

12 ideias-chave para 2026

Distinguindo Ruído de Fundamentos

BTGP Global Equity Strategy

Janeiro 2026



BTGP Global Equity Strategy

12 ideias-chave para 2026

Apresentamos nossas 12 ideias-chave para 2026. Este relatório está dividido em quatro seções principais, cada uma trazendo insights e análises em sua respectiva área.

A primeira seção foca no que acertamos ou erramos em nossa visão do ano passado e explica brevemente os motivos.

A segunda seção aborda as expectativas para o índice S&P e identifica os setores que consideramos mais promissores para o ano. Esta parte do relatório é crucial para investidores que buscam entender tendências macroeconômicas e como elas podem influenciar diferentes indústrias.

A terceira seção é dedicada a temas específicos que, em nossa análise, tendem a ganhar relevância em 2026, como a adoção ampla de IA. Também discutimos tendências estruturais que se mostraram sólidas escolhas de investimento, oferecendo uma perspectiva sobre sua evolução e relevância para o próximo ano, como energia nuclear e robótica.

Por fim, na quarta e última seção, apresentamos uma breve análise de outras geografias e nosso otimismo tático com alguns mercados emergentes.

12 ideias-chave para 2026



- 1. S&P 500 – Upside devido ao lucro líquido:** Com valuations elevados, os retornos do índice em 2026 tendem a ser mais por crescimento de lucro líquido (com suporte de dividendos e recompras) do que por expansão de múltiplos.
- 2. Retomada das small caps nos EUA:** Se as condições financeiras afrouxarem e a amplitude do mercado continuar melhor, SMID caps (Small and Mid Caps) oferecem upside assimétrico, dado o valuation relativo e a maior alavancagem operacional ao crescimento doméstico.
- 3. Liderança de tecnologia segue firme – ventos seculares de IA (com seletividade):** Capex em IA e digitalização corporativa mantêm o setor de tecnologia estruturalmente favorecido, mas 2026 tende a premiar beneficiários de IA rentáveis e geradores de caixa, em detrimento de exposições apenas “conceituais”.
- 4. Financeiro – macro segue construtivo, capacidade de execução micro:** Um cenário de soft landing, junto a tendências de crédito mais estáveis e potencial inclinação da curva, sustenta revisões melhores de lucro líquido no setor.
- 5. Ventos seculares em saúde sustentam um perfil defensivo de crescimento:** A combinação de envelhecimento demográfico e um ciclo de inovação mais forte (GLP-1s, oncologia, pipelines em medtech) sustenta crescimento defensivo com múltiplos catalisadores.
- 6. Boom de capex e renascimento industrial – investindo em infraestrutura e reshoring:** Reshoring, expansão de infraestrutura e eletrificação estendem um ciclo favorável plurianual de capex, beneficiando teses industriais com visibilidade de backlog.
- 7. IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla: A próxima fase é de difusão.** A criação de valor em IA tende a migrar da construção para a aplicação, ampliando o conjunto de oportunidades para serviços, automação industrial e ferramentas para saúde.
- 8. Energia nuclear e energia limpa – da transição à aceleração:** A alta da demanda de energia por data centers, restrições da rede e metas de descarbonização estão reprecificando as soluções de energia limpa. Energia nuclear cada vez mais parece “necessário”, e não opcional.
- 9. Tecnologia de próxima geração – computação quântica e robótica no radar:** Computação quântica avança de laboratórios para casos de uso mais direcionados, enquanto robótica ganha tração à medida que a IA torna os sistemas mais autônomos e economicamente viáveis.
- 10. Defesa e cibersegurança – o novo imperativo de segurança:** Uma mudança estrutural no cenário geopolítico sustenta crescimento persistente de orçamento e programas plurianuais. Reforço de visibilidade de receita em grandes empresas de defesa e líderes em cibersegurança.
- 11. China – Virando a página, com potencial de recuperação tática:** Pessimismo elevado e valuations baixos criam um cenário tático favorável caso o suporte de política econômica e a estabilização persistam, mas a exposição deve ser seletiva e com gestão de risco, diante de desafios estruturais.
- 12. Índia e emergentes da Ásia – crescimento fora dos EUA:** A Índia (e partes da Ásia emergente) combina demografia, digitalização e realocação de cadeias de suprimentos em um momento estrutural de crescimento de lucros, oferecendo diversificação além da concentração nos EUA.

Análise - 12 ideias-chave 2025

1. O que acertamos, acertamos parcialmente e erramos

Perspectiva do S&P 500

1. Upside mais moderado para o S&P 500 – resultados impulsionam o mercado
2. Retomada das small caps nos EUA
3. Visão setorial – nossos setores preferidos são: Tecnologia, Indústria, Saúde e Financeiro

Temas-chave

1. IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla
2. Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração
3. Tecnologia de próxima geração – computação quântica e robótica
4. Defesa e Cibersegurança – O Novo Imperativo de Segurança

Global

1. China: Virando a página – potencial de recuperação tática
2. Índia e países emergentes da Ásia – crescimento fora dos EUA

Análise 12 ideias-chave em 2025

Análise - 12 ideias-chave 2025

1. O que acertamos, acertamos parcialmente e erramos

Perspectiva do S&P 500

1. Upside mais moderado para o S&P 500 – resultados impulsionam o mercado
2. Retomada das small caps nos EUA
3. Visão setorial – nossos setores preferidos são: Tecnologia, Indústria, Saúde e Financeiro

Temas-chave

1. IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla
2. Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração
3. Tecnologia de próxima geração – computação quântica e robótica
4. Defesa e Cibersegurança – O Novo Imperativo de Segurança

Global

1. China: Virando a página – potencial de recuperação tática
2. Índia e países emergentes da Ásia – crescimento fora dos EUA

Quadro de Resultados - 12 Ideias Principais 2025

O nosso outlook funciona como uma ferramenta essencial para dar accountability às previsões feitas no ano anterior, demonstrando nosso compromisso com transparência e precisão. Ao classificar nossas projeções em três desfechos claros — Correto, Parcialmente correto e Incorreto — buscamos oferecer uma avaliação equilibrada do nosso desempenho. Para cada estimativa, incluiremos uma breve explicação dos principais fatores que determinaram o resultado, seja por fatores externos, mudanças na dinâmica de mercado ou eventos inesperados.

Acreditamos que esse processo não apenas reforça nossa credibilidade, como também permite refletir sobre a efetividade das nossas metodologias. Ao entender o que funcionou e o que não funcionou, conseguimos ajustar nossa abordagem e melhorar a qualidade das projeções futuras.

Além disso, essa estrutura permite ao leitor enxergar a complexidade envolvida em projeções de mercado e aumenta a confiança ao reconhecer tanto os acertos quanto os pontos em que ficamos abaixo do esperado.

Em resumo, não é apenas um exercício retrospectivo: é uma ferramenta de aprendizado que fortalece nossa capacidade de entregar insights acionáveis.

Correto



Parcialmente





Correto



Incorreto







Análise - 12 ideias-chave 2025

	<i>Visão de investimento</i>	<i>Análise</i>	<i>Racional</i>
1	Desempenho do S&P 500 e lucros		O índice subiu 18,1% em 2025, com aproximadamente 70% do ganho impulsionado pelo crescimento dos lucros, e não pela expansão do múltiplo.
2	Dispersão versus concentração no S&P 500		Apesar de uma maior dispersão nos retornos por setor, o índice S&P 500 Equal Weight teve uma alta de 11%, ficando atrás do S&P 500 ponderado por valor de mercado, que subiu 18%.
3	Esperamos que o setor de tecnologia continue entre os que mais se destacam no índice		O setor foi o segundo melhor desempenho do ano (+23%), impulsionado pelo contínuo momentum na adoção e investimento em IA.
4	O setor financeiro está bem posicionado para o atual ambiente macroeconômico		O setor foi classificado como o quarto melhor desempenho no índice (+15%), apoiado por um cenário macroeconômico favorável e forte desempenho operacional dos grandes bancos.

Análise - 12 ideias-chave 2025

	Visão de investimento	Análise	Racional
5	A exposição ao setor de saúde se deve a ventos seculares favoráveis.		Durante períodos de alta volatilidade (Liberation Day), o setor demonstrou suas características historicamente defensivas, com margem de segurança já incorporada na valuation atual; ainda assim, ficou apenas como o sexto melhor desempenho, com retorno de +12,5% no período.
6	Industriais: uma tese “America First”.		A forte atividade nos EUA, juntamente com a aproximação/reestruturação com investimentos em infraestrutura, apoiou o momentum de resultado, fazendo do setor Industrial o terceiro com melhor desempenho (+18,5%)
7	A IA está transformando indústrias ao automatizar tarefas, aprimorar a tomada de decisão e aumentar eficiência. Agentes de IA são uma tecnologia muito promissora e podem se tornar disruptores.		A adoção de IA se expandiu para além das Big Techs, impulsionando tanto o investimento em infraestrutura quanto ganhos de produtividade nas empresas, o que sustentou a performance superior contínua entre os principais vencedores ligados à IA.
8	Computação Quântica: embora essa jornada esteja apenas começando, acreditamos que adotar essa inovação desde cedo pode destravar oportunidades relevantes à medida que a tecnologia evolui.		O tema tem forte opcionalidade no longo prazo, mas a captura de receita ainda está em estágio inicial e é altamente volátil; por isso, a performance no curto prazo tende a ser mais feita por sentimento do que por fundamentos.
9	Robótica: está transformando indústrias por meio de avanços em robôs industriais e veículos autônomos.		A queda no custo dos componentes, combinada com a evolução do software de IA (percepção e controle), vem ampliando casos de uso no mundo real, sustentando uma curva de adoção de vários anos em aplicações industriais e de serviços.

Análise - 12 ideias-chave 2025

	<i>Visão de investimento</i>	<i>Análise</i>	<i>Racional</i>
10	Energia Nuclear: o mercado nos Estados Unidos vive uma retomada, impulsionada por avanços de políticas públicas, inovações tecnológicas e aumento da demanda por energia.		O suporte de política pública (PTC nuclear do IRA), junto ao aumento da demanda de energia por IA e data centers, melhora a visibilidade de lucro líquido e o retorno sobre investimentos.
11	Nearshoring e reshoring: tensões geopolíticas, a administração Trump e a mudança de “just in time” para “just in case” podem acelerar essa tendência.		Fragmentação geopolítica e resiliência de cadeias de suprimentos impulsionam capex industrial sustentado nos EUA, com demanda plurianual por capacidade produtiva.
12	EUA: Excepcionalismo Americano.	 	Maior crescimento de produtividade, liderança em IA, mercados de capitais mais profundos e momento mais forte de lucro líquido sustentaram uma performance do S&P 500 acima da média de 100 anos. Por outro lado, diversos mercados acionários superaram os EUA em 2025 principalmente por expansão de múltiplos.

