QUE CHINA E ESTADOS UNIDOS

Preços médios da eletricidade residencial e comercial, em dólares por kWh de 2023 a 2025



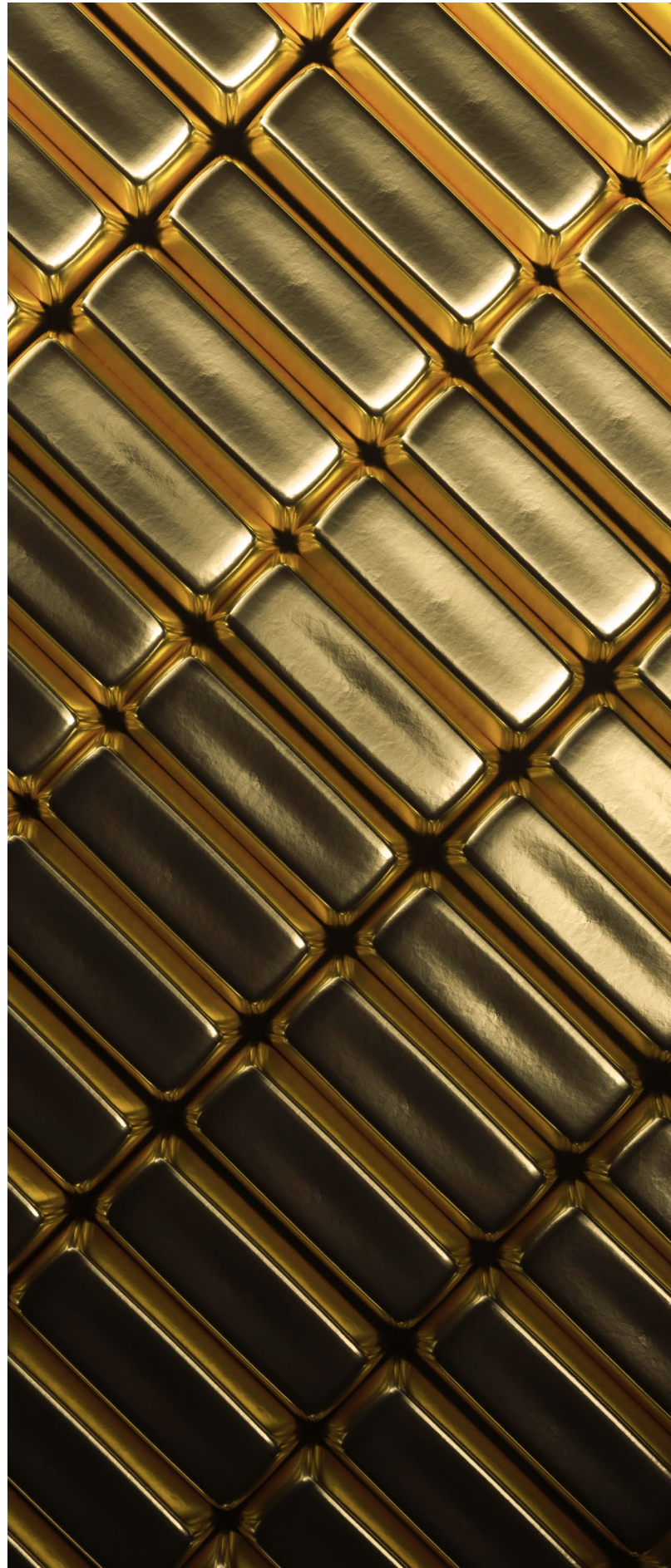
Fonte: Compilado pela GlobalPetrolPrices a partir de diversas fontes nacionais. Dados até 30 de setembro de 2025.

O dólar e alternativas de reservas de valor

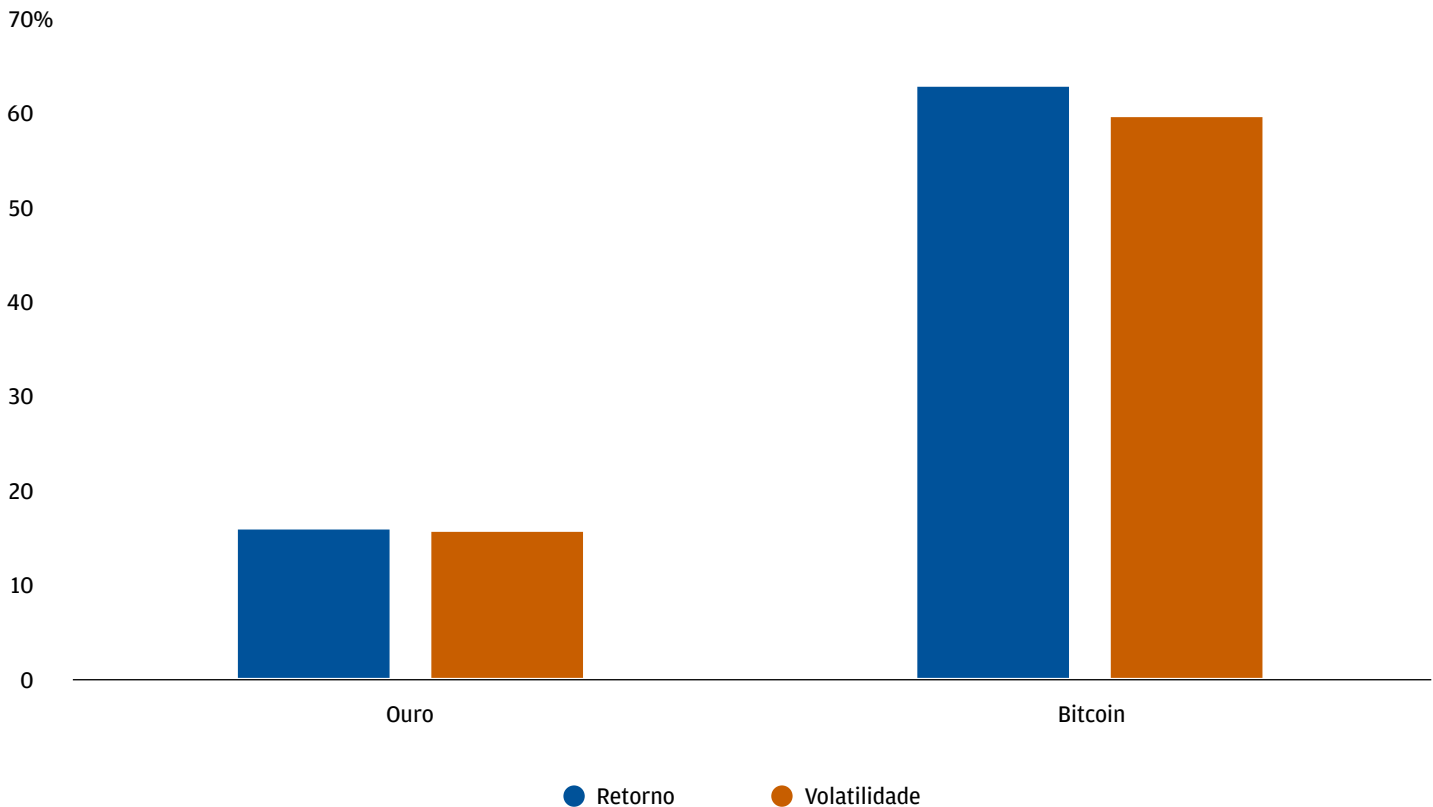
A fragmentação global terá diversos impactos econômicos e de mercado, mas, em nossa visão, não alterará o papel do dólar americano como moeda de reserva mundial. O dólar ainda representa quase 60% das reservas cambiais divulgadas pelos bancos centrais, quase metade dos pagamentos via SWIFT⁶³ e cerca de 90% de todas as negociações cambiais.⁶⁴ Em resumo, a moeda americana continua sendo o sistema operacional das finanças globais, e acreditamos que sua posição permanece segura.

No entanto, acreditamos que os investidores continuarão buscando alternativas ao dólar. Em primeiro lugar, a instrumentalização do dólar incentiva a diversificação. Em resposta à invasão da Rússia, os aliados ocidentais da Ucrânia congelaram cerca de US\$300 bilhões de dólares nas reservas russas.⁶⁵ Bancos centrais globais compraram quantidades recorde de ouro em busca de alternativas independentes à moeda americana, não sujeitas a possíveis sanções durante conflitos. O ouro valorizou mais de 50% até agora em 2025, atingindo um recorde histórico quando ajustado pela inflação. Com investidores buscando alternativas ao dólar, essa tendência pode continuar dando um impulso forte e consistente aos preços do ouro. Para 2026, esperamos outra valorização significativa do metal precioso.

Em segundo lugar, observamos crescente concorrência ao dólar por parte de opções digitais, como as criptomoedas. A capitalização de mercado das criptomoedas agora ultrapassa US\$4 trilhões, em comparação com US\$2 trilhões no início de 2024. Investidores que veem as criptomoedas como uma possível reserva de valor encontram agora um regime regulatório mais favorável nos Estados Unidos.



EM MUITOS ASPECTOS, O BITCOIN É UM ESTUDO DE CASO SOBRE A PONDERAÇÃO ENTRE RISCO E RECOMPENSA
% anual nos últimos 5 anos



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados até 31 de outubro de 2025.
O desempenho passado não é garantia de resultados futuros.

As stablecoins também ganham espaço no setor de serviços financeiros, devido à baixa latência (as transações são liquidadas rapidamente), embora apenas US\$70 bilhões em pagamentos estejam sendo processados atualmente por sistemas de stablecoins.⁶⁶ **De modo geral, vemos os ativos digitais ganhando preferência, impulsionados em parte pela busca – ainda marginal – por alternativas ao dólar.**

Acreditamos que os investidores podem diversificar ainda mais os portfólios por meio da exposição regional em ações, elemento-chave nos portfólios globais administrados pelo J.P. Morgan Private Bank. A exposição cambial nos mercados de ações europeus e de outros países fora dos Estados Unidos não é protegida, proporcionando diversificação em moeda local.

63 MacroMicro. *World–Share of International Payments via SWIFT by Currency*. 31 de agosto de 2025.

64 Bipartisan Policy Center. *What’s Behind the U.S. Dollar’s Dominance and Why It Matters*. 2 de setembro de 2025.

65 Brookings. *What is the status of Russia’s frozen sovereign assets?* 24 de junho de 2025.

66 Cembalest, Michael. *“OK Boomer”: on stablecoins, S&P profits, tariffs vs tax cuts and the history of Presidential break-ups*. 12 de junho de 2025. J.P. Morgan Asset & Wealth Management.

An aerial photograph of a multi-lane highway stretching across a dry, brown landscape. A single white truck is visible in the distance, traveling along the road. The image is partially obscured by a large white diagonal shape that serves as a background for the title.

Implicações para os investidores

Uma era de fragmentação global exige uma mudança fundamental: os principais temas de investimento — resiliência, segurança e alinhamento regional — ganham cada vez mais relevância.

Em relação à resiliência, identificamos perspectivas atraentes em setores e ativos que se beneficiam da realocação da produção, da proximidade geográfica e da reconfiguração das cadeias de suprimentos. Isso inclui infraestrutura, serviços públicos, indústrias e logística na América do Norte, bem como empresas envolvidas em geração de energia, semicondutores e minerais críticos. Esperamos oportunidades táticas em ativos chineses, pois o sentimento oscila mais rapidamente do que os fundamentos.

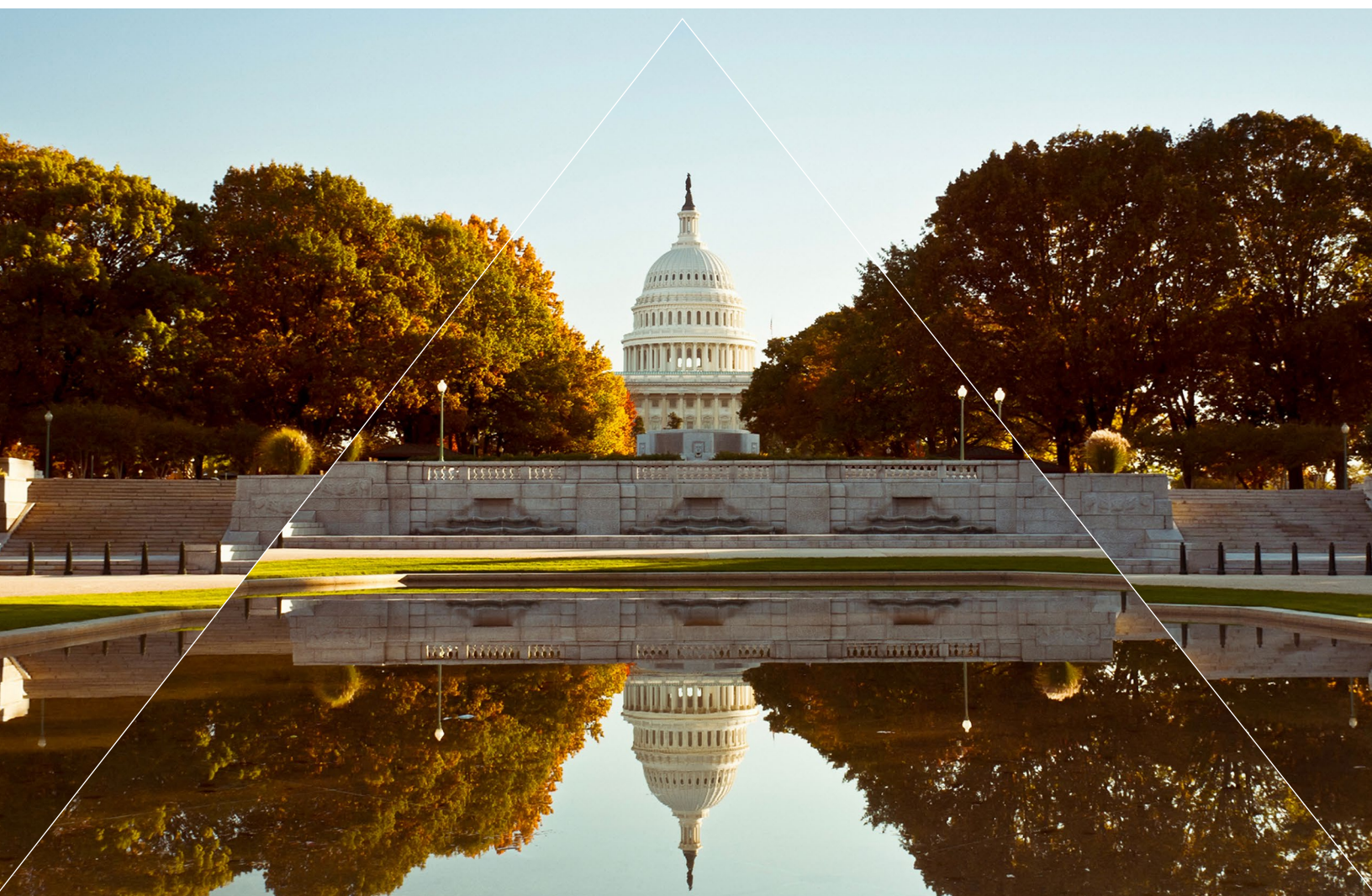
A segurança, segundo tema, abrange segurança energética, defesa militar tradicional e cibersegurança, e tem atraído investimentos crescentes, oferecendo potencial de ganhos tanto na Europa quanto nos Estados Unidos. Em ativos energéticos, destacamos GNL, energias renováveis e modernização da matriz energética.

O alinhamento regional, terceiro tema, atravessa setores e regiões geográficas. Acreditamos em uma abordagem global e focada para investir em empresas públicas e privadas alinhadas a esse tema. Especificamente, buscamos empresas com poder de precificação em setores essenciais, como semicondutores, data centers, energia e transporte.

Ao considerar a alocação de ativos, os investidores devem estar atentos à inflação mais elevada, às mudanças nos padrões comerciais e ao potencial de aumento da volatilidade do mercado. Se o risco geopolítico e a volatilidade cambial aumentarem em um mundo fragmentado — e acreditamos que isso ocorrerá —, ouro e commodities energéticas podem servir como proteções valiosas.

Parte 3

Prepare-se para a mudança estrutural da inflação





As forças de mercado podem impactar os portfólios de forma direta ou indireta. O boom dos investimentos em IA e a fragmentação global exercem pressão direta sobre os portfólios. Já o impacto da inflação é mais sutil, podendo representar riscos significativos para os retornos de longo prazo.

Até o surto inflacionário pós-pandemia em 2022, o período pós-crise financeira global foi caracterizado por inflação baixa. Atualmente, vivemos um regime drasticamente diferente, com inflação mais elevada e volátil. Além disso, o aumento da dívida soberana e dos déficits torna a inflação persistente mais provável, pois os formuladores de políticas podem ser tentados a interferir na independência dos bancos centrais e inflacionar a dívida.

PREPARE-SE PARA A MUDANÇA ESTRUTURAL DA INFLAÇÃO

Nesta seção, analisamos as amplas implicações de um ambiente de inflação mais alta. A questão central para investidores e famílias é que, novamente, a inflação se torna uma variável fundamental na construção de portfólios e no planejamento patrimonial. Manter grandes reservas de dinheiro em ambientes inflacionários pode, silenciosamente e de forma irreversível, prejudicar o patrimônio real.

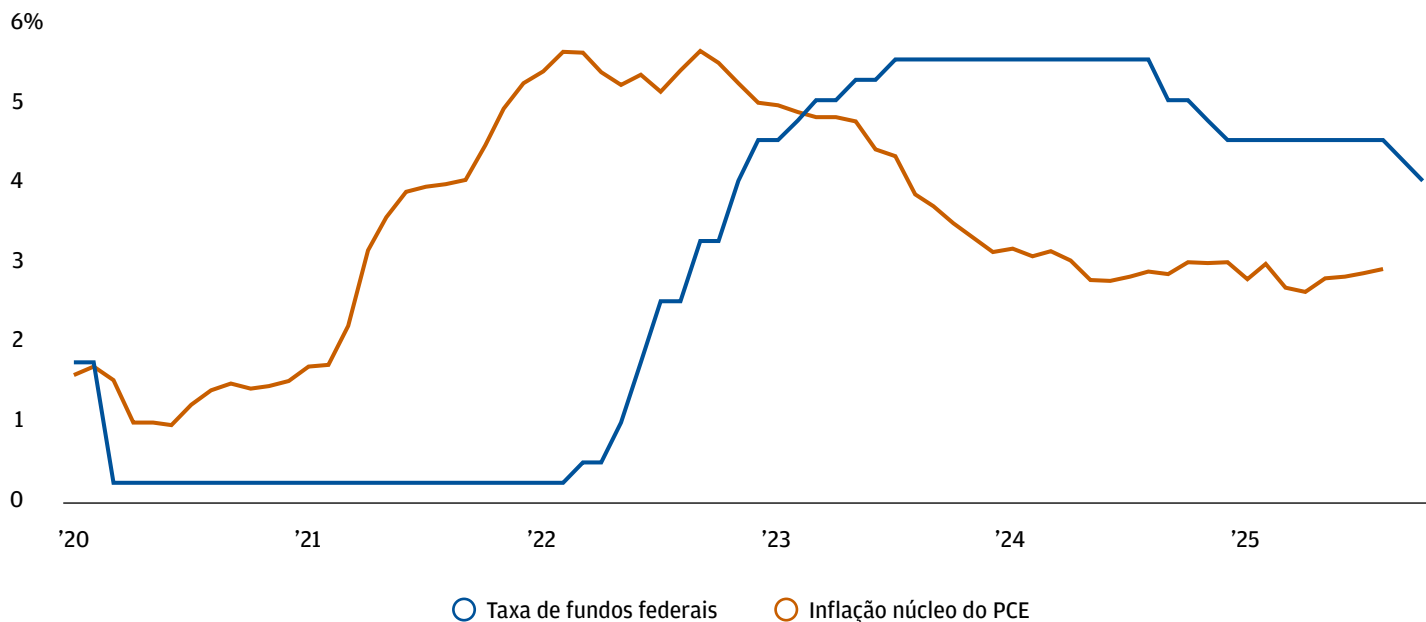
Quando uma família deixa de depender da principal fonte de renda, seja pela aposentadoria do provedor ou pela venda de uma empresa, os riscos para a manutenção do padrão de vida mudam. O risco inflacionário pode corroer o patrimônio de duas formas principais: reduzindo a probabilidade de atingir objetivos de longo prazo sob pressão de preços sustentados e diminuindo o valor real do patrimônio ao longo do tempo. Para algumas famílias, preservar o valor nominal dos portfólios é secundário em relação ao financiamento de objetivos específicos, tornando essencial a clareza sobre prioridades.

É nesse contexto que a interação entre inflação, planejamento patrimonial e construção de portfólio se torna crucial. Um plano patrimonial pode alinhar os ativos aos valores em dólares, aos horizontes temporais e às prioridades mais relevantes em um cenário macroeconômico de inflação volátil.

O primeiro passo é entender como diferentes cenários de inflação podem afetar os valores futuros do portfólio. Cada família possui uma situação única, por isso é fundamental testar a resiliência das metas em relação a diversos cenários de mercado. A partir daí, mapear pontos de decisão e sequenciar ações pode ajudar a garantir que o patrimônio não apenas seja preservado em termos reais, mas também aplicado de forma eficiente para atingir os objetivos definidos.

A INFLAÇÃO ESTÁ UM POUCO ABAIXO DE 3%; A VARIAÇÃO DAQUI EM DIANTE PODERÁ AFETAR OS PORTFÓLIOS

%



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados do PCE até 31 de agosto de 2025.
Dados da taxa de juros dos fundos federais referentes até 31 de outubro de 2025.

O equilíbrio da renda fixa

Embora projetemos inflação mais alta e volátil do que nos últimos anos, não esperamos uma repetição das altas de preços de 2022 e mantemos uma perspectiva amplamente positiva para grande parte do segmento de renda fixa.

A inflação recuou para menos de 3% e a volatilidade implícita do mercado de títulos diminuiu para níveis de 2021. Além disso, a correlação entre ações e títulos diminuiu ao longo do último ano. Títulos soberanos e crédito com grau de investimento ajudaram a proteger contra a volatilidade das ações durante a onda de vendas provocada pelas tarifas anunciadas em abril. Essa queda na correlação é importante para a construção de portfólios, pois sugere que os títulos podem, novamente, servir de proteção contra quedas no mercado de ações.