Perspectiva do S&P 500

Análise - 12 ideias-chave 2025

1. O que acertamos, acertamos parcialmente e erramos

Perspectiva do S&P 500

1. Upside mais moderado para o S&P 500 – resultados impulsionam o mercado
2. Retomada das small caps nos EUA
3. Visão setorial – nossos setores preferidos são: Tecnologia, Indústria, Saúde e Financeiro

Temas-chave

1. IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla
2. Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração
3. Tecnologia de próxima geração – computação quântica e robótica
4. Defesa e Cibersegurança – O Novo Imperativo de Segurança

Global

1. China: Virando a página – potencial de recuperação tática
2. Índia e países emergentes da Ásia – crescimento fora dos EUA

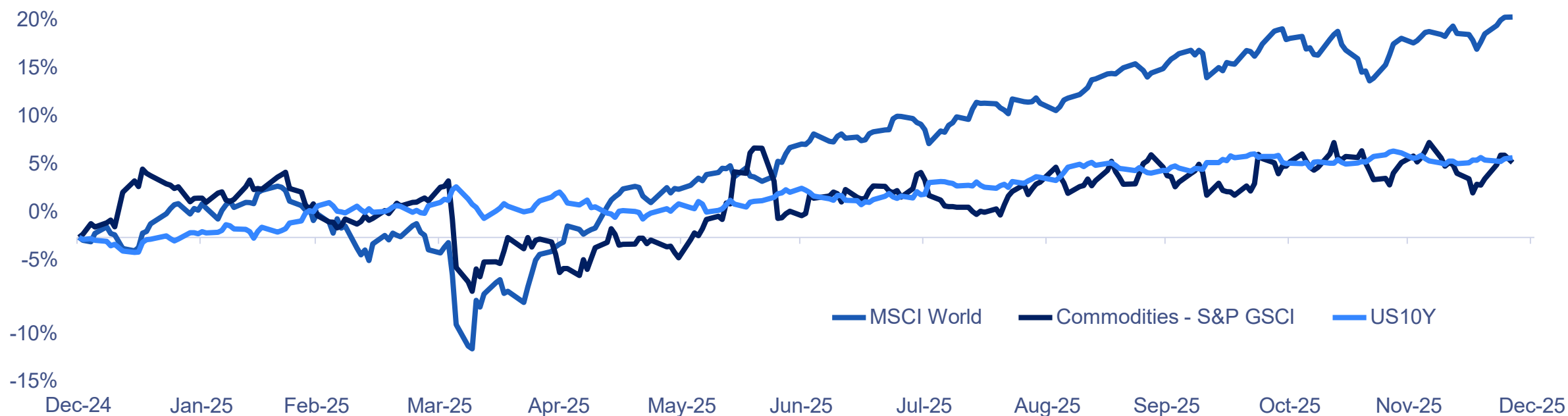
	<i>Visão de investimento</i>	<i>Racional</i>
1	S&P 500 – Upside por lucro líquido	Com valuations elevados, os retornos do índice em 2026 tendem a ser mais feitos por crescimento de lucro líquido (com suporte de dividendos e recompras) do que por expansão de múltiplos.
2	Retomada das small caps nos EUA	Se as condições financeiras afrouxarem e a amplitude do mercado continuar melhor, SMID caps oferecem upside assimétrico, dado o baixo valuation relativo e a maior alavancagem operacional ao crescimento doméstico.
3	Liderança de tecnologia se mantém – ventos seculares de IA (com seletividade)	Capex em IA e digitalização corporativa mantêm tecnologia estruturalmente favorecida, mas 2026 tende a premiar beneficiários de IA rentáveis e geradores de caixa, em detrimento de exposições conceituais.
4	Financeiro – macro construtivo reforça execução	Um cenário de soft landing, com tendências de crédito mais estáveis e potencial inclinação da curva, sustenta revisões melhores de lucro líquido.
5	Saúde – ventos seculares sustentam crescimento defensivo	A combinação de envelhecimento demográfico e um ciclo de inovação mais forte (GLP-1s, oncologia e pipelines em medtech) sustenta crescimento defensivo com múltiplos catalisadores.
6	Boom de capex e renascimento industrial	Reshoring, expansão de infraestrutura e eletrificação estendem um ciclo positivo de capex, beneficiando teses industriais com visibilidade de backlog.

S&P 500 – Resultados impulsionam o mercado: Ações tiveram performance forte em 2025...

As ações tiveram um desempenho forte em 2025, superando claramente tanto os bonds quanto as commodities, embora com volatilidade acentuada ao longo do caminho. Após um desempenho inferior no início do ano, o S&P 500 sofreu uma correção de quase 20% entre meados de fevereiro e abril, enquanto o Nasdaq caiu quase 25%, impulsionado principalmente por preocupações relacionadas a tarifas e seus efeitos no setor de tecnologia dos EUA após a introdução do DeepSeek.

Desde o ponto mais baixo em abril, a recuperação tem sido rápida, com ambos os índices subindo cerca de 45%. Essa recuperação foi apoiada por dados econômicos que vieram melhores do que o esperado, elevando as expectativas de crescimento e favorecendo ações cíclicas em relação às defensivas. Além disso, a diminuição das preocupações com tarifas e os resultados robustos — especialmente das empresas de tecnologia mega-cap dos EUA — reforçaram a alta nas ações.

Ações versus bonds e commodities – Um líder claro

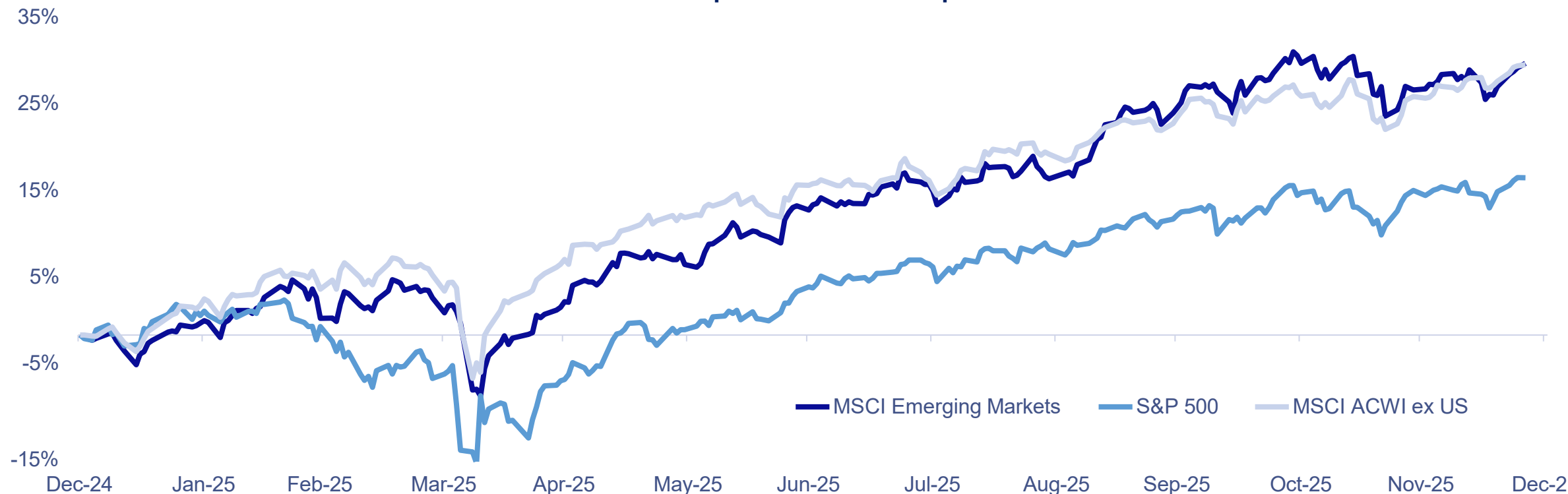


S&P 500 – Resultados impulsionam o mercado: ...Apesar de fundamentos sólidos, os EUA ficaram para trás

Em 2025, a maioria dos principais mercados de ações apresentou desempenho superior ao dos EUA, tornando a diversificação geográfica um fator significativo para os retornos pela primeira vez em 3 anos.

Os mercados emergentes também começaram a participar de forma mais decisiva na alta, apoiados por um crescimento mais forte dos lucros e beneficiados por taxas de juros mais baixas nos EUA e um dólar mais fraco. Mesmo assim, embora o desempenho tenha sido amplamente positivo em todos os mercados em 2025, os fatores subjacentes não foram uniformes.

Os EUA tiveram desempenho abaixo do esperado em 2025

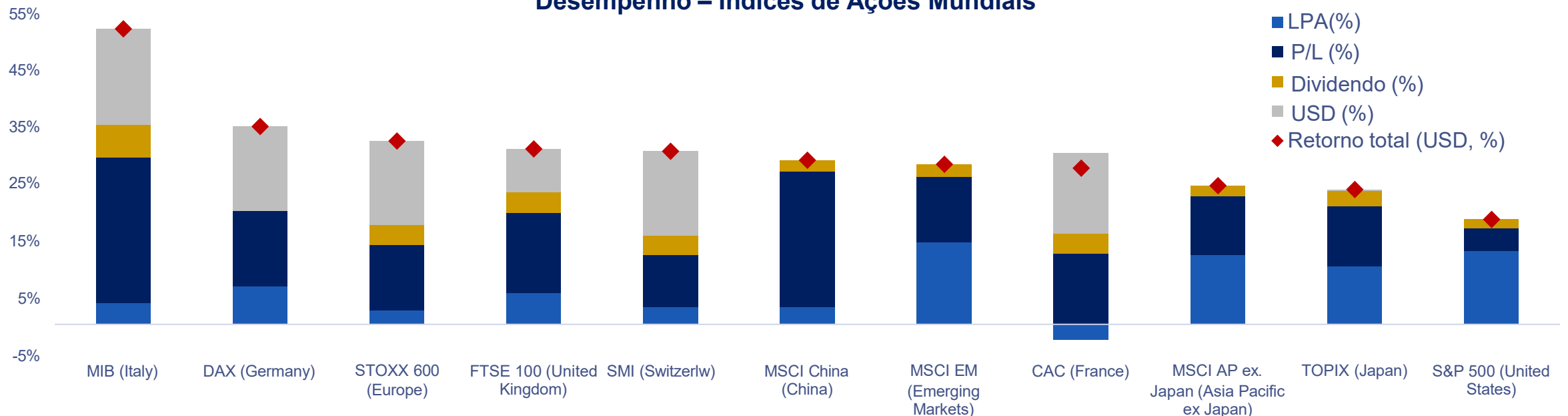


S&P 500 – Resultados impulsionam o mercado: Dólar mais fraco e expansão de múltiplos foram decisivos

Embora a maioria dos mercados de ações tenha avançado de forma significativa em 2025, a composição desses ganhos não tem sido uniforme. Nos EUA, os retornos têm sido principalmente impulsionados pelos lucros—o crescimento do LPA é o principal contribuinte para o S&P 500 (com um papel menor para a expansão de valuation e dividendos). Fora dos EUA, a performance tem sido mais equilibrada entre a melhoria dos fundamentos e a expansão de múltiplos, com a Europa se destacando por uma maior parcela do desempenho proveniente da expansão do P/L (notavelmente no STOXX 600 e em vários índices nacionais).