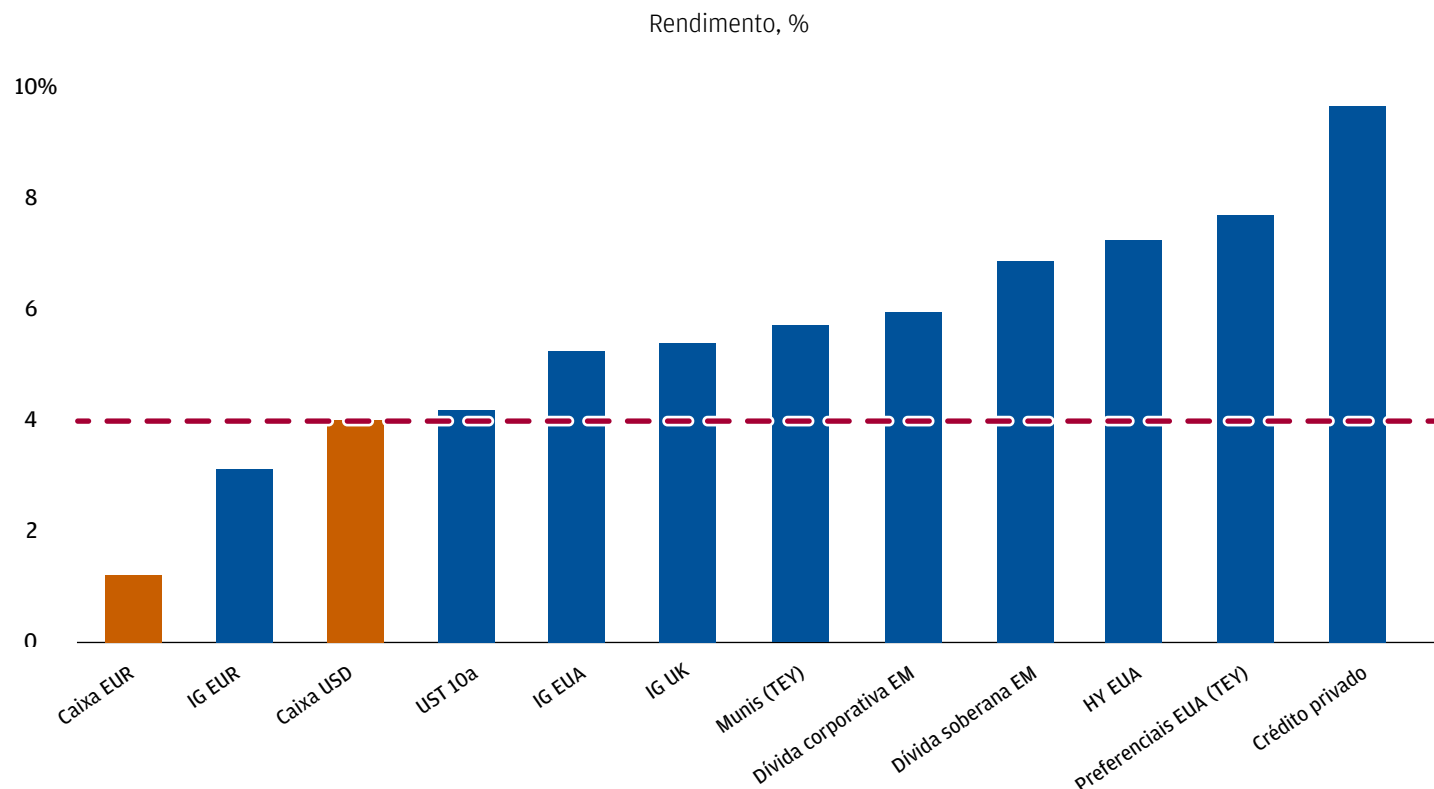
A inflação de bens nos Estados Unidos provavelmente sofrerá alguma pressão ascendente devido às tarifas, mas a inflação de serviços parece muito mais controlada. O mais relevante é que o Federal Reserve renovou o ciclo de redução da taxa de juros porque o mercado de trabalho estagnou. As vagas de emprego e as taxas de demissão retornaram aos níveis pré-pandemia, e o crescimento salarial (medido pelo índice de custo de emprego, de alta qualidade) estabilizou-se em torno de 3,5%. Isso representa um aumento de quase 90 pontos-base em relação aos níveis pré-pandemia, mas está distante de taxas que poderiam gerar preocupações quanto a uma espiral de preços e salários.

Ao mesmo tempo, os rendimentos dos títulos subiram significativamente – de cerca de 1% em 2020 para cerca de 4,3% atualmente, segundo o Índice Agregado dos Estados Unidos da Bloomberg, que inclui títulos soberanos e corporativos com grau de investimento. Em 2025, os títulos proporcionaram níveis atrativos de rendimento e retornos totais sólidos, próximos de 5%. Os títulos agregados são nossa proteção preferida contra recessão ou desaceleração do crescimento, e esperamos que a maioria das categorias de renda fixa proporcione retornos totais na faixa de um dígito médio no próximo ano.

Acreditamos que o mercado de títulos municipais dos Estados Unidos está compensando os investidores pelo risco de uma inflação mais persistente. O rendimento do Índice Nacional de Títulos Municipais está em torno de 3,6%, enquanto as expectativas de inflação para os próximos dez anos giram em torno de 2,3%. Garantir um retorno isento de impostos de cerca de 125 pontos-base acima da inflação esperada parece uma estratégia prudente para contribuintes americanos que buscam preservar o poder de compra com menor risco.



NO MOMENTO, A MAIORIA DOS SETORES DE RENDA FIXA OFERECE RENDIMENTOS MAIS ALTOS EM COMPARAÇÃO COM O DINHEIRO EM ESPÉCIE



Fontes: FactSet, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan. Dados até 31 de outubro de 2025. Observação: Crédito privado representado por novas emissões financiadas pelo J.P. Morgan Corporate & Investment Bank. Dados de crédito privado até 30 de junho de 2025.

Também vemos oportunidades para geração de rendimento na parte da curva de 5 a 7 anos do crédito global com grau de investimento. Preferimos o crédito europeu à dívida pública, pois os fundamentos corporativos parecem estar em trajetória mais saudável do que muitos títulos soberanos europeus, oferecendo melhor diversificação, potencial de rendimento e proteção contra a dinâmica desafiadora da dívida pública. Até mesmo o crédito em mercados emergentes começa a parecer mais atraente à medida que o Federal Reserve flexibiliza sua política monetária e o dólar se desvaloriza, favorecendo essas economias atreladas ao dólar.

Apesar de alguns casos de inadimplência de destaque nos mercados de crédito privado reacenderem o debate sobre o setor, seguimos acreditando que os investidores estão sendo

compensados pelo risco assumido, considerando os rendimentos próximos de 10% para dívidas recentemente emitidas. Para que houvesse retornos negativos no longo prazo, as taxas de inadimplência precisariam superar 6% e as taxas de recuperação ficarem abaixo de 40%, cenário que só seria provável em uma recessão profunda, o que não consideramos provável.

Incluir exposições fora dos títulos agregados pode ajudar a diversificar os portfólios de renda fixa e oferecer potencial de rendimentos absolutos mais elevados e retornos semelhantes aos de ações, com níveis de volatilidade tipicamente mais baixos. Em outras palavras, essa diversificação também contribui para a resiliência geral do portfólio.

Fatores estruturais da inflação

Embora nosso cenário base preveja um ambiente inflacionário que, em última análise, seja benigno para a maioria dos ativos de risco e de renda fixa, identificamos riscos claros de que a inflação possa superar as expectativas. Essa perspectiva exige uma mudança nas prioridades de construção de portfólios e de planejamento patrimonial.

Nosso raciocínio é o seguinte: a inflação PCE subjacente está agora em 2,9%, após cortes de 150 pontos-base nas taxas de juros do Federal Reserve e com até 75 pontos-base adicionais previstos. Se essa flexibilização resultar no objetivo desejado pelo Federal Reserve — um crescimento econômico mais robusto em 2026 —, os preços poderão subir mais rapidamente do que o esperado.

Além desse cenário específico, observamos diversos elementos do período pós-pandemia que sugerem um risco elevado de choques inflacionários.

Psicologia:

O risco mais profundo e, ao mesmo tempo, mais difícil de avaliar é o da psicologia de consumidores e empresas. Após a covid, empresas e consumidores voltaram a acreditar que a economia poderia, de fato, conviver com a inflação. O comportamento corporativo evoluiu para ajustar os preços muito mais ágil. Por exemplo, na Noruega, redes de supermercados já utilizam tecnologia capaz de alterar preços até 100 vezes por dia.⁶⁷ Empresas de entrega de encomendas redefinem taxas de combustível semanalmente, e não mais mensalmente. Muitos já estão familiarizados com tarifas dinâmicas em aplicativos de transporte. Pesquisas sobre expectativas comuns de inflação — uma medida abrangente do que mercado, economistas, empresas e famílias esperam — estão cerca de 40 pontos-base acima do nível pré-pandemia.

Lacunas de capacidade:

A escassez persiste em áreas importantes da economia. Por exemplo, os Estados Unidos construíram entre 3 e 4 milhões de unidades habitacionais a menos do que o necessário desde a crise financeira global.⁶⁸

O mercado de trabalho americano enfrenta um declínio abrupto na imigração líquida, restringindo a oferta de mão de obra — mais uma lacuna de capacidade. O setor de energia elétrica já sente a pressão da forte demanda de data centers e da eletrificação. Além disso, há a ameaça iminente de escassez de insumos básicos. A produção de cimento nos Estados Unidos caiu cerca de 15% em relação ao pico de 2005.⁶⁹ Essas restrições de capacidade criam um ambiente em que os preços podem se ajustar mais rapidamente do que a oferta, permanecendo elevados mesmo com demanda fraca. Os produtores que controlam os gargalos mantêm um forte poder de precificação.

Balancos patrimoniais de consumidores:

Nos países desenvolvidos, os balanços patrimoniais das famílias estão preparados para sustentar o consumo, especialmente se as taxas de juros caírem. O patrimônio líquido das famílias americanas ultrapassa US\$175 trilhões, um aumento de mais de 50% em relação ao período pré-pandemia. As reservas em dinheiro e moeda estrangeira aumentaram 50% desde o final de 2019, e os ativos em fundos de mercado monetário dobraram. Mais de US\$17 trilhões em patrimônio imobiliário estão disponíveis para serem acessados, um recorde histórico como proporção do PIB.⁷⁰

Resiliência da cadeia de suprimentos:

As tarifas americanas, por si só, podem gerar aumentos pontuais de preços. No entanto, barreiras comerciais mais elevadas e uma abordagem governamental mais voltada à segurança podem levar empresas a produzir em locais de custo mais alto e a manter estoques maiores. Por exemplo, a produção nacional de semicondutores é claramente uma prioridade política para os Estados Unidos, mas isso implica preços mais altos. O CEO da AMD prevê que um semicondutor fabricado nos Estados Unidos pode ser de 5% a 20% mais caro do que um equivalente produzido em Taiwan.

67 Williams, Jennifer. *Welcome to the Grocery Store Where Prices Change 100 Times a Day*. 27 de julho de 2025. The Wall Street Journal.

68 FreddieMac. *Housing Supply: Still Undersupplied by Millions of Units*. 26 de novembro de 2024.

69 Concrete Financial Insights. *Volume & Price Trends—US Cement Industry*. Dados de 2024.

70 Federal Reserve. *Financial Accounts of the United States*. 11 de setembro de 2025.

Mudanças climáticas:

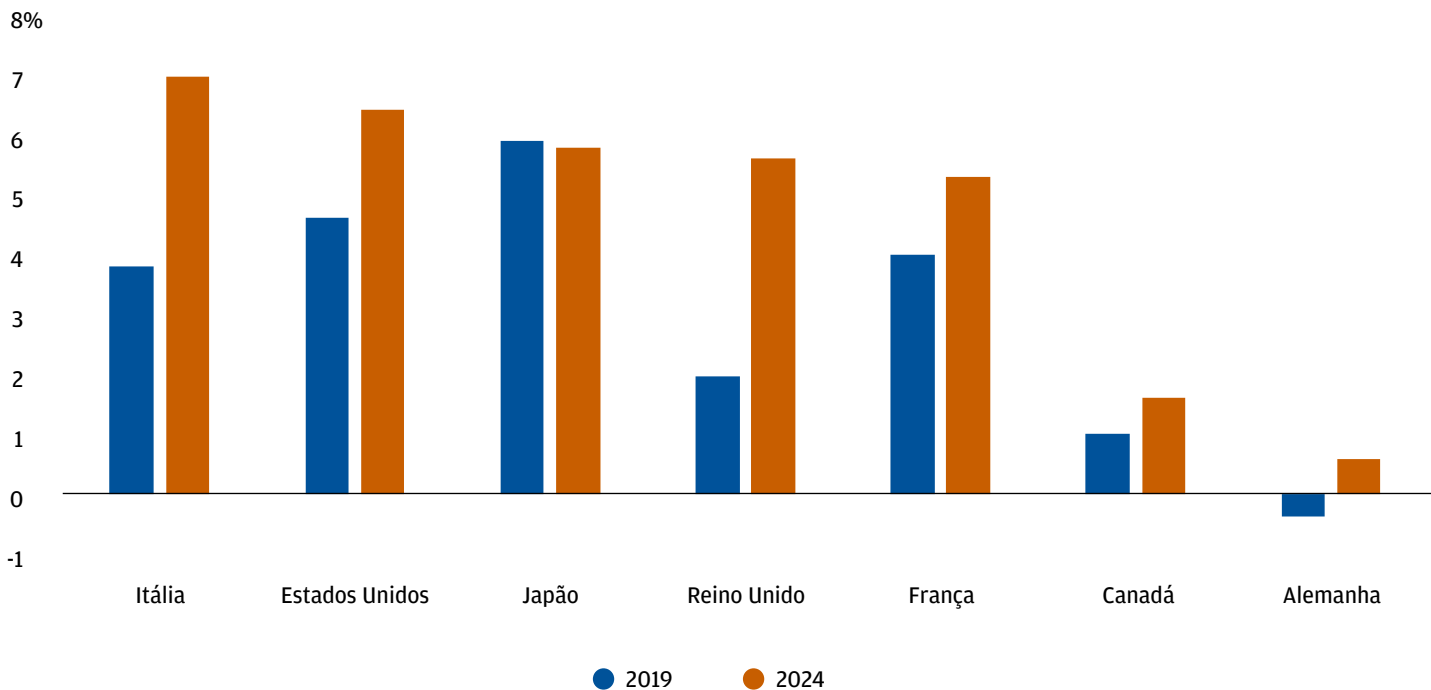
As mudanças climáticas são um fator estrutural de inflação, pois eventos extremos, escassez de recursos e custos regulatórios (como precificação de carbono e políticas de transição) elevam os preços dos insumos e aumentam a volatilidade. Perturbações relacionadas ao clima na agricultura, energia e infraestrutura ampliam os riscos inflacionários. Riscos naturais – como escassez de água, perda de biodiversidade e esgotamento de recursos – podem impulsionar a volatilidade dos preços e interrupções nas cadeias de suprimentos, elevando o risco de inflação.

Ativismo fiscal:

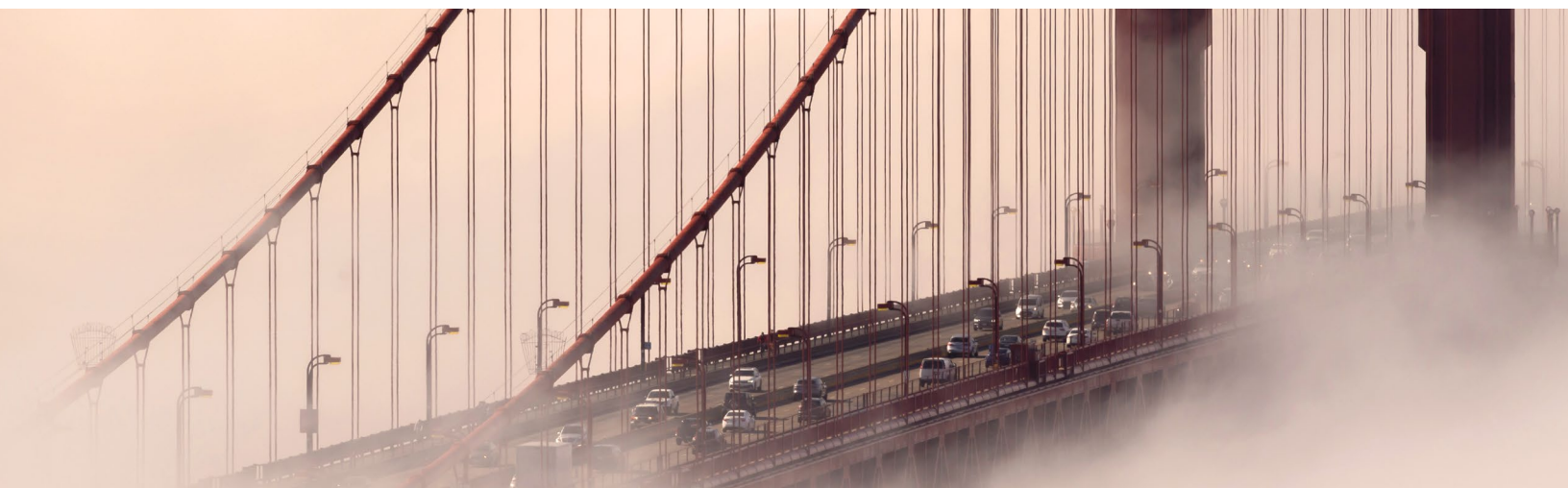
O Japão é o único país do G-7 com déficit orçamentário menor do que antes da pandemia. Durante a crise, o estímulo fiscal nas economias desenvolvidas impulsionou a demanda do consumidor e ajudou a elevar os preços. Os formuladores de políticas podem retomar essa abordagem em futuras recessões, independentemente dos déficits já elevados e do aumento do endividamento. O crescimento da dívida pública e dos déficits representa um risco significativo de inflação, como discutiremos a seguir.

A MAIORIA DOS GOVERNOS DO G7 APRESENTA DÉFICITS ORÇAMENTÁRIOS
MAIORES DO QUE ANTES DA PANDEMIA

Déficit governamental como porcentagem do PIB



Fontes: Banca d'Italia, Escritório de Gestão e Orçamento, Banco do Japão, Escritório de Estatísticas Nacionais, Banco da França, Statistics Canada, Deutsche Bundesbank, Haver Analytics. Dados até 31 de dezembro de 2024.



Os riscos sutis do aumento da dívida soberana

Alguns participantes do mercado alertam para uma possível crise iminente da dívida nos Estados Unidos. No cenário mais extremo, o Tesouro realizaria um leilão sem encontrar compradores. Existe, porém, um risco mais sutil: em vez de um aumento repentino da produtividade, os formuladores de políticas podem optar por tolerar crescimento mais forte e inflação mais alta, permitindo que as taxas de juros reais caiam e o peso da dívida diminua ao longo do tempo. Esse processo, conhecido como repressão financeira, tem precedentes históricos – como na década de 1950, quando o Federal Reserve limitou as taxas de juros de curto prazo para ajudar o governo a financiar a dívida. O Banco do Japão é um exemplo mais recente.

Fora dos Estados Unidos, observamos pressões crescentes sobre as finanças públicas, refletidas em prêmios de risco de longo prazo mais elevados. Mundialmente, os rendimentos dos títulos soberanos de 30 anos subiram este ano, acompanhando o aumento dos prêmios de prazo. (No Japão, alta de 75 pontos-base; Holanda, 65; Alemanha, 62; França, 55; Portugal, 41; Espanha, 27 pontos-base.)

As pressões são mais agudas no Reino Unido, onde a produtividade está estagnada há cinco anos e a inflação subjacente supera a de outros países desenvolvidos. A proporção de dias de negociação em que os mercados cambiais, de títulos e de ações registram quedas – nossa medida preferida de estresse fiscal em tempo real – está acima de 10% nos últimos três anos. O Reino Unido começa a se assemelhar mais a um mercado emergente, como o Brasil, do que aos Estados Unidos.

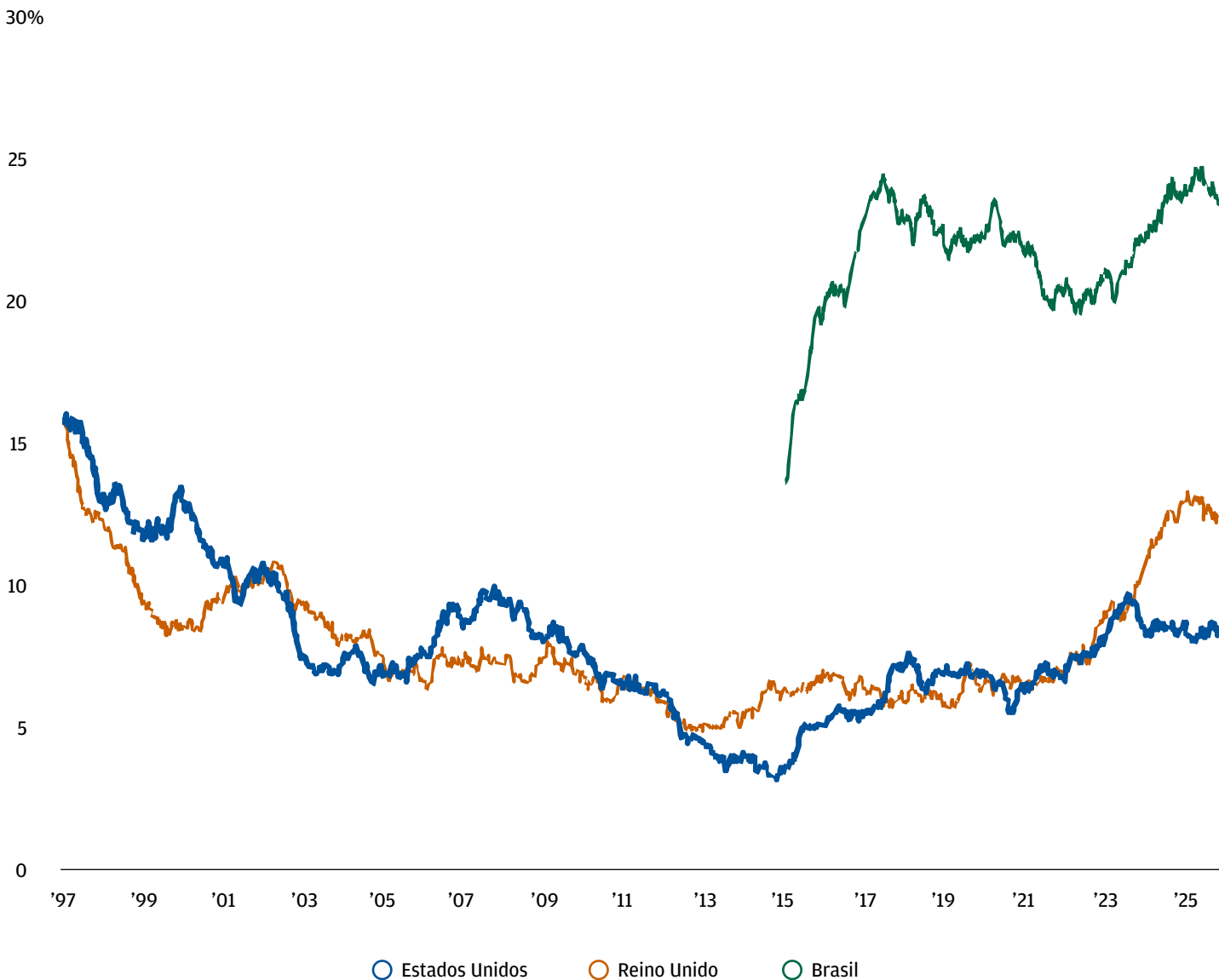
No momento, os investidores parecem confortáveis em financiar a dívida do governo americano. Os compradores de títulos do Tesouro dos Estados Unidos estão formando filas, com demanda média 2,6 vezes maior que a oferta. **No entanto, a crescente relação dívida/PIB, próxima de 120%, preocupa investidores e economistas. Resolver esse problema será desafiador.**

A arrecadação de impostos nos Estados Unidos, como percentual do PIB, está entre as mais baixas dos países da OCDE, sugerindo ampla capacidade – se não vontade política – de aumentar a receita e reduzir a dívida. Da mesma forma, os gastos obrigatórios com programas sociais, como Previdência Social e Medicare, poderiam ser reduzidos para “achatar a curva” de crescimento dos gastos. Essas opções, porém, podem ser politicamente impopulares, como mostra o recente debate sobre créditos fiscais da Lei de Acesso à Saúde.

Na ausência de grandes cortes nos gastos públicos, poderíamos ver um caminho menos direto para reduzir o endividamento do governo americano. Os formuladores de políticas poderiam enfraquecer a independência do Federal Reserve e, efetivamente, diluir a dívida por meio da inflação, promovendo um ambiente de crescimento nominal mais forte, com inflação mais alta e, ao menos no curto prazo, taxas de juros reais mais baixa.