O ano apresentou mudanças de performance nas moedas para muitos mercados fora dos EUA: a contribuição do USD adiciona de forma relevante aos retornos baseados em dólar na Europa (por exemplo, Itália, Alemanha, Suíça, Reino Unido e França). Em contraste, mercados como China e mercado emergente s mostram fortes retornos totais que são impulsionados principalmente pela valorização, com lucros e dividendos desempenhando um papel secundário. No geral, o ponto chave é que a força das ações em 2025 é ampla, mas os EUA são mais impulsionados pelo LPA, enquanto a Europa (em particular) tem sido mais liderada pela valorização, frequentemente amplificada pelo câmbio.

Desempenho – Índices de Ações Mundiais

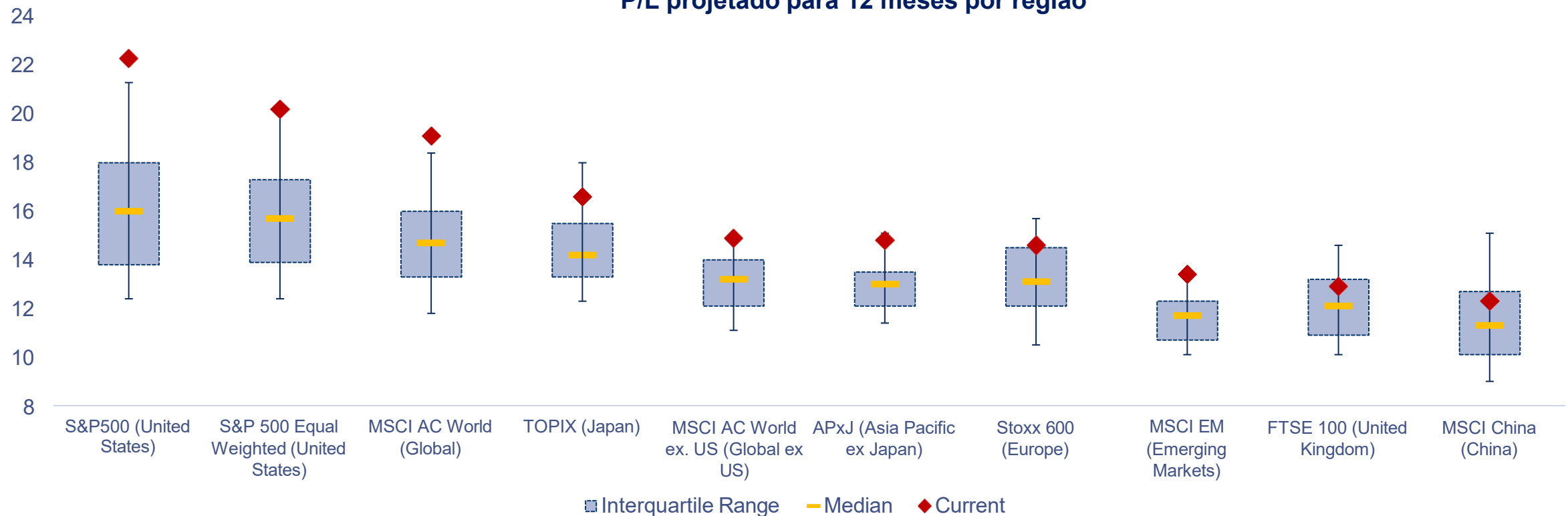


S&P 500 – Resultados impulsionam o mercado: Sem barganhas! Valuation (P/L) está elevado globalmente

Os mercados acionários ainda podem avançar de forma gradual em 2026, mas os valuations já se encontram elevados, em termos históricos, na maioria das regiões. Com isso, esperamos que os retornos em 2026 dependam muito mais do crescimento do lucro líquido subjacente do que de uma nova rodada de expansão de múltiplos.

Em termos agregados, entendemos que o crescimento de lucro líquido, combinado a dividendos, deve sustentar retornos razoáveis em ações, especialmente em dólares. Ainda assim, apesar dos valuations iniciais acima da média, permanece um risco de upside caso o sentimento dos investidores — reforçado pelas narrativas de IA e de afrouxamento das condições financeiras — impulse mais uma rodada de expansão de múltiplos, em linha com a fase de otimismo típica de mercados em bull market.

P/L projetado para 12 meses por região



S&P 500 – Resultados impulsionam o mercado: Por que os EUA seguem como o vencedor estrutural – Consistência e qualidade



Embora diversas regiões devam apresentar crescimento de lucro líquido no próximo ano (próximo slide), **o que mais nos chama atenção é a consistência e a qualidade desse crescimento.**

Nesse aspecto, os Estados Unidos seguem como o vencedor estrutural mais claro. Como o gráfico acima sugere, os valuations estão elevados na maior parte das regiões, mas o principal diferencial, na nossa visão, olhando à frente, não é expansão de valuation; é a capacidade de gerar crescimento de lucro líquido durável, impulsionado por inovação.

Os EUA seguem se destacando porque sua base de lucro líquido é mais resiliente e repetível, sustentada pela liderança em inovação, especialmente em tecnologia e IA. Isso aparece tanto na composição do crescimento quanto na sua sustentabilidade: empresas americanas demonstram maior capacidade de converter gastos em P&D em receitas escaláveis e expansão de margens, suportando uma trajetória de lucro líquido de maior qualidade em relação a outras regiões.

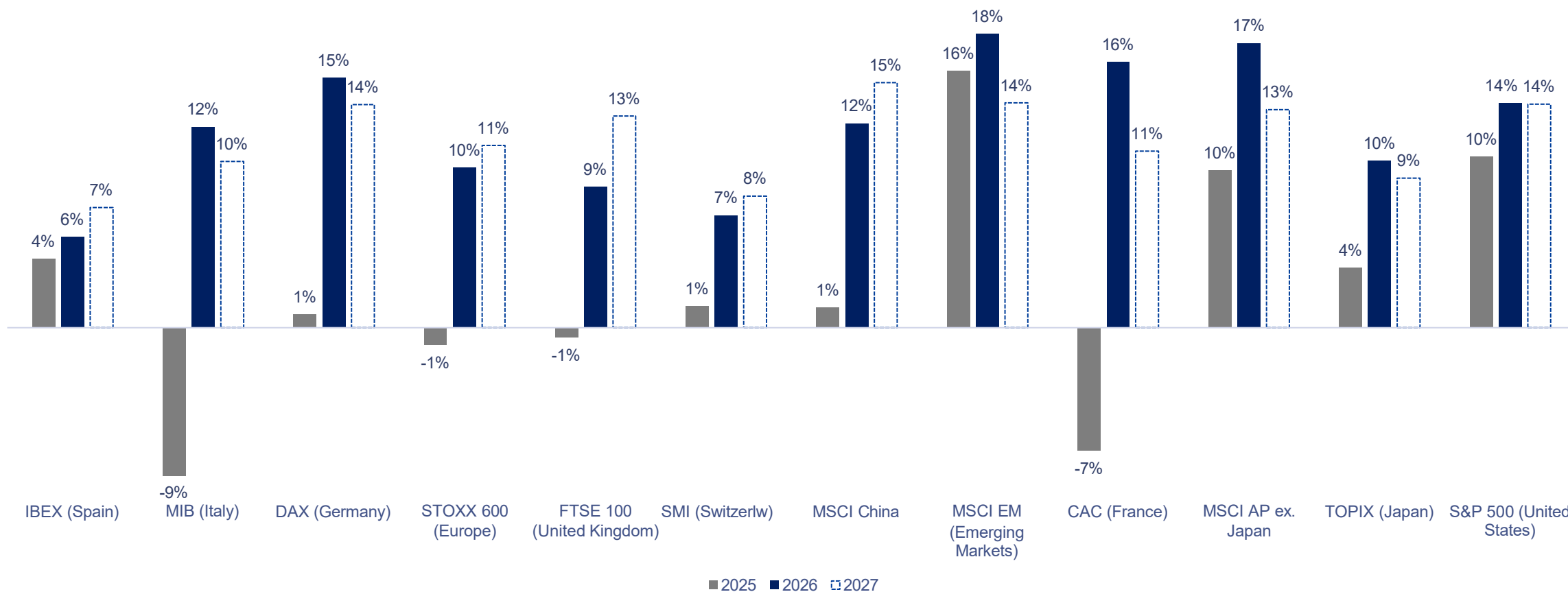
Essa vantagem qualitativa é suportada por dados concretos. As estimativas do consenso apontam para crescimento de LPA na faixa de meados de dois dígitos para o S&P 500 em 2026, Reforço que fundamentos, e não múltiplos, devem seguir como principal catalisador de retorno.

De forma mais estrutural, os EUA são, de longe, o maior investidor global em pesquisa e desenvolvimento, com cerca de US\$1 trilhão por ano em gastos com P&D, e continuam dominando o mercado de venture capital, concentrando bem mais da metade do funding global. Esses fatores sustentam um pipeline profundo de inovação e reforçam visibilidade de lucro líquido no longo prazo.

S&P 500 – Resultados impulsionam o mercado: Por que os EUA seguem como o vencedor estrutural – Consistência e qualidade

Em resumo, embora o crescimento dos lucros possa ser generalizado entre as regiões, os EUA se destacam pela qualidade, durabilidade e intensidade de inovação desse crescimento, razão pela qual continuamos a considerá-los como o principal vencedor em termos de fundamentos.

Crescimento dos lucros por região



S&P 500 – Resultados impulsionam o mercado: Preço-alvo é 7.900

O S&P entregou uma performance impressionante em 2025, com alta de 18,1% no ano, o que posiciona esse resultado como o 34º melhor retorno anual desde 1928. Quando combinado com o avanço de 24,2% em 2023 e 23,3% em 2024, o período 2023–2025 acumula alta de 80,5%, configurando o 12º melhor triênio desde 1928. O múltiplo P/L projetado em 12 meses está atualmente em 22,4x, acima da média dos últimos cinco anos e próximo de um desvio-padrão acima desse patamar.

Nosso preço-alvo para o S&P 500 é 7.900 ao final de 2026 (abaixo), o que implica upside de 13,3%. Somado ao dividend yield estimado pelo consenso de 1,6%, projetamos um upside total de 14,9% até o fim do ano. Essa revisão está baseada em alguns fatores. Primeiro, a atividade econômica vem superando expectativas, acima do potencial de longo prazo e com desempenho significativamente superior ao de pares; nosso time de macroeconomia projeta crescimento robusto de 2,6%, com risco de upside, o que incorporamos no modelo abaixo. No lado micro, o cenário também é favorável: a temporada de resultados do 3T25 (última disponível) registrou o segundo maior crescimento de lucro líquido e o maior crescimento de receita líquida em 11 trimestres; estimamos expansão de lucro líquido de 14% a/a. Em juros, projetamos a fed funds em 3%, com um prêmio de 80 bps sobre o yield de 10 anos, que utilizamos como proxy de taxa livre de risco, um nível implícito de 3,8% para a taxa livre de risco. A inflação é estimada em 2,5%. Por fim, utilizamos um prêmio de risco de ações de 4,25%, amplamente consistente com médias históricas, porém ligeiramente acima da nossa premissa usual (em 15 bps), para refletir maior imprevisibilidade de política econômica sob a atual administração.

Preço-alvo do S&P 500

Target Price S&P 500	7,900
<i>Justified Weighted P/E</i>	<i>22.4x</i>

	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5
	5.0%	10.0%	55.0%	20.0%	10.0%
ROE	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
Ke	8.25%	8.15%	8.05%	7.95%	7.85%
Growth	4.90%	5.00%	5.10%	5.20%	5.30%
Justified P/E fwd 25E	22.5x	23.6x	25.0x	26.7x	28.6x
S&P 500	7,018	7,346	7,760	8,299	8,887

	TP per period	Capital Gain	Dividend Yield	Total Upside
3m	7,450	6.9%	0.4%	7.3%
6m	7,600	9.0%	0.8%	9.8%
9m	7,750	11.2%	1.2%	12.4%
12m	7,900	13.3%	1.6%	14.9%

S&P 500 – Resultados impulsionam o mercado: Preço-alvo é 7.900

Nosso cenário base está ancorado em um LPA de US\$ 353 e múltiplo justificado de 22,4x, o que implica um nível de 7.900 para o S&P 500. Isso incorpora uma leve compressão de múltiplo em relação ao patamar atual de 22,6x.

A partir do nível atual do índice, em 6.960, isso representa um potencial de alta de aproximadamente 14,9% (13,3% de valorização do índice mais 1,6% de yield de dividendos esperado). Uma expansão de múltiplos para 21x sobre LPA de US\$ 353 sustentaria um nível de ~7.400, enquanto uma expansão de múltiplos para 23x implicaria ~8.100 (~+16,4%).

Em resumo, o mercado não está barato, mas também não está precificado para a perfeição, o que reforça a importância de seletividade em oportunidades idiossincráticas de crescimento, resiliência de margens e vetores seculares como IA, digitalização e transição energética.

Análise de cenários – S&P 500: LPA vs. P/L

		P/L projetado em 12 meses				
		19.0x	21.0x	22.4x	23.0x	24.0x
LPA	313	5,947	6,573	7,011	7,199	7,512
	323	6,137	6,783	7,235	7,429	7,752
	333	6,327	6,993	7,459	7,659	7,992
	343	6,517	7,203	7,683	7,889	8,232
	353	6,707	7,413	7,900	8,119	8,472
	363	6,897	7,623	8,131	8,349	8,712
	373	7,087	7,833	8,355	8,579	8,952
	383	7,277	8,043	8,579	8,809	9,192
	393	7,467	8,253	8,803	9,039	9,432

S&P 500 – Resultados impulsionam o mercado: Preço-alvo é 7.900

Nosso cenário base está baseado no centro da tabela de sensibilidade: crescimento do PIB de 2,6% e juros de 10 anos em 3,8% — o que implica um nível de 7.900 para o S&P 500, totalmente consistente com nosso framework central de LPA de US\$ 353 e múltiplo justificado de 22,4x. Importante: A tabela quantifica a assimetria ao redor desse ponto de ancoragem. Em um mix macro mais desafiador (por exemplo, ~2,2% de crescimento com juros longos em ~4,2%), o valor justo implícito comprime para a faixa de meados de 6.000 (8,6% de downside), enquanto um regime mais favorável (por exemplo, ~3,0% de crescimento com yields em ~3,4%) pode justificar níveis acima de 10.000.

Análise de cenários – S&P 500: Crescimento do PIB vs. juros (10 anos)

		Crescimento do PIB (%)				
		2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%
10 anos	4.2%	6,356	6,630	6,937	7,284	7,680
	4.1%	6,534	6,826	7,155	7,529	7,956
	4.0%	6,721	7,034	7,387	7,790	8,253
	3.9%	6,920	7,255	7,635	8,070	8,573
	3.8%	7,131	7,490	7,900	8,371	8,918
	3.7%	7,355	7,742	8,184	8,696	9,293
	3.6%	7,593	8,010	8,489	9,046	9,701
	3.5%	7,848	8,298	8,818	9,427	10,147
	3.4%	8,120	8,608	9,174	9,840	10,636

S&P 500 – Resultados impulsionam o mercado: O que acontece após cortes de juros do Fed?

Historicamente, os 12 meses após o primeiro corte de juros do Fed tenderam a ser positivos para ações, embora a performance por setor e por índice divirja de forma relevante. Benchmarks com maior peso do fator crescimento (Nasdaq, Tecnologia e Serviços de Comunicação) geralmente tem uma performance relativa melhor, enquanto áreas mais defensivas (Consumo não Discricionário) tendem a ficar para trás.

Setores cíclicos apresentam resultados mistos, com Indústria e Financeiro frequentemente entregando ganhos de média unidade de dígito. Nossa equipe de Macro espera cinco cortes de juros neste ciclo (três cortes já realizados, com mais dois cortes esperados em 2026), sugerindo que o cenário favorável para ações permanece intacto — especialmente para segmentos de crescimento e tecnologia, onde a performance histórica pós-corte tem sido mais forte.

Retorno das ações dos EUA no período de 1 ano após o primeiro corte de juros do Fed

	1995	1998	2001	2007	2019	2020	2024	Average	Ex 01' and 07'
S&P 500	19%	21%	(14%)	(24%)	9%	27%	17%	8%	19%
Index Return									
Nasdaq	19%	73%	(34%)	(20%)	37%	48%	25%	21%	40%
Russell 2000	19%	15%	2%	(16%)	(5%)	49%	9%	10%	17%
Russell 1000	19%	21%	(14%)	(24%)	9%	30%	18%	8%	19%
S&P 500 EW	15%	16%	(2%)	(23%)	(1%)	30%	7%	6%	13%
Sector Return									
IT	8%	71%	(27%)	(23%)	34%	44%	28%	19%	37%
Cons. Dis.	11%	29%	(5%)	(24%)	19%	38%	0%	10%	19%
Health Care	35%	(4%)	(9%)	(13%)	17%	19%	(12%)	5%	11%
Comm. Services	16%	32%	(19%)	(33%)	12%	35%	44%	13%	28%
Materials	3%	7%	4%	(14%)	4%	38%	(2%)	6%	10%
Industrials	22%	23%	(7%)	(25%)	(7%)	26%	15%	7%	16%
Cons. Staples	28%	(4%)	(4%)	1%	5%	5%	(1%)	4%	6%
Financials	25%	9%	(12%)	(48%)	(15%)	25%	19%	0%	12%
Energy	20%	11%	(11%)	(15%)	(41%)	9%	0%	(4%)	(0%)
Utilities	7%	(7%)	(26%)	(18%)	2%	(9%)	8%	(6%)	0%
Real Estate	n.a.	n.a.	n.a.	(22%)	(3%)	(4%)	(6%)	(9%)	(4%)

Retomada das small caps nos EUA: Juros mais baixos + Atividade forte + Valuation = small caps nos EUA

O cenário macro dos EUA segue favorável, com nosso time de macro apontando para crescimento de 2,6% (com viés de upside) e um cenário-base de cortes de juros, o que historicamente funciona como catalisador positivo para ativos de risco, especialmente para segmentos com maior alavancagem operacional e financeira.

Small caps se encaixam bem nesse perfil. O Russell 2000 tem aproximadamente 30% da dívida atrelada a taxas flutuantes (versus cerca de 6% no S&P 500), o que faz com que a queda dos juros de política monetária se traduza de maneira mais direta em menor despesa financeira e em uma inflexão mais rápida do LPA. O consenso de mercado projeta crescimento de 60% no LPA. Embora consideremos essa expectativa excessivamente otimista, reconhecemos que existem catalisadores.

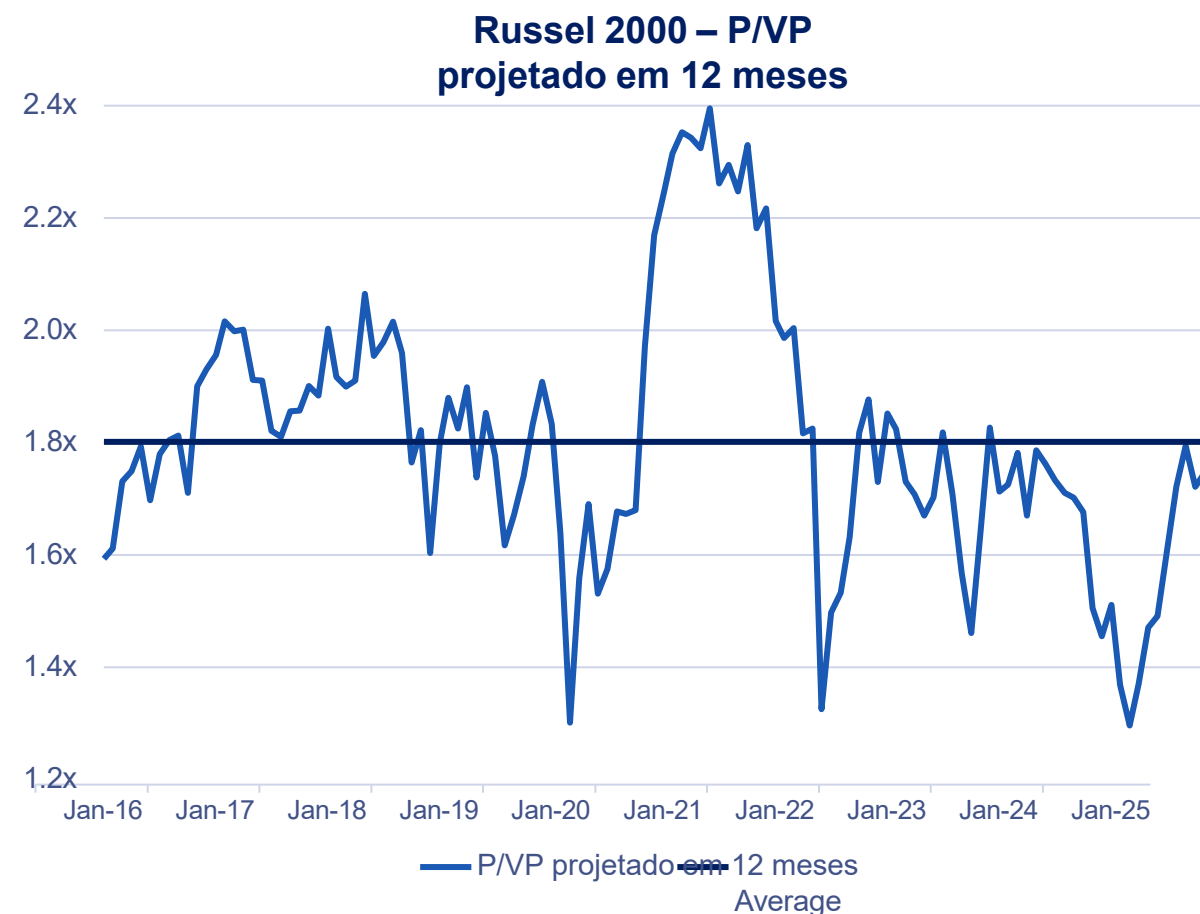
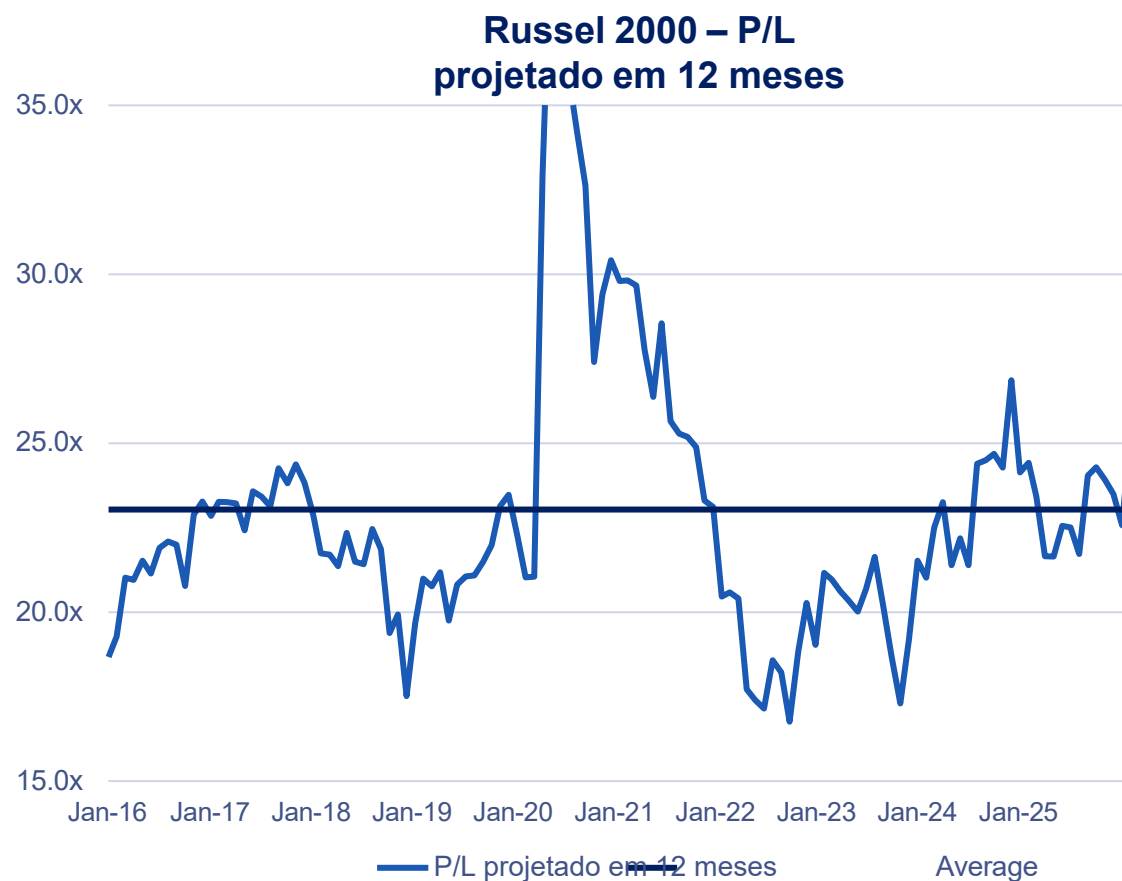
Ao mesmo tempo, o índice tem uma participação maior de companhias não rentáveis (cerca de 20%, versus aproximadamente 1% no S&P 500), o que aumenta a sensibilidade a afrouxamento das condições financeiras e melhora de liquidez. Quando o custo de capital cai, “duration” e “opcionalidade” tendem a ser reprecificados.