A NEGOCIAÇÃO NO MERCADO SUGERE MAIOR PREOCUPAÇÃO COM O REINO UNIDO EM COMPARAÇÃO À POSIÇÃO FISCAL DOS EUA

% de pregões com queda simultânea nos mercados de ações, renda fixa e câmbio, em 3 anos consecutivos



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados até 31 de outubro de 2025.

Escassez no mercado imobiliário dos Estados Unidos

Como já mencionado, uma das principais lacunas de capacidade na economia global está no setor imobiliário dos Estados Unidos. Estimamos que, desde a crise financeira global, os Estados Unidos construíram entre 3 e 4 milhões de unidades habitacionais a menos do que o número de novos domicílios formados. Com base nas tendências atuais, pode levar até dez anos para eliminar essa diferença. Ao mesmo tempo, os preços dos imóveis permaneceram elevados, em parte devido ao efeito de “fixação” dos preços causado pelas baixas taxas de juros dos financiamentos imobiliários em 2020 e 2021, que incentivam os proprietários a manterem seus imóveis.

Preços elevados e taxas de juros mais altas se combinam para criar o pior cenário de acessibilidade à moradia desde a década de 1980. Atualmente, o custo mensal para comprar

uma casa é aproximadamente 50% maior do que o custo do aluguel de uma residência nos Estados Unidos.

Esse contexto apresenta uma oportunidade interessante para o setor imobiliário como classe de ativos. Até o final da década, mais de 6 milhões de pessoas entrarão na faixa etária de 35 a 49 anos,⁷¹ considerada ideal para a compra de imóveis. Diante da grande diferença entre o custo do aluguel e o da compra, esperamos um aumento na demanda por imóveis para locação, especialmente casas mais novas, adequadas para famílias e localizadas a uma distância razoável dos centros urbanos.

⁷¹ Relatório da CBO. *The Demographic Outlook: 2024 to 2054*. Janeiro de 2024. Projeções populacionais suplementares, atualizadas em 9 de fevereiro de 2024.



Implicações para os investidores

A inflação mais elevada torna muito mais difícil manter o poder de compra, um objetivo primordial para muitos investidores e famílias. Isso pode afetar especialmente os ativos de renda fixa e, de forma mais ampla, representa um desafio para as abordagens tradicionais de construção de portfólios.

Embora os títulos ainda possam desempenhar um papel tradicional nos portfólios de investimento, é necessário olhar além da renda fixa convencional para administrar de forma prudente o que acreditamos ser um regime de inflação estruturalmente mais alto e com maior volatilidade, tanto da inflação quanto das taxas de juros.

Regimes de inflação mais elevada resultam em maior volatilidade no mercado de títulos soberanos e em correlações mais acentuadas entre ações e títulos. De fato, metade das maiores quedas em portfólios tradicionais de ações e títulos ocorreu durante episódios inflacionários que levaram a aumentos nas taxas de juros pelos bancos centrais, como nas décadas de 1970 e 1980, e mais recentemente em 2022. A inflação também dificulta a recuperação do valor dos portfólios em termos ajustados pela inflação.

Durante a maior parte das últimas três décadas, os títulos soberanos serviram como proteção para os portfólios quando as ações sofreram quedas acentuadas. De 1997 a 2020, o S&P 500 registrou dez quedas superiores a 10%; em nove dessas ocasiões, os títulos do Tesouro dos Estados Unidos apresentaram retornos positivos, com média de 7%. Esse padrão funcionou porque a maioria dos choques era impulsionada pelo crescimento: quando a economia desacelerava, o Federal Reserve cortava as taxas de juros, os rendimentos caíam e os títulos do Tesouro se valorizavam.

No entanto, a era pós-pandemia mudou esse cenário. A inflação — e não o crescimento — passou a ser o principal choque, e o Federal Reserve respondeu com um aperto monetário agressivo. Em 2022, o índice S&P 500 caiu 25%, enquanto o índice do Tesouro dos Estados Unidos recuou 14%. Essa rara queda dupla quebrou as antigas regras da diversificação.

Veja o impacto em um portfólio tradicional “60/40” (60% em ações, 40% em títulos). Antes da covid, a volatilidade anual acumulada em três anos desse portfólio era de 7%. Após a covid, a volatilidade anual subiu para quase 12%.

Os investidores precisam de uma nova estratégia para mitigar o risco de inflação e gerenciar a correlação positiva entre ações e títulos. A renda fixa tradicional continua sendo um elemento essencial de um portfólio bem diversificado, mas deve ser complementada por ativos que diversifiquem em relação às ações e que tendam a apresentar melhor desempenho quando a inflação está elevada.

Identificamos três grupos de ativos que podem ajudar a atingir esses objetivos

1.

Commodities

Os preços das commodities são preços de insumos e, portanto, tendem a estar correlacionados com a inflação geral. Nossa previsão para os preços do petróleo bruto não antecipa grandes altas, considerando-se o excesso de oferta. No entanto, podem surgir oportunidades para vincular títulos estruturados ao petróleo no próximo ano, acessando uma fonte diferenciada de rendimento para os portfólios de investimento. O gás natural, insumo essencial para a construção de data centers de IA, representa atualmente cerca de 40% da geração de eletricidade nos Estados Unidos.⁷² Vemos oportunidades crescentes para investir em gasodutos e produtores de gás natural.

2.

Ativos reais, como infraestrutura e imóveis

Tanto a infraestrutura quanto o setor imobiliário costumam reduzir o risco de inflação, pois repassam o aumento dos preços por meio de seus contratos.

A **infraestrutura global** tem sido uma classe de ativos subestimada, embora historicamente tenha proporcionado retornos anuais de 8% a 12% em diferentes regimes de inflação.⁷³ Um fator-chave é a existência de fluxos de caixa contratuais de longo prazo e resistentes à inflação. Prevemos aceleração na demanda por energia (impulsionada pela eletrificação, industrialização e crescimento de data centers) e uma iniciativa estratégica para melhorar a resiliência da infraestrutura (em meio a preocupações com a infraestrutura antiga e a segurança nacional). O setor de energia representa, no momento, quase 60% do MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset Index, um aumento em relação aos 20% de dez anos atrás.⁷⁴ Apesar do aumento recente de investimentos, o setor ainda é insuficiente. Quase 80% dos family offices pesquisados recentemente disseram não ter nenhuma exposição a essa classe de ativos, apesar das preocupações com a inflação.

O **mercado imobiliário global** pode atuar como um instrumento para mitigar os efeitos da inflação por meio de reajustes de aluguel e frequentes renegociações de contratos, ajudando a preservar a renda à medida que os valores dos imóveis aumentam com os custos de terrenos, mão de obra e materiais. Observamos os primeiros sinais de recuperação no setor imobiliário tradicional após uma queda de vários anos. Do terceiro trimestre de 2022 ao terceiro trimestre de 2024, os retornos do setor imobiliário comercial caíram 18,5%, apesar do crescimento de 8% na receita operacional líquida,⁷⁵ destacando uma desconexão e uma oportunidade em potencial. Estamos focados em setores com fundamentos sólidos e duradouros – especialmente os de aluguel e o industrial – impulsionados pela mudança para o aluguel (em vez da compra) e pela reindustrialização dos Estados Unidos, respectivamente. Acreditamos que essas tendências remodelarão o mercado imobiliário nos próximos anos.

3.

Hedge funds menos correlacionados e estratégias alternativas líquidas

Uma estatística ilustra o potencial dos alternativos líquidos (estruturas que oferecem estratégias como acompanhamento de tendências, ações compradas e vendidas e macro global em formato mais líquido) e de certos hedge funds para aumentar os retornos e reduzir o risco de inflação: nos últimos dez anos, um portfólio 60/30/10, com 10% em investimentos alternativos, apresentou retornos superiores ao portfólio 60/40 em quase 70% das vezes, e superou o mercado em todas as ocasiões desde 2021, quando a inflação começou a subir de forma significativa.

Desde 1990, nos trimestres em que os retornos de ações e títulos caíram, os hedge funds macroeconômicos obtiveram retorno médio anual de 3%, em comparação com uma queda média de 14% para um portfólio 60/40. Atualmente, as estratégias de hedge funds se beneficiam de uma dinâmica de mercado mais favorável: a dispersão entre ações é maior, a correlação implícita é menor e o risco idiossincrático é mais elevado. Isso significa que mais ativos se movem por motivos específicos, criando um ambiente fértil para a seleção criteriosa de investimentos.

Tanto os alternativos líquidos quanto os hedge funds proporcionam acesso a diferentes ativos e técnicas (como arbitragem e títulos em dificuldades financeiras) normalmente indisponíveis em portfólios tradicionais. Dessa forma, oferecem exposição a fontes de retorno não convencionais. Atualmente, temos convicção especial em estratégias de valor relativo e macroeconômicas discricionárias, nas quais a seleção de gestores é fundamental para os resultados do portfólio.

Considerando o potencial para um ambiente inflacionário mais rígido e volátil, acreditamos que os investidores devem se concentrar em ativos com menor volatilidade em relação às ações, mas com correlação positiva com a inflação. Essa abordagem ajudará a manter o poder de compra, reduzir perdas e, de modo geral, tornar os portfólios mais resilientes. Talvez a exposição mais difícil de encontrar seja aquela que apresenta bom desempenho em um cenário de inflação persistente e crescimento desacelerado. Com base em exemplos históricos, ouro e estratégias de hedge funds diversificados têm apresentado resultados mais promissores.

Mesmo em um cenário básico, no qual os bancos centrais mantenham a inflação próxima da meta, os retornos potenciais dessas estratégias oferecem um caminho prudente para a gestão de riscos. Nos mercados de ações, uma curva de juros mais inclinada pode beneficiar os bancos, que continuam sendo um dos nossos setores preferidos.

Avalie as características específicas dos ativos e considere como eles podem (ou não) complementar outros ativos do seu portfólio. Hedge funds menos correlacionados e alternativos líquidos apresentam perfis de liquidez e volatilidade muito diferentes da renda fixa tradicional. Por isso, recomendamos que a exposição a esses ativos não ultrapasse 25% da alocação tradicional em renda fixa.

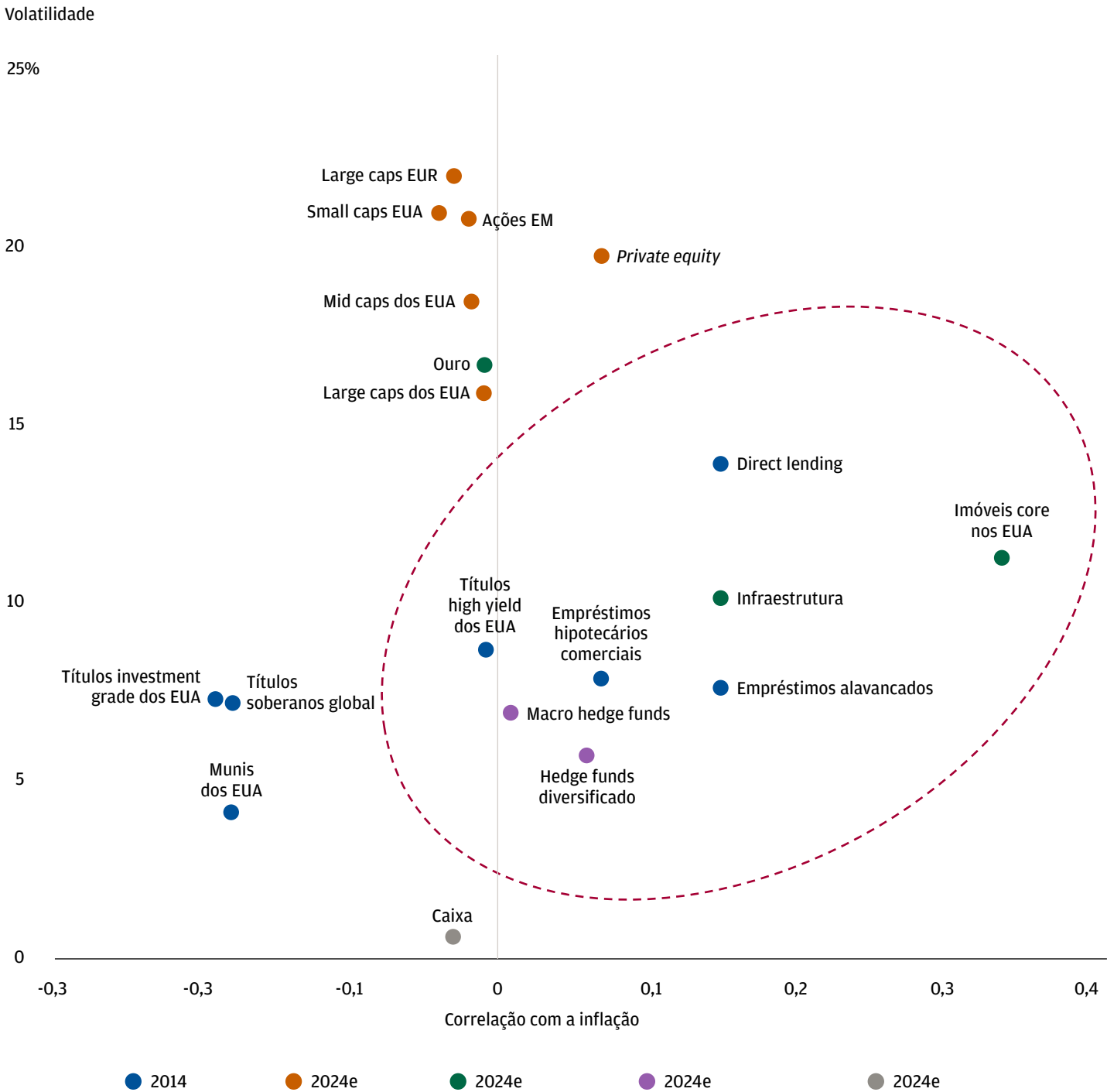
72 U.S. Energy Information Administration. *U.S. energy facts explained*. Dados de 2023.

73 MSCI e Bloomberg. Dados conforme disponibilidade em junho de 2025.

74 MSCI. Dados mais recentes disponíveis em junho de 2025.

75 J.P. Morgan Asset Management – *Real Estate Americas*. Dados de 31 de dezembro de 2024.

PARA MITIGAR O RISCO DE INFLAÇÃO, OS INVESTIDORES DEVEM CONSIDERAR CONCENTRAR-SE EM COMMODITIES, ATIVOS REAIS E CERTAS ESTRATÉGIAS ALTERNATIVAS



Fonte: Premissas de mercado de capitais de longo prazo do J.P. Morgan Asset Management.
Dados até 30 de setembro de 2025.

Conclusão:

Uma nova era para os investidores

Os investidores estão diante de uma nova era, repleta de oportunidades e desafios. A inteligência artificial anuncia uma transformação profunda, mas também envolve riscos de excesso de investimento, euforia exagerada e mudanças no mercado de trabalho. A globalização está cedendo espaço à fragmentação, aumentando a importância de cadeias de suprimentos resilientes e de recursos críticos. A inflação, embora menos visível, continua sendo uma ameaça persistente ao poder de compra no longo prazo.

Com planejamento intencional, análise rigorosa e o alcance de nossa plataforma global, podemos ajudá-lo a atravessar essas mudanças, transformando a mudança estrutural em vantagem estratégica para você e sua família.



Missão

O grupo do Global Investment Strategy oferece insights de referência no setor e estratégias de investimento para ajudar nossos clientes a alcançar seus objetivos de longo prazo. A equipe utiliza o amplo conhecimento e experiência de seus economistas, estrategistas de investimentos e especialistas em classes de ativos para proporcionar uma visão diferenciada sobre os mercados financeiros globais.

EXECUTIVE SPONSORS

Clay Erwin

Global Head of Investment Sales & Trading

Stephen Parker

Co-Head of Global Investment Strategy

Grace Peters

Co-Head of Global Investment strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative Solutions

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Aussenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Weiheng Chen

Senior APAC Strategist

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Senior EMEA Strategist

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Sitara Sundar

Head of Alternative Investment Strategy

Brigid Whelan

Head of Investment Content Strategy

Alex Wolf

Global Head of Macro & FICC Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Senior Macro & FX Strategist

DEFINIÇÕES E INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Observação: os índices destinam-se a fins meramente ilustrativos, não constituem produtos de investimento e podem não ser considerados para investimento direto. Os índices constituem uma ferramenta de previsão ou comparação inerentemente frágil.

Todos os índices denominados em dólares americanos, salvo indicação em contrário.

Bloomberg Euro Aggregate Government – Treasury (7-10Y)

Index: mede o desempenho de títulos governamentais denominados em euros emitidos por países da Zona do Euro, com vencimentos entre sete e dez anos. Serve como referência para investimentos em títulos públicos de médio prazo na Zona do Euro.

Bloomberg Global Aggregate Index: índice abrangente de referência para os mercados globais de dívida com taxa fixa e grau de investimento, incluindo os índices US Aggregate, Pan-European Aggregate e Asian-Pacific Aggregate. Inclui uma ampla variedade de subíndices padrão e personalizados, categorizados por liquidez, setor, qualidade e vencimento.

Bloomberg US Aggregate Bond Index: índice de referência abrangente para o mercado de títulos tributáveis dos EUA com grau de investimento, denominados em dólar e taxa fixa. Inclui títulos tributáveis classificados como BBB ou superior, com vencimento de um ano ou mais e valor nominal mínimo de US\$ 100 milhões. Abrange Treasuries, títulos vinculados ao governo, títulos corporativos, MBS (pass-throughs fixos de agências), ABS e CMBS (agência e não agência).

Bloomberg US Aggregate Corporate High Yield Index: índice que acompanha o desempenho de títulos corporativos em dólar, high yield e taxa fixa. Inclui títulos classificados como Ba1/BB+/BB+ ou abaixo pela Moody's, Fitch e S&P, exceto títulos de emissores classificados como mercados emergentes pela Bloomberg.

Bretton Woods (o Acordo de Bretton Woods): um marco da história financeira internacional, estabelecido em 1944, que criou um sistema de taxas de câmbio fixas e levou à fundação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial. O sistema visava promover estabilidade e cooperação econômica global após a Segunda Guerra Mundial, mas foi substituído por taxas de câmbio flutuantes nos anos 1970.

Despesas de capital (Capex): referem-se aos fundos alocados por uma empresa para adquirir ou atualizar ativos físicos, como propriedades, edifícios industriais ou equipamentos. Essas despesas costumam ser usadas para iniciar novos projetos ou investimentos, aumentando o valor da empresa em longo prazo.

Computação em nuvem: entrega de serviços de computação – como armazenamento, software e processamento – pela internet (“a nuvem”), em vez de servidores locais ou dispositivos pessoais. Permite acesso sob demanda a recursos tecnológicos, geralmente em modelo de pagamento conforme o uso, oferecendo flexibilidade e escalabilidade.

EBITDA: sigla de Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization – Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. É uma métrica usada para medir a lucratividade operacional e o fluxo de caixa de uma empresa. Calcula-se tomando o lucro líquido e adicionando juros, impostos, depreciação e amortização.

Índice de Produtividade do Trabalho da União Europeia: mede a eficiência do trabalho na UE por meio da avaliação da remuneração real por empregado. O índice mostra o quanto os insumos de trabalho contribuem para a produção econômica, oferecendo insights sobre desempenho e competitividade regional.

FTSE EPRA NAREIT Global REITs Index: índice que acompanha o desempenho de fundos imobiliários (REITs) listados globalmente, fornecendo uma visão abrangente do mercado imobiliário mundial em diversos setores e regiões.

G-7 (Grupo dos Sete): fórum informal de sete das principais economias desenvolvidas: Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos. O G-7 se reúne regularmente para discutir e coordenar políticas econômicas, questões globais e cooperação internacional.

MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset Index: acompanha o desempenho de ativos privados de infraestrutura no mundo, como transporte, energia e utilidades. Atualizado trimestralmente, serve como referência para retornos e tendências do mercado global de infraestrutura privada, refletindo mudanças nos valores e na renda gerada por esses ativos essenciais.

DEFINIÇÕES E INFORMAÇÕES IMPORTANTES

NASDAQ (EUA): uma das principais bolsas de valores dos EUA, conhecida por sua plataforma de negociação eletrônica e foco em empresas de tecnologia e crescimento. Abrange o índice NASDAQ-100, que inclui 100 das maiores empresas não financeiras listadas na bolsa, sendo um indicador-chave do desempenho do setor de tecnologia.

OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico): organização internacional composta principalmente por países desenvolvidos, dedicada a promover políticas que melhorem o bem-estar econômico e social. A OCDE oferece pesquisas, análises e um espaço de cooperação em temas como crescimento, comércio, educação e governança.

Índice de Despesas de Consumo Pessoal (PCE): medida abrangente dos preços pagos por bens e serviços pelos residentes dos EUA ou em seu nome. Capta de forma efetiva a inflação ou a deflação em uma ampla gama de despesas do consumidor, refletindo mudanças no comportamento de consumo.

Preferenciais (Preferreds): tipo de ação que geralmente paga dividendos fixos e tem prioridade sobre ações ordinárias em caso de liquidação da empresa. Normalmente não oferecem direito a voto, mas proporcionam renda mais previsível e maior prioridade sobre ativos em comparação aos acionistas comuns.

S&P 500®: amplamente considerado o principal indicador do mercado de ações dos EUA, este índice inclui 500 empresas líderes nos principais setores, com foco no segmento de grande capitalização. Representa aproximadamente 80% da capitalização total do mercado, o que o torna um indicador-chave do desempenho geral do mercado.

SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication): rede global de mensagens usada por bancos e instituições financeiras para transmitir, com segurança, informações e instruções para pagamentos e outras transações. A SWIFT não movimenta dinheiro diretamente, mas permite uma comunicação rápida e padronizada entre entidades financeiras no mundo todo.

Departamento de Tesouro dos EUA de 10 anos (U.S. 10-Year Treasury Yield): a taxa de juros paga pelo governo dos Estados Unidos em seu título do Tesouro de 10 anos. Serve como referência para outras taxas de juros e reflete o sentimento dos investidores sobre as condições econômicas futuras e a inflação.

Índice de Produtividade do Trabalho dos EUA (U.S. Labor Productivity Index): mede a eficiência do trabalho no setor empresarial não agrícola dos EUA, calculando a produção real por hora trabalhada. Esse índice reflete a eficácia com que os insumos de trabalho são convertidos em produção econômica, servindo como um indicador essencial de produtividade e desempenho econômico.

JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions **(Suposições de mercado de capitais de longo prazo do JPMAM)**

Considerando-se as complexas compensações entre risco e recompensa envolvidas, aconselhamos os clientes a confiar no julgamento, bem como em abordagens de otimização quantitativa, na definição de alocações estratégicas. Todas as informações mostradas são baseadas em análises qualitativas. A confiança exclusiva no acima exposto não é aconselhável. Estas informações não pretendem ser uma recomendação de investimento em nenhuma classe ou estratégia de ativos específica ou uma promessa de desempenho futuro. Essas suposições de classe de ativos e estratégia são apenas passivos – não consideram o impacto da gestão ativa. As referências a retornos futuros não são promessas ou mesmo estimativas de retornos reais que um portfólio de clientes possa alcançar. Suposições, opiniões e estimativas são fornecidas apenas para fins ilustrativos. Elas não devem ser encaradas como recomendações para a compra ou venda de títulos. Projeções de tendências dos mercados financeiros baseadas nas condições atuais do mercado constituem nosso julgamento e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Acreditamos que as informações fornecidas aqui sejam confiáveis, mas não garantimos sua integralidade ou precisão. Este material foi preparado apenas para fins informativos e não se destina a fornecer, nem deve ser considerado, aconselhamento contábil, jurídico ou fiscal. Os resultados das suposições são fornecidos apenas para fins de ilustração/discussão e estão sujeitos a limitações significativas. As estimativas de retorno “esperado” ou “alfa” estão sujeitas a incertezas e erros. Por exemplo, mudanças nos dados históricos a partir dos quais a estimativa é feita resultarão em implicações diferentes para os retornos da classe de ativos. A rentabilidade esperada para cada classe de ativos está condicionada a um cenário econômico; os retornos reais caso o cenário se concretize podem ser maiores ou menores, como acontecia no passado; portanto, um investidor não deve esperar obter retornos semelhantes aos resultados aqui mostrados. As referências a retornos futuros para estratégias de alocação de ativos ou classes de ativos não são promessas de retornos reais que um portfólio de clientes possa alcançar. Em virtude das limitações inerentes a todos os modelos, os possíveis investidores não devem confiar exclusivamente no modelo ao tomar uma decisão. O modelo não pode considerar o impacto que fatores econômicos, de mercado e outros podem ter na implementação e gestão contínua de um portfólio de investimentos real. Ao contrário dos resultados reais do portfólio, os resultados do modelo não refletem as negociações reais, as restrições de liquidez, as taxas, as despesas, os impostos e outros fatores que possam afetar os retornos futuros.