Valuation e posicionamento tornam o cenário mais assimétrico em relação às large caps. Enquanto os valuations do S&P 500 estão acima da média e mais concentrados, o Russell 2000 negocia em torno de 24x lucros, ligeiramente acima da média de 10 anos, e próximo de 1,5x valor patrimonial, abaixo da média de 10 anos, sugerindo menor risco de valuation e maior espaço para estabilidade (ou expansão) de múltiplos caso o crescimento se sustente e os juros recuem. Do ponto de vista de fundamentos, o Russell também oferece maior margem de geração de fluxo de caixa (cerca de 10% versus aproximadamente 5% no S&P 500), o que é relevante em um regime de normalização: com custo de financiamento menor, a geração de caixa pode acelerar, permitindo ajuste de balanço, recompras e reinvestimento.

Por fim, o componente de fluxo reforça a tese. A melhora de breadth e entradas incrementais em small caps podem atuar como um vento favorável, sobretudo se a narrativa do mercado migrar de “apenas qualidade em mega caps” para “ciclo se ampliando”.

Retomada das small caps nos EUA: Juros mais baixos + Atividade forte + Valuation = small caps nos EUA

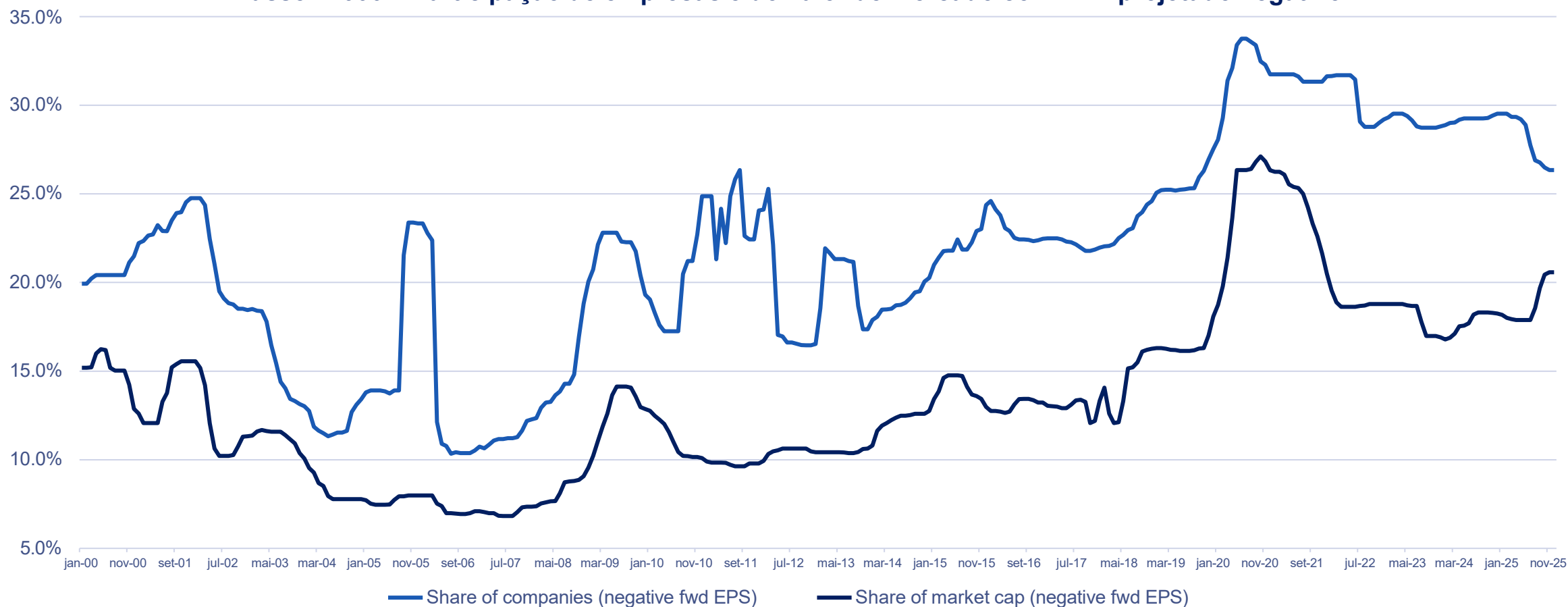
Os valuations do Russell 2000 se normalizaram em grande parte após os extremos do período pós-pandemia. Enquanto o valuation do S&P 500 está acima da média e mais concentrado, o Russell 2000 negocia a ~24x lucros projetados, levemente acima de sua média de 10 anos, e a ~1,5x valor patrimonial, bem abaixo de sua média de 10 anos, sugerindo menor risco de valuation e maior espaço para estabilidade (ou expansão) de múltiplos caso o crescimento se mantenha e os juros recuem.



Retomada das small caps nos EUA: Juros mais baixos + Atividade forte + Valuation = small caps nos EUA

O Russell 2000 tem uma participação maior de companhias que não entregam lucro (~20% vs. ~1% no S&P 500), o que aumenta a sensibilidade a condições financeiras mais frouxas e melhora de liquidez — quando o custo de capital cai, “duration” e “opcionalidade” tendem a passar por expansão de múltiplos

Russell 2000 – Participação de empresas e do valor de mercado com LPA projetado negativo

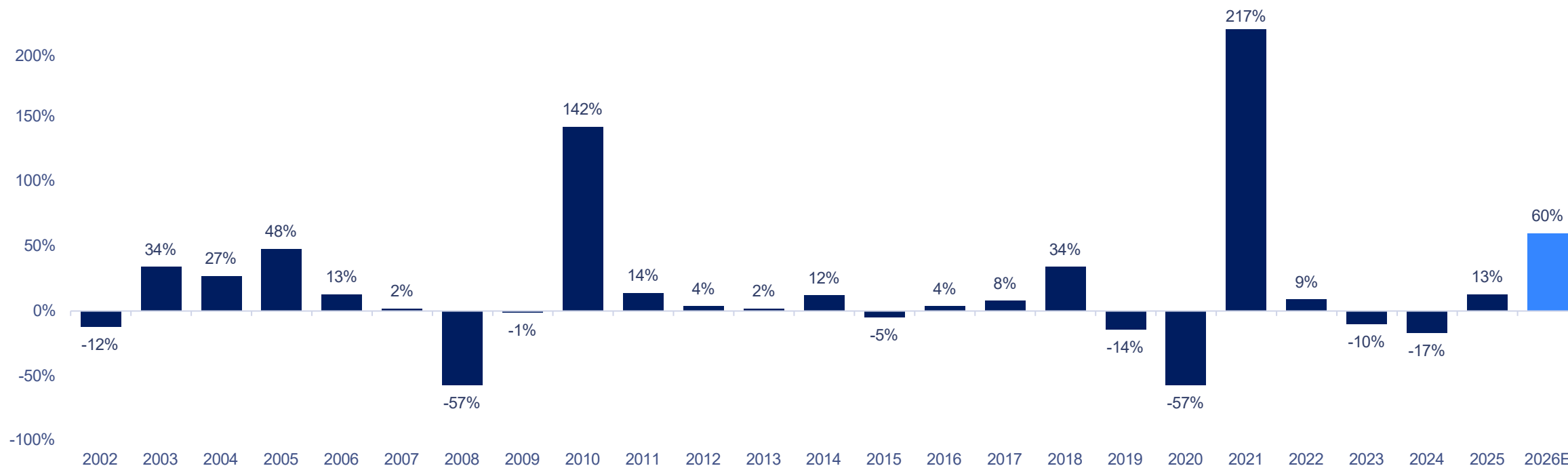


Retomada das small caps nos EUA: Juros mais baixos + Atividade forte + Valuation = small caps nos EUA

Esperamos que o Russell 2000 apresente uma recuperação significativa nos lucros em 2026, mas consideramos que a estimativa de crescimento do LPA de cerca de 60% feita pelo mercado é agressiva. O índice está saindo de um período de fortes quedas nos lucros — o LPA caiu cerca de 10% em 2023 e cerca de 17% em 2024, antes de se recuperar em cerca de 13% em 2025 — e, em termos absolutos, os lucros ainda estão cerca de 20% abaixo do pico dos quatro trimestres anteriores alcançado em 2022.