As suposições do modelo são apenas passivas – não consideram o impacto da gestão ativa. A capacidade de um gestor para alcançar resultados semelhantes está sujeita a fatores de risco sobre os quais o gestor pode ter controle nulo ou limitado. As opiniões aqui contidas não devem ser tomadas como conselho ou recomendação para comprar ou vender qualquer investimento em qualquer jurisdição, nem é um compromisso da J.P. Morgan Asset Management ou de qualquer uma de suas subsidiárias participar de qualquer uma das transações aqui mencionadas. Todas as projeções, dados, opiniões ou técnicas e estratégias de investimento descritas têm caráter meramente informativo, são baseadas em determinadas premissas e nas condições atuais de mercado e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Todas as informações aqui apresentadas são consideradas precisas no momento da produção. Este material não contém informações suficientes para apoiar uma decisão de investimento e você não deve usá-lo para avaliar os méritos de investir em quaisquer produtos ou valores mobiliários. Além disso, os usuários devem fazer uma avaliação independente das implicações jurídicas, regulamentares, tributárias, creditícias e contábeis e determinar, juntamente com seu próprio profissional financeiro, se algum dos investimentos aqui mencionados é considerado adequado a seus objetivos pessoais. Os investidores devem certificar-se de obter todas as informações pertinentes disponíveis antes de efetuar qualquer investimento. Deve-se salientar que investimentos envolvem riscos, que seus valores e rendimentos podem flutuar de acordo com as condições de mercado e acordos de tributação, e que os investidores podem não recuperar integralmente o valor investido. O desempenho e o rendimento passados não são indicadores confiáveis dos resultados atuais e futuros.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Principais riscos

Títulos High Yield – Títulos high yield (com classificação BB+/Ba1 ou inferior) envolvem risco mais elevado, pois são classificados abaixo do grau de investimento, ou podem não ter classificação, o que implica maior risco de inadimplência do emissor. Além disso, o risco de rebaixamento de rating é maior para títulos high yield em comparação com títulos de grau de investimento. Investir em ativos alternativos envolve riscos mais elevados do que os investimentos tradicionais e é adequado apenas para investidores sofisticados.

Os investimentos alternativos envolvem riscos maiores do que os investimentos tradicionais e não devem ser considerados um programa de investimento completo. Eles geralmente não são eficientes do ponto de vista tributário, e o investidor deve consultar seu assessor fiscal antes de investir. Os investimentos alternativos têm taxas mais elevadas que os investimentos tradicionais; além disso, podem ser altamente alavancados e envolver-se em técnicas de investimento especulativo, o que pode ampliar o potencial de perda ou ganho de investimento. O valor do investimento tanto pode diminuir como aumentar, e os investidores podem receber menos do que investiram originalmente. Produtos estruturados envolvem derivativos. Não invista neles a menos que você compreenda totalmente e esteja disposto a assumir os riscos a eles associados. Os riscos mais comuns incluem, entre outros, o risco de desenvolvimentos adversos ou imprevistos no mercado, o risco de qualidade de crédito do emissor, o risco de falta de precificação padrão uniforme, o risco de eventos adversos envolvendo quaisquer obrigações de referência subjacentes, o risco de alta volatilidade, o risco de iliquidez/ pouco ou nenhum mercado secundário e conflitos de interesse. Antes de investir em um produto estruturado, os investidores devem revisar o documento de oferta, prospecto ou suplemento de prospecto correspondente para entender os termos reais e os principais riscos associados a cada produto estruturado. Todos os pagamentos de um produto estruturado estão sujeitos ao risco de crédito do emissor e/ou do garantidor. Os investidores podem perder todo o seu investimento, ou seja, incorrer em uma perda ilimitada. O acima exposto não é uma lista exaustiva de todos os riscos. Para obter uma lista mais abrangente dos riscos envolvidos com esse produto específico, fale com sua equipe do J.P. Morgan. Em caso de dúvida quanto aos riscos envolvidos nesses produtos, procure esclarecimentos com o intermediário ou busque assessoria profissional independente.

O desempenho passado não é garantia de resultados futuros. Não é possível investir diretamente em um índice.

Investimentos em mercados emergentes podem não ser adequados para todos os investidores. Mercados emergentes envolvem um grau maior de risco e maior volatilidade. Variações nas taxas de câmbio e diferenças nos procedimentos contábeis e tributários fora dos EUA podem elevar ou diminuir os retornos. Alguns mercados estrangeiros podem não ter a mesma estabilidade política e econômica que os Estados Unidos e outros países. Os investimentos em mercados emergentes podem ser mais voláteis.

Os investimentos em commodities podem ter volatilidade maior que as aplicações em títulos tradicionais. O valor de commodities pode ser afetado por alterações nos movimentos gerais do mercado, volatilidade do índice de commodities, mudanças nas taxas de juros ou fatores que afetam determinado setor ou commodity, como secas, enchentes, clima, doenças animais, embargos, tarifas e desdobramentos econômicos, políticos e regulatórios internacionais. O investimento em commodities cria uma oportunidade de maior retorno mas, ao mesmo tempo, envolve a possibilidade de maiores perdas. Nem todas as estratégias de opções são adequadas para todos os investidores. Certas estratégias podem expor os investidores a potenciais riscos e perdas. Recomenda-se que os investidores considerem cuidadosamente se as opções, estratégias ou produtos relacionados a opções são adequados para suas necessidades.

APENAS PARA FINS INFORMATIVOS—a J.P. Morgan Securities LLC não endossa, assessora, transmite, vende ou executa transações de qualquer tipo de moeda virtual. OBSERVAÇÃO: a J.P. Morgan Securities LLC não atua como intermediária nem minera, transmite, custodia, armazena, vende, troca, controla, administra ou emite qualquer tipo de moeda virtual, incluindo qualquer unidade digital usada como meio de troca ou forma de valor armazenado digitalmente.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES

O desempenho passado e as perspectivas não são garantia de resultados futuros. Não é possível investir diretamente em um índice. Consulte “Definição de índices e termos” para obter informações importantes. Todas as empresas mencionadas são mostradas apenas para fins ilustrativos e não pretendem ser uma recomendação ou endosso do J.P. Morgan neste contexto. Todos os dados de mercado e econômicos são de outubro de 2025 e têm como fonte Bloomberg Finance L.P. e FactSet, salvo indicação em contrário.

Este material destina-se apenas a fins informativos e pode informar você sobre determinados produtos e serviços oferecidos pelos negócios de private banking, parte do JPMorganChase & Co. (“JPM”). Os produtos e serviços descritos, bem como as taxas, os encargos e as taxas de juros associados, estão sujeitos a alterações de acordo com os contratos de conta aplicáveis e podem diferir entre as localidades geográficas. Nem todos os produtos e serviços são oferecidos em todos os locais. Se você for uma pessoa com deficiência e precisar de apoio adicional para acessar este material, entre em contato com a equipe do J.P. Morgan ou envie um e-mail para accessibility.support@jpmorgan.com para obter ajuda. **Leia todas as informações importantes.**

Apenas para fins ilustrativos. Estimativas, previsões e comparações são baseadas nas datas indicadas no material.

RISCOS E CONSIDERAÇÕES GERAIS

Qualquer visão, estratégia ou produto discutido neste material pode não ser adequada a todas as pessoas e estão sujeitos a riscos. **Os investidores podem receber menos do que investiram e o desempenho no passado não é um indicativo confiável de resultados futuros.** A alocação de ativos não garante lucro ou protege contra perdas. Nenhum item deste material deve ser utilizado de forma isolada com o objetivo de tomar uma decisão de investimento. Você deve avaliar cuidadosamente se os serviços, produtos, classes de ativos (ex.: títulos, renda fixa, investimentos alternativos, *commodities*, etc.) ou estratégias discutidas estão adequados às suas necessidades. Também é necessário considerar os objetivos, riscos, encargos e despesas associados com um serviço, produto ou estratégia de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Para isso e para informações mais completas, inclusive discussões sobre os seus objetivos/situação, entre em contato com a sua equipe do J.P. Morgan.

NÃO-COMPROMETIMENTO

Algumas informações contidas neste material são consideradas confiáveis; entretanto, o JPM não garante a sua exatidão, confiabilidade ou completude, nem se responsabiliza por perdas ou danos (diretos ou indiretos) resultantes do uso de todo ou de parte deste material. Não há declaração ou garantia alguma referente aos cálculos, gráficos, tabelas, diagramas ou

comentários neste material, que são fornecidos apenas para fins ilustrativos/de referência. As visões, opiniões, estimativas e estratégias expressas neste material constituem nossa avaliação com base nas atuais condições de mercado e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. O JPM não assume qualquer obrigação de atualizar as informações neste material caso essas venham a mudar. Visões, opiniões, estimativas e estratégias expressas no presente documento podem diferir daquelas expressas por outras áreas do JPM, visões expressas em outros contextos e para outros fins, e **este material não deve ser considerado um relatório de pesquisa.** Os resultados e riscos projetados estão embasados exclusivamente nos exemplos hipotéticos citados, e resultados e riscos reais poderão variar dependendo das condições específicas. Declarações prospectivas não devem ser consideradas garantias ou previsões de eventos futuros.

Este documento não deve ser interpretado como resultando em algum dever de diligência ou relacionamento de consultoria com você ou algum terceiro. Nada neste documento deve ser entendido como uma oferta, solicitação, recomendação ou assessoria (seja financeira, contábil, jurídica, fiscal ou outros) dada pelo J.P. Morgan e/ou seus diretores ou empregados, independentemente de esta comunicação ter sido fornecida por solicitação sua. O J.P. Morgan e suas coligadas e empregados não oferecem assessoria fiscal, jurídica ou contábil. Você deve consultar os seus próprios assessores fiscais, jurídicos ou contábeis antes de efetuar alguma transação financeira.

INFORMAÇÃO IMPORTANTE SOBRE SEUS INVESTIMENTOS E POTENCIAIS CONFLITOS DE INTERESSE

Os conflitos de interesse surgem quando a JPMorgan Chase Bank, N.A. ou alguma de suas coligadas (juntos, “J.P. Morgan”) têm um incentivo econômico ou de outra espécie, real ou percebido, na gestão dos portfólios de nossos clientes para agir de forma a beneficiar a J.P. Morgan. Os conflitos resultarão, por exemplo (desde que as seguintes atividades sejam permitidas na sua conta): (1) quando o J.P. Morgan investe em um produto de investimento, como um fundo mútuo, produto estruturado, conta gerida separadamente ou fundo hedge emitido ou gerido por JPMorgan Chase Bank, N.A. ou uma coligada, tal como a J.P. Morgan Investment Management Inc.; (2) quanto uma entidade do J.P. Morgan obtém serviços, incluindo a execução e compensação de transações, de uma coligada; (3) quando o J.P. Morgan recebe pagamento como resultado da compra de um produto de investimento para a conta de um cliente; ou (4) ou quando o J.P. Morgan recebe pagamento pela prestação de serviços (incluindo serviços a acionistas, registros e custódia) em relação a produtos de investimentos adquiridos para o portfólio de um cliente. Outros conflitos resultarão do relacionamento que o J.P. Morgan tem com outros clientes ou quando o J.P. Morgan age em nome próprio.