Dito isso, o cenário macroeconômico é construtivo para uma normalização contínua: crescimento sólido dos EUA, afrouxamento adicional do Fed, tarifas menores e capex relacionado à IA sustentado devem apoiar uma maior recuperação de margens e lucros. Nosso cenário base é, portanto, de melhoria contínua nos lucros em 2026, mas provavelmente aquém da “recuperação rápida” implícita pelas estimativas atuais.

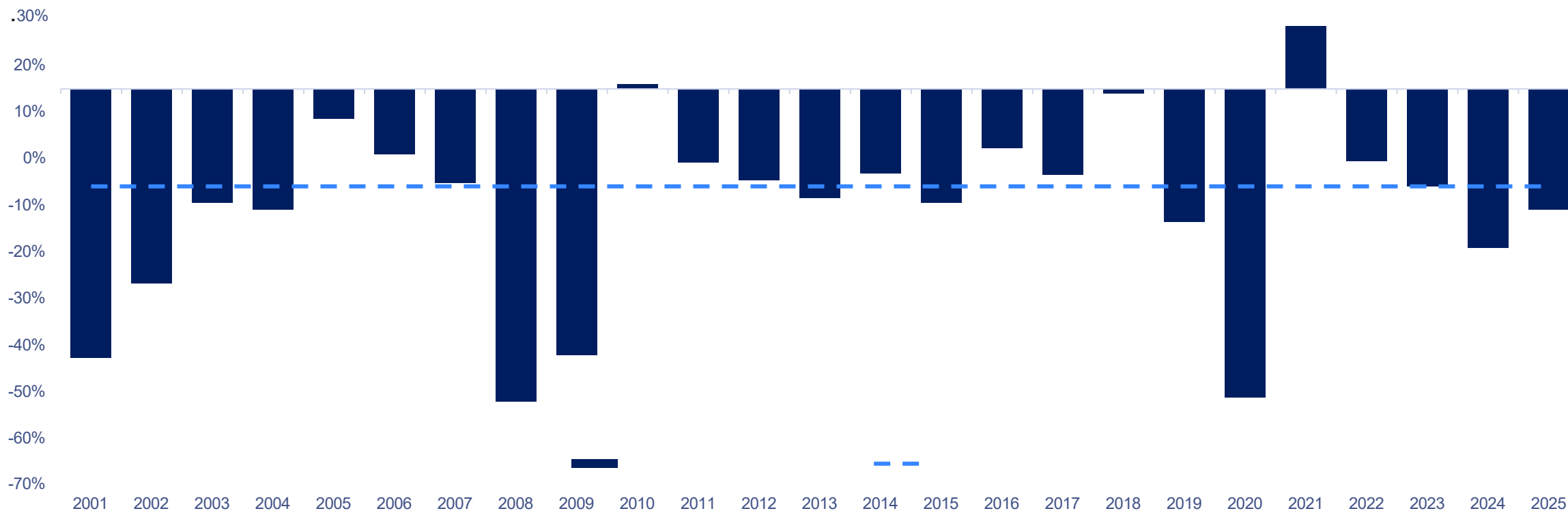
Russel 2000 – Crescimento dos Lucros Ano a Ano



Retomada das small caps nos EUA: Juros mais baixos + Atividade forte + Valuation = small caps nos EUA

As projeções de lucro líquido para small caps normalmente começam o ano elevadas e depois são revisadas para baixo ao longo do período. O cenário de 2025 ilustra bem esse padrão: analistas iniciaram 2025 projetando crescimento de aproximadamente 44% no LPA do Russell 2000, mas a estimativa desde então foi revisada para baixo em cerca de 30 p.p. Em uma visão mais ampla, isso não é exceção, é a regra. Nos últimos aproximadamente 20 anos, o consenso de LPA do Russell 2000 foi revisado para baixo em uma mediana de cerca de 21% ao longo do próprio ano de estimativa, e o mercado registrou revisões líquidas positivas apenas duas vezes (2010 e 2021). Aplicando esse “haircut” típico ao ponto de partida atual para 2026, o crescimento projetado cairia mecanicamente para aproximadamente 38%, abaixo da recuperação indicado pelo consenso, mas ainda em um patamar forte.

Russell 2000 – Revisão das estimativas de LPA do consenso ao longo do ano



Visão setorial – nossos setores preferidos são: Tecnologia, Indústria, Saúde e Financeiro



Cenário macroeconômico vs. performance setorial esperada (BTGP)

	Information Technology	Financials	Health Care	Consumer discretionary	Industrials	Communication Services	Consumer Staples	Energy	Real Estate	Utilities	Materials
Hard Landing	↓ -2	↘ -1	→ 0	↓ -2	↓ -2	↓ -2	↑ 2	↓ -2	↘ -1	→ 1	↓ -2
Soft Landing	↗ 1	↗ 1	↗ 1	→ 0	→ 0	→ 0	↓ -2	↘ -1	→ 0	→ 0	↘ -1
No Landing	↗ 1	↑ 2	→ 0	↗ 1	↗ 1	→ 0	↘ -1	↑ 2	→ 0	↘ -1	↗ 1

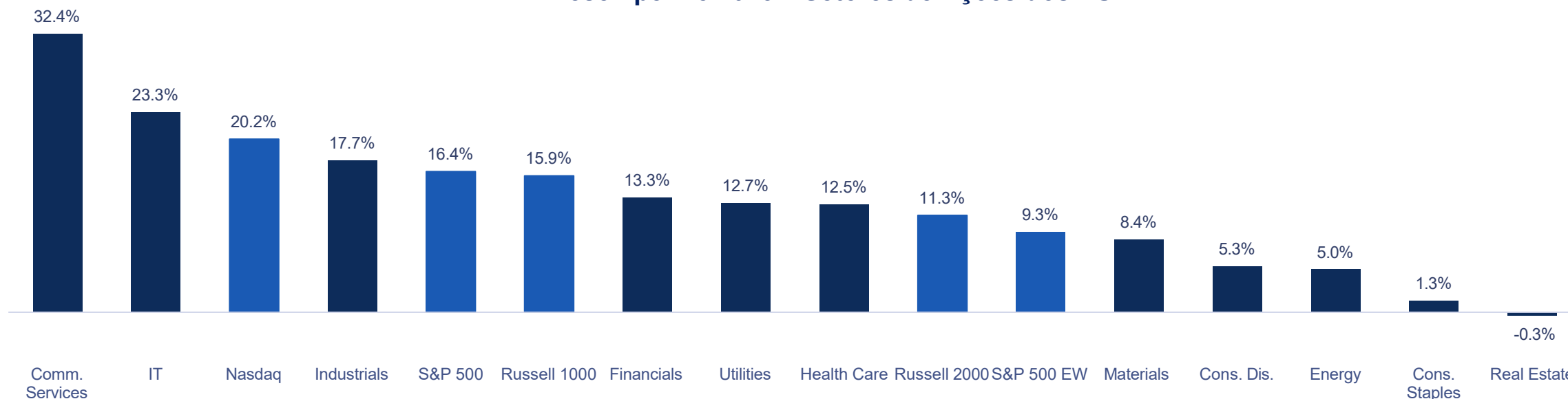


Visão setorial – nossos setores preferidos são: Tecnologia, Indústria, Saúde e Financeiro

À medida que os valuations dos índices avançam e a liderança do mercado se amplia, o conjunto de oportunidades para geração de alfa melhora. Os retornos tiveram uma dispersão entre setores, com uma composição incomum entre os melhores e os piores desempenhos. Tecnologia e Financeiro — normalmente vistos como exposições representativas de Crescimento e Valor, respectivamente — estiveram entre os setores de melhor performance, enquanto Imobiliário e Saúde ficaram para trás, apesar de representarem categorias mais tradicionais de cíclico e defensivo. Esse padrão sugere que o mercado não está fazendo uma rotação “limpa” de um estilo para outro; em vez disso, alguns bolsões de Crescimento e alguns bolsões de Valor vêm se valorizando simultaneamente. Assim como observado entre países, a dispersão entre setores, no entanto, tem sido relevante, com ampla diversidade de catalisadores de retornos.

Um segundo ponto importante é que a contribuição de Tecnologia para o crescimento agregado de LPA permanece excepcionalmente elevada, mesmo com alguma compressão de múltiplos no setor. Na nossa visão, parte disso reflete o debate recorrente do mercado sobre o risco de uma suposta “bolha de IA”. **Embora reconheçamos o risco de narrativa, não vemos evidência de uma bolha sistêmica de IA neste momento. Desenvolvemos esse framework nos próximos slides.**

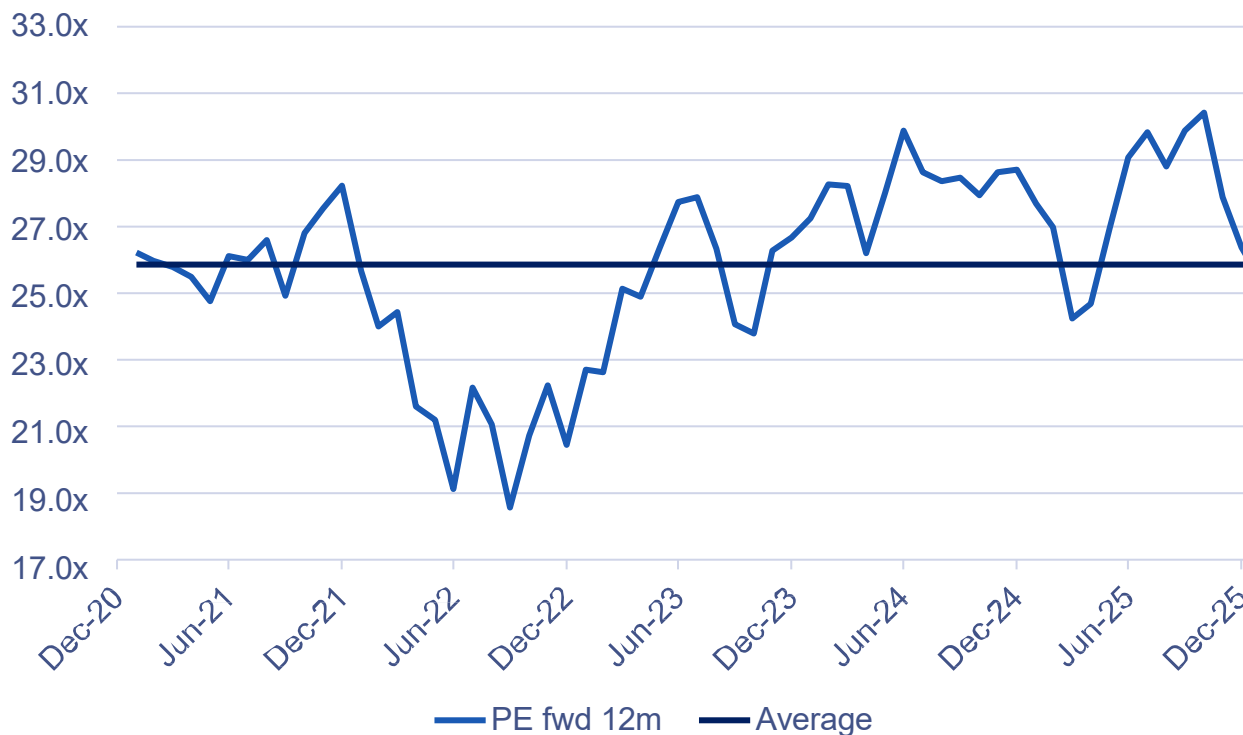
Desempenho 2025 – Setores de Ações dos EUA



Visão setorial – Tecnologia: Liderança de tech persiste – ventos seculares favoráveis de IA (com seletividade)

Apesar do vento secular favorável de IA, o setor de Tecnologia ainda negocia próximo da sua média de 5 anos de P/L projetado (~26x), mesmo com o mercado precificando um perfil de lucro líquido materialmente mais forte — CAGR de LPA de 5 anos de ~11% historicamente vs. ~24% em 2025, ~29% em 2026E e ~19% em 2027E. Em outras palavras, o setor está com valuation em linha, enquanto a perspectiva de crescimento é mais forte do que o histórico.

Tecnologia – P/L projetado em 12 meses



Tecnologia – CAGR de LPA por período

Período	CAGR de LPA(5 anos)
1990-1994	3%
1995-1999	16%
2000-2004	-2%
2005-2009	6%
2010-2014	9%
2015-2019	13%
2020-2024	15%
2025	24%
2026E	29%
2027E	19%

Vemos a IA transformação de forma significativa o crescimento dos lucros do setor. A seguir, detalhamos essa visão.

Visão setorial – Tecnologia: Liderança de tech persiste – ventos seculares favoráveis de IA (com seletividade)

O gráfico mostra as receitas de infraestrutura e software de nuvem expandindo de ~US\$ 200 bilhões em 2018 para ~US\$ 1,3 trilhão até 2027, com desaceleração do crescimento de um CAGR de 27% (2018–22) para 19% (2022–27). Se as exigências de treinamento de IA diminuïrem ao longo do tempo, o capex futuro em nuvem pode moderar. No entanto, se inferência continuar ganhando participação, os investimentos em nuvem devem permanecer nos níveis elevados atuais.

Crescimento da nuvem: De US\$ 200 bilhões a US\$ 1,3 trilhão em uma década

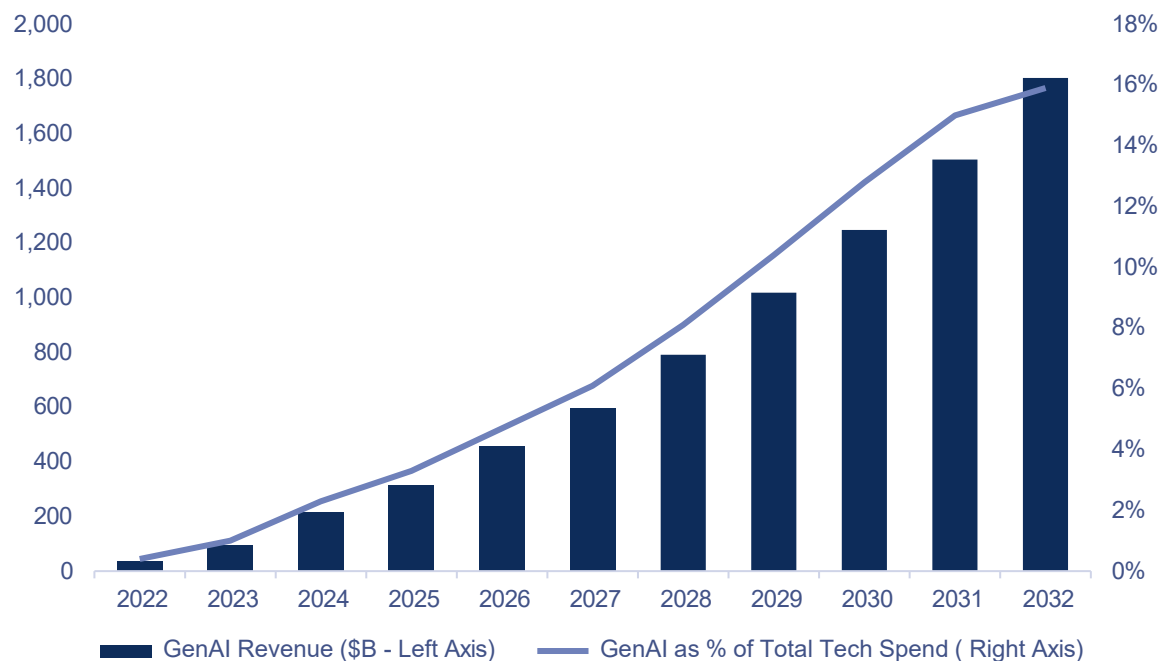


Visão setorial – Tecnologia: Liderança de tech persiste – ventos seculares favoráveis de IA (com seletividade)

Os gastos com GenAI devem atingir US\$1,8 trilhão até 2032 (cerca de 15% do gasto global em TI), com software acima de US\$150 bilhões até 2030, agentes/copilots acima de US\$214 bilhões até 2032 e infraestrutura acima de US\$550 bilhões até 2030. A adoção está acelerando: 71% das empresas estavam em projetos piloto até meados de 2024, mais de 80% devem adotar até 2026, com evidências de produtividade como 56% mais velocidade em programação com o GitHub Copilot. Ainda assim, 75% citam gargalos de talentos e 71% apontam riscos de segurança e privacidade.

Entre setores, as receitas de GenAI devem crescer a uma taxa composta de 30% a/a (2024–32E), de US\$215 bilhões em 2024 para aproximadamente US\$1,8 trilhão em 2032. As camadas de infraestrutura e treinamento devem superar US\$579 bilhões, enquanto copilots (atendimento ao cliente, cibersegurança, devops, educação e e-commerce) crescem a taxas compostas de 40% a 90%. Em paralelo, o gasto com publicidade (busca, vídeo e mensageria) deve avançar a cerca de 45% de taxa composta, superando US\$200 bilhões.

Gastos com IA Generativa



Principais Números da IA Generativa

Category	Timing / Context
Total Opportunity	Annual revenue potential US \$1.8 tm (≈ 15 % of global IT spend) 2032
Software	Enterprise- & platform-software TAM ≈ US \$150 bn 2030
	Agents / copilots spend US \$214 bn 2032
Infrastructure	Gen-AI-linked hardware + cloud > US \$550 bn 2024-30 aggregate
Adoption	Firms piloting or using Gen-AI 71% Mid-2024
	Firms seeing material P&L impact 15% Mid-2024
	Expected enterprise uptake (API / private models) > 80 % By 2026 (Gartner)
ROI Proof-point	Coding task speed-up with Copilot 56% MIT–Microsoft–GitHub RCT
Bottlenecks	Talent gap cited as hurdle 75 % of companies 2024 surveys
	Security / privacy cited as hurdle 71 % of companies 2024 surveys

Visão setorial – Tecnologia: Liderança de tech persiste – ventos seculares favoráveis de IA (com seletividade)

Impacto antecipado da IA generativa na receita por indústria

Infrastructure (Training)	AI Servers		
	AI Storage		
	Training Compute		
	Networking		
	LLM Licensing Revenue		
Devices and Applications (Inference)	Inference/Fine-Tuning Cloud		
	Drug Discovery Software		
	Computer Vision AI Products		
	Conversational AI Products		
	Chatbots/Copilots / AI Agents	Customer Service / Contract Review AI Agents	
		Cybersecurity Copilots	
		Coding and Devops Copilots	
		Educational Copilots	
		E-Commerce Copilots	
		Social Media Chatbots	
	Educational Content Creation		
Data Protection			
Generative AI Driven Ad Spending	Search		
	Videos		
	Messaging		
IT Services			
Business Services			
Workload Infrastructure Software			
Entertainment/Media	Gaming	Virtual Goods	
		Game Design	
	Image/Video Generation Tools		
	Film Production/Music Generation Tools		

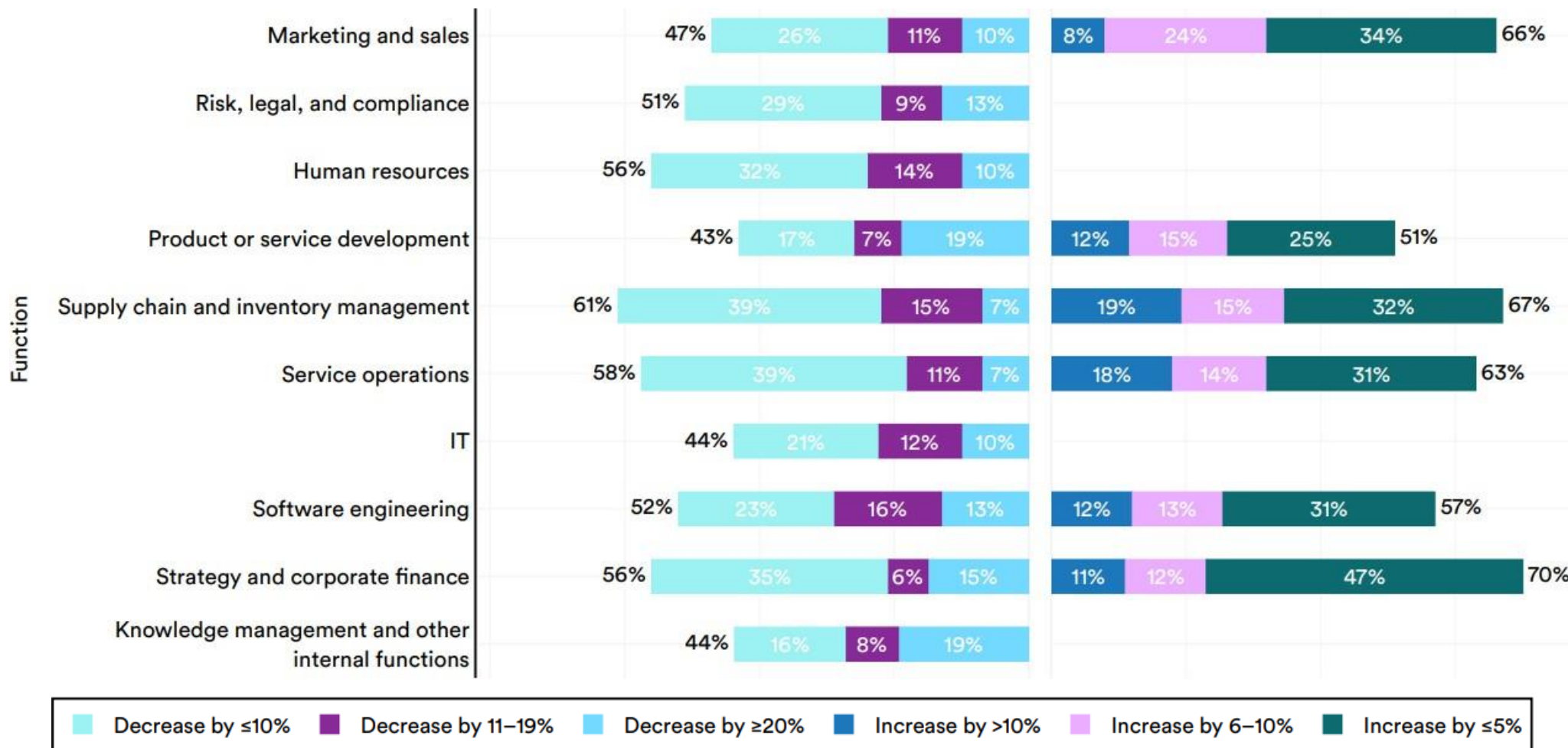
(\$ million, unless otherwise specified)