DEFINIÇÕES E INFORMAÇÕES IMPORTANTES

As estratégias de investimentos são selecionadas tanto de gestores de ativos do J.P. Morgan e de terceiros, e estão sujeitas a processos de avaliação pelas nossas equipes de pesquisa gerenciais. Dessa gama de estratégias, nossas equipes de construção de portfólio selecionam aquelas estratégias que acreditamos serem adequadas aos seus objetivos de alocação de ativos e visões de futuro, de forma a atender o objetivo de investimento do portfólio.

De maneira geral, preferimos as estratégias geridas pelo J.P. Morgan. Esperamos que a proporção das estratégias geridas pelo J.P. Morgan seja alta (na verdade, até 100 por cento) em estratégias como, por exemplo, renda fixa de alta qualidade e à vista, sujeita à legislação aplicável e quaisquer considerações específicas de conta.

Apesar de nossas estratégias geridas internamente geralmente se alinharem bem com nossas visões de futuro, e estarmos familiarizados com os processos de investimento, assim como com a filosofia de risco e *compliance* da empresa, é importante notar que o J.P. Morgan recebe mais comissões gerais quando estratégias geridas internamente são incluídas. Oferecemos a opção de escolher excluir estratégias geridas pelo J.P. Morgan (que não os produtos de liquidez e à vista) em alguns portfólios.

PESSOA JURÍDICA, MARCA E INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS

Nos **Estados Unidos**, contas de depósito bancário e serviços relacionados, tais como contas correntes, investimentos e empréstimos bancários, são oferecidos por **JPMorgan Chase Bank, N.A.** Associada à FDIC.

O **JPMorgan Chase Bank, N.A.** e suas coligadas (coletivamente “**JPMCB**”) oferecem produtos de investimento, que podem incluir contas de investimento geridas pelo banco e de custódia, como parte de seus produtos de trust e fiduciários. Outros produtos e serviços de investimento, tais como contas de consultoria e corretagem, são oferecidos através do **J.P. Morgan Securities LLC (“JPMS”)**, associado da FINRA e SIPC. Produtos de seguros estão disponíveis por meio da Chase Insurance Agency, Inc. (CIA), uma agência de seguros licenciada, operando como Chase Insurance Agency Services, Inc., na Flórida. JPMCB e JPMS são empresas coligadas sob o controle comum de JPMorgan Chase & Co. Os produtos não estão disponíveis em todos os estados.

Na **Alemanha**, este material é emitido por **J.P. Morgan SE**, com sede em Taunustor 1 (Taunusturm), 60310 Frankfurt am Main, Alemanha, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE). No **Luxemburgo**, este material é emitido por **J.P. Morgan SE – Sucursal de Luxemburgo**, com sede no European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxemburgo, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central

Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Sucursal de Luxemburgo também é supervisionada pela Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF); registrado sob RCS Luxemburgo B255938. No **Reino Unido**, este material é emitido por **J.P. Morgan SE – Sucursal de Londres**, com sede em 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Sucursal de Londres também é supervisionada pela Financial Conduct Authority e pela Prudential Regulation Authority. Na **Espanha**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE, Sucursal en España**, com sede em Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Espanha, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE, Sucursal en España também é supervisionado pela Comissão do Mercado de Valores da Espanha (CNMV); registrado no Banco da Espanha como sucursal do J.P. Morgan SE sob o código 1567. Na **Itália**, este material é distribuído pela **J.P. Morgan SE – Sucursal de Milão**, com sede na Via Cordusio, n.3, Milão 20123, Itália, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Sucursal de Milão também é supervisionada pelo Banco da Itália e pela Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); registrado no Banco da Itália como uma sucursal do J.P. Morgan SE sob o código 8076; Número registrado da Câmara de Comércio de Milão: REA MI 2536325. Na **Holanda**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE – Sucursal de Amsterdã**, com sede no World Trade Center, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Holanda, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Sucursal de Amsterdã também é supervisionada pelo De Nederlandsche Bank (DNB) e pela Autoriteit Financiële Markten (AFM) na Holanda. Registrada no Kamer van Koophandel como uma filial da J.P. Morgan SE sob o número de registro 72610220. Na **Dinamarca**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE – Sucursal de Copenhagen, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland**, com sede em Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Dinamarca, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Sucursal de Copenhagen, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland também é supervisionada pela Finanstilsynet (FSA dinamarquesa) e está registrada na Finanstilsynet como uma filial do J.P. Morgan SE sob o código 29010. Na **Suécia**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial**, com sede em Hamngatan 15, Estocolmo, 11147, Suécia, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

DEFINIÇÕES E INFORMAÇÕES IMPORTANTES

(BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial também é supervisionado pela Finansinspektionen (FSA sueca); registrado com Finansinspektionen como uma sucursal do J.P. Morgan SE. Na **Bélgica**, este material é distribuído pela **J.P. Morgan SE – Filial de Bruxelas**, com sede em 35 Boulevard du Régent, 1000, Bruxelas, Bélgica, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, pelo Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e pelo Banco Central Europeu (BCE); a filial do J.P. Morgan SE em Bruxelas também é supervisionada pelo Banco Nacional da Bélgica (NBB) e pela Autoridade de Serviços e Mercados Financeiros (FSMA) na Bélgica; com registro no NBB sob o número 0715.622.844. Na **Grécia**, este material é distribuído pela **J.P. Morgan SE – Filial de Atenas**, com sede em 3 Haritos Street, Atenas, 10675, Grécia, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, pelo Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e pelo Banco Central Europeu (BCE); a filial do J.P. Morgan SE em Atenas também é supervisionada pelo Banco da Grécia; registrada no Banco da Grécia como filial do J.P. Morgan SE sob o código 124; com registro na Câmara de Comércio de Atenas sob o número 158683760001; Número de IVA 99676577. Na **França**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE - Sucursal de Paris**, com sede social em 14, Place Vendôme, 75001 Paris, França, autorizado pela Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado em conjunto com a BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE) com o código 842 422 972. A J.P. Morgan SE – Sucursal de Paris também é supervisionada pelas autoridades bancárias francesas, a Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) e a Autorité des Marchés Financiers (AMF). Na **Suíça**, este material é distribuído por **J.P. Morgan (Suisse) SA**, com sede na rue du Rhône, 35, 1204, Genebra, Suíça, autorizada e supervisionada pela Autoridade Supervisora do Mercado Financeiro da Suíça (FINMA), como banco e corretor de valores mobiliários na Suíça.

Esta comunicação é um anúncio publicitário para os fins da Diretiva de Mercados de Instrumentos Financeiros (MIFID II) e da Lei de Serviços Financeiros da Suíça (FINSa) e. Os investidores não devem subscrever ou comprar quaisquer instrumentos financeiros referidos neste anúncio, exceto com base nas informações contidas em qualquer documentação legal aplicável, que está ou deverá ser disponibilizada nas jurisdições relevantes.

Em **Hong Kong**, este material é distribuído por **JPMCB, filial Hong Kong**. JPMCB, filial Hong Kong, é regulada pela Hong Kong Monetary Authority e pela Securities and Futures Commission of Hong Kong. Em Hong Kong, deixaremos de usar os seus dados pessoais para fins de marketing, sem custo, mediante a sua solicitação. Em **Singapura**, este material é distribuído por **JPMCB, filial Singapura**. O JPMCB, filial Singapura é

regulado pela Monetary Authority of Singapore. Os serviços de corretagem e consultoria e serviços de gestão discricionária de investimentos são prestados por JPMCB, filial Hong Kong/ Singapura (conforme informado a você). Os serviços bancários e de custódia são prestados a você por JPMCB, filial Hong Kong/ Singapura (conforme informado a você). Para os materiais que constituem anúncios de produtos conforme as leis Securities and Futures Act e Financial Advisers Act, este anúncio não foi revisado pela Monetary Authority of Singapore. JPMorgan Chase Bank, N.A., uma associação bancária nacional, constituída mediante as leis dos Estados Unidos, sendo uma pessoa jurídica, a responsabilidade cível dos acionistas é limitada. Ela está registrada como uma empresa estrangeira na Austrália com o número de registro australiano 074 112 011.

Em relação aos **países da América Latina**, a distribuição deste material pode estar restrita a algumas jurisdições. Podemos oferecer e/ou vender valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros que podem não estar registrados em, e que não estejam sujeitos a uma oferta pública mediante as leis ou outros instrumentos de regulamentação de valores mobiliários ou outras normas financeiras em seu país. Esses valores mobiliários ou instrumentos são oferecidos e/ou vendidos apenas de forma privada. Qualquer comunicação de nossa parte em relação a esses valores mobiliários ou instrumentos, incluindo, sem limitação, a entrega de prospectos, cartas de intenções ou outros documentos de ofertas, não constituindo de nossa parte uma oferta de venda ou solicitação de uma oferta de compra de quaisquer valores mobiliários ou instrumentos em qualquer jurisdição na qual essa oferta ou solicitação seja ilegal. Além disso, esses valores mobiliários ou instrumentos podem estar sujeitos a determinadas restrições regulamentares ou contratuais na transferência subsequente por você e você é o único responsável por verificar e cumprir essas restrições. Caso este conteúdo faça referência a um fundo, o fundo pode não ser oferecido publicamente em países da América Latina sem registro prévio dos títulos desse fundo em conformidade com as leis da jurisdição correspondente.

JPMS é uma marca empresa estrangeira registrada (no exterior) (ARBN 109293610) constituída no estado de Delaware, EUA. Conforme as exigências de licenciamento de serviços financeiros da Austrália, para se prestar serviços financeiros na Austrália é necessário ter um provedor de serviços financeiros, como J.P. Morgan Securities LLC (JPMS) para se obter a devida licença (Australian Financial Services Licence - AFSL), a menos que haja alguma isenção aplicável. **A JPMS é isenta da exigência de possuir uma AFSL pela lei Corporations Act 2001 (Cth) (Act) para os serviços financeiros que presta a você e é regulada pela SEC, FINRA e CFTC, sob a legislação dos EUA, e a responsabilidade cível dos acionistas é limitada.** O material fornecido na Austrália é destinado apenas a “clientes institucionais”. A informação fornecida neste material não pretende ser, e não deve ser, distribuída ou passada adiante, direta ou indiretamente, a qualquer outra classe de pessoas na Austrália.

DEFINIÇÕES E INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Para os fins deste parágrafo, o termo “cliente institucional” tem o significado dado na seção 761G da Lei. Por favor, informe-nos imediatamente caso não seja um “cliente institucional” atualmente ou caso deixe de sê-lo em algum momento no futuro. O JPMorgan Chase Bank, N.A. (JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011/ Licença AFS nº 238367) é regulado pela Australian Securities and Investment Commission e pela Australian Prudential Regulation Authority.

Referências a “J.P. Morgan” são ao JPM e subsidiárias e coligadas no mundo todo. “J.P. Morgan Private Bank” é o nome da marca dos negócios de private banking conduzidos pelo JPM. Este material é para o seu uso pessoal e não deve ser circulado ou utilizado por alguma outra pessoa, ou copiado para uso não pessoal, sem a nossa permissão. Em caso de dúvidas ou se não desejar mais receber estes comunicados, entre em contato com a sua equipe do J.P. Morgan.

© 2025 JPMorgan Chase & Co. Todos os direitos reservados.

The logo features the text "J.P. Morgan PRIVATE BANK" centered within a large, light-brown diamond shape. This diamond is set against a solid dark-brown background. The diamond's border is composed of four rounded rectangular segments, each positioned at one of the diamond's corners. The text "J.P. Morgan" is in a large, white, serif font, while "PRIVATE BANK" is in a smaller, white, sans-serif font.

J.P. Morgan PRIVATE BANK