Generative AI Revenue Projections	2023	2024	2028E	2032E	2024-32E CAGR
Infrastructure (Training)	\$75,519	\$150,179	\$325,585	\$579,526	18%
AI Servers	\$56,642	\$119,325	\$190,373	\$317,419	13%
AI Storage	\$10,893	\$14,916	\$34,267	\$59,055	19%
Training Compute (Cloud Workloads)	\$3,050	\$4,972	\$22,845	\$44,291	31%
Networking	\$3,268	\$5,966	\$19,037	\$36,909	26%
LLM Licensing Revenue	\$1,667	\$5,000	\$59,063	\$121,852	49%
Devices and Applications (Inference)	\$10,459	\$38,655	\$285,075	\$734,732	44%
Inference/Fine-Tuning (Cloud Workloads)	\$2,179	\$14,916	\$76,149	\$191,928	38%
Drug Discovery Software	\$32	\$90	\$13,571	\$41,203	115%
Computer Vision AI Products	\$2,813	\$5,000	\$27,147	\$63,517	37%
Conversational AI Products	\$3,750	\$13,001	\$70,583	\$114,330	31%
Chatbots/AI Agents	\$1,428	\$4,982	\$90,809	\$311,497	68%
Customer Service / Contract Review AI Agents	\$238	\$1,411	\$58,084	\$213,862	87%
Cybersecurity Copilots	\$21	\$58	\$5,351	\$14,133	99%
Coding and Devops Copilots	\$238	\$1,128	\$13,940	\$37,426	55%
Educational Copilots	\$617	\$1,262	\$6,303	\$20,995	42%
E-Commerce Copilots	\$263	\$532	\$3,340	\$11,880	47%
Social Media Chatbots	\$53	\$591	\$3,791	\$13,200	47%
Educational Content Creation	\$123	\$140	\$700	\$2,333	42%
Data Protection	\$134	\$526	\$6,115	\$9,923	44%
Generative AI Driven Ad Spending	\$4,638	\$10,799	\$70,179	\$208,987	45%
Search	\$2,472	\$5,522	\$27,959	\$70,174	37%
Videos	\$1,667	\$3,770	\$30,962	\$100,783	51%
Messaging	\$500	\$1,508	\$11,259	\$38,031	50%
IT Services	\$169	\$8,838	\$43,416	\$80,443	32%
Business Services	\$79	\$207	\$15,063	\$31,097	87%
Workload Monitoring Software	\$1,216	\$2,719	\$20,459	\$81,603	53%
Entertainment/Media	\$837	\$3,353	\$31,344	\$86,883	50%
Gaming	\$522	\$2,644	\$26,109	\$71,042	51%
Virtual Goods	\$130	\$1,058	\$9,791	\$26,641	50%
Game Design	\$391	\$1,586	\$16,318	\$44,401	52%
Image/Video Generation Tools	\$263	\$591	\$4,513	\$13,200	47%
Film Production/Music Generation Tools	\$53	\$118	\$722	\$2,640	47%
Total	\$92,918	\$214,752	\$791,121	\$1,803,271	30%

Visão setorial – Tecnologia: Liderança de tech persiste – ventos seculares favoráveis de IA (com seletividade)

A IA generativa já está gerando reduções mensuráveis de custos e ganhos de receita líquida nas funções avaliadas, com maior impacto observado em finanças (70%), cadeia de suprimentos (67%) e operações de serviços (63%).

Redução de custos e aumento de receita líquida com o uso de IA generativa, por função



Visão Setorial – Setor Financeiro: O Macro Continua Construtivo, Execução Micro



O outlook para os grandes bancos (large caps) segue construtivo, com retornos devendo melhorar à medida que um ambiente macro e regulatório mais favorável se traduz em momento sustentado de lucro líquido. O ROE deve subir para cerca de 12,5% em 2025E e aproximadamente 13,0% em 2026E, apoiado por crescimento estável de ativos, geração resiliente de receitas de serviços e normalização da receita líquida de juros à medida que os cortes de juros se transmitam aos balanços, com betas de depósitos administráveis. O crescimento de receita tende a ser amplo, combinando expansão de receita líquida de juros em meados de um dígito, recuperação cíclica de mercados de capitais com serviços de investment banking e atividade de trading estruturalmente elevada, enquanto disciplina em custos sustenta um ciclo plurianual de alavancagem operacional.

As condições de crédito permanecem benignas, sem sinais relevantes de estresse inicial, com cobertura de provisões já posicionada para um mercado de trabalho mais fraco, limitando riscos de decepções para o lucro líquido. Ao mesmo tempo, uma postura regulatória mais branda, com exigências de capital de longo prazo mais baixas, libera excesso de capital relevante, abrindo espaço para retornos ao acionista materialmente maiores via recompras e dividendos.

Os valuations já se beneficiaram de uma expansão parcial, mas os bancos seguem negociando com desconto em relação ao mercado amplo, sustentados por melhora de rentabilidade, maior retorno de capital e perfil de lucro líquido mais resiliente em direção a 2026.

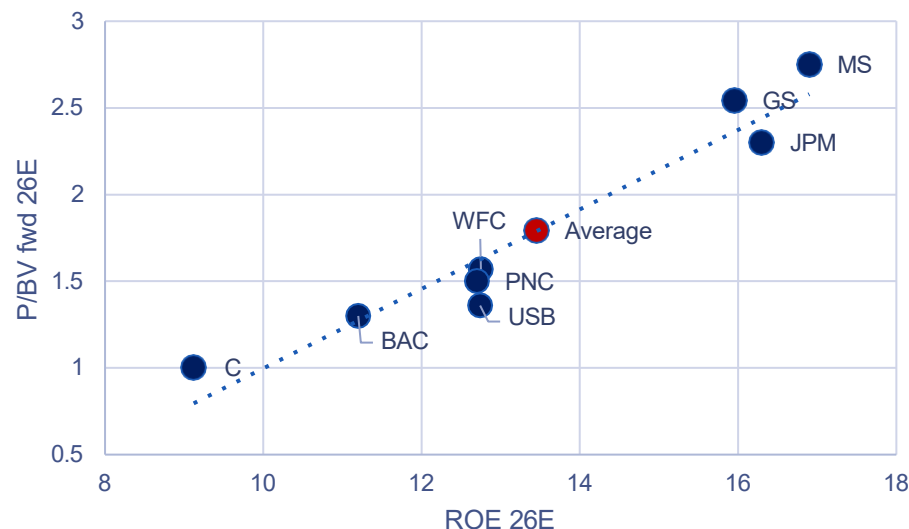
O cenário é favorável. O crescimento de crédito volta a acelerar (com melhora nas contribuições de crédito comercial, cartões e uma inflexão em CRE), o repricing de depósitos avança sem desestabilizar o custo de funding, e a mudança o da carteira de títulos adiciona um ganho incremental de receita líquida de juros, à medida que os balanços migram para ativos com yields mais altos. No lado de serviços, a recuperação de M&A e underwriting adiciona um momento cíclico, enquanto receitas de wealth e asset management se beneficiam de maior atividade e do nível de mercado, criando um mix diversificado de lucro líquido capaz de absorver volatilidade moderada da margem financeira. O resultado é um setor posicionado para maior rentabilidade e payouts mais altos, com execução e disciplina de despesas definindo a dispersão entre vencedores.

Visão Setorial – Setor Financeiro: O Macro Continua Construtivo, Execução Micro

O outlook para os grandes bancos (large caps) segue construtivo, com retornos devendo melhorar à medida que um ambiente macro e regulatório mais favorável se traduz em momento sustentado de lucro líquido. O ROE deve subir para cerca de 12,5% em 2025E e aproximadamente 13,0% em 2026E, apoiado por crescimento estável de ativos, geração resiliente de serviços e normalização da receita líquida de juros à medida que cortes de juros se transmitam aos balanços, com betas de depósitos administráveis.

O crescimento de receita tende a ser amplo, combinando expansão de receita líquida de juros em um dígito, recuperação cíclica de mercados de capitais com serviços de investment banking (com espaço para surpresas positivas, na nossa visão) e atividade de trading estruturalmente elevada. Ao mesmo tempo, disciplina em custos sustenta um ciclo plurianual de alavancagem operacional.

Grandes bancos EUA - P/VP em 26E vs. ROE 26E



Os grandes bancos dos EUA estão vendo expansão de tarifas essenciais, com risco de alta para as estimativas

Fee line (\$mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
WM+ AM	63,787	77,123	87,776	99,412	110,123	118,161
Trading	50,642	68,674	72,611	34,896	39,619	42,582
IB	23,951	21,309	29,760	19,300	20,981	22,906
Deposit charges	18,893	20,330	21,188	78,715	80,330	79,698
Card fees	15,190	18,494	19,524	23,508	24,880	25,834
Mortgage	4,865	3,200	3,656	3,776	4,070	4,379
Total core fees ex. other	177,328	209,130	234,515	259,607	280,004	293,560
Other fees	51,694	23,178	23,971	25,588	23,943	24,716
Total core fees	229,022	232,308	258,486	285,196	303,947	318,275
Growth yoy		1%	11%	10%	7%	5%

Visão Setorial – Setor Financeiro: O Macro Continua Construtivo, Execução Micro



As condições de crédito seguem benignas, sem sinais relevantes de estresse em estágio inicial, com cobertura de provisões já posicionada para um mercado de trabalho mais fraco, limitando o risco de decepções para o lucro líquido. Ao mesmo tempo, uma postura regulatória mais branda, com exigências de capital estruturalmente mais baixas, vem liberando excesso de capital relevante, abrindo espaço para retornos ao acionista materialmente maiores via recompras e dividendos.

Esse cenário construtivo é reforçado pelo grau de conservadorismo com que os bancos estão incorporando o macro e o ciclo de crédito em seus modelos. O planejamento do cenário-base da gestão está ancorado em crescimento mínimo do PIB de cerca de 1,1% e desemprego máximo de aproximadamente 5,0% (versus nosso cenário-base mais favorável, com PIB de 2,6% e desemprego de 4,6%). Ainda assim, o crédito realizado segue bem comportado: as taxas de net charge-off do setor ficaram em 0,62% no 4T25 (0,61% para bancos large caps), em linha com as médias de longo prazo de aproximadamente 0,59%, o que reforça a leitura de que a normalização ocorre de forma ordenada, e não guiada por estresse.

Principais premissas econômicas (%)

Bank	GDP growth (lowest)	Unemployment rate
BAC	1.4	5
JPM	-0.1	5.9
WFC	0.3	5.6
C	1.5	4.5
PNC	2	4.5
USB	1.6	4.4
Average	1.1	5.0
BTG Pactual (Base Case)	2.6	4.5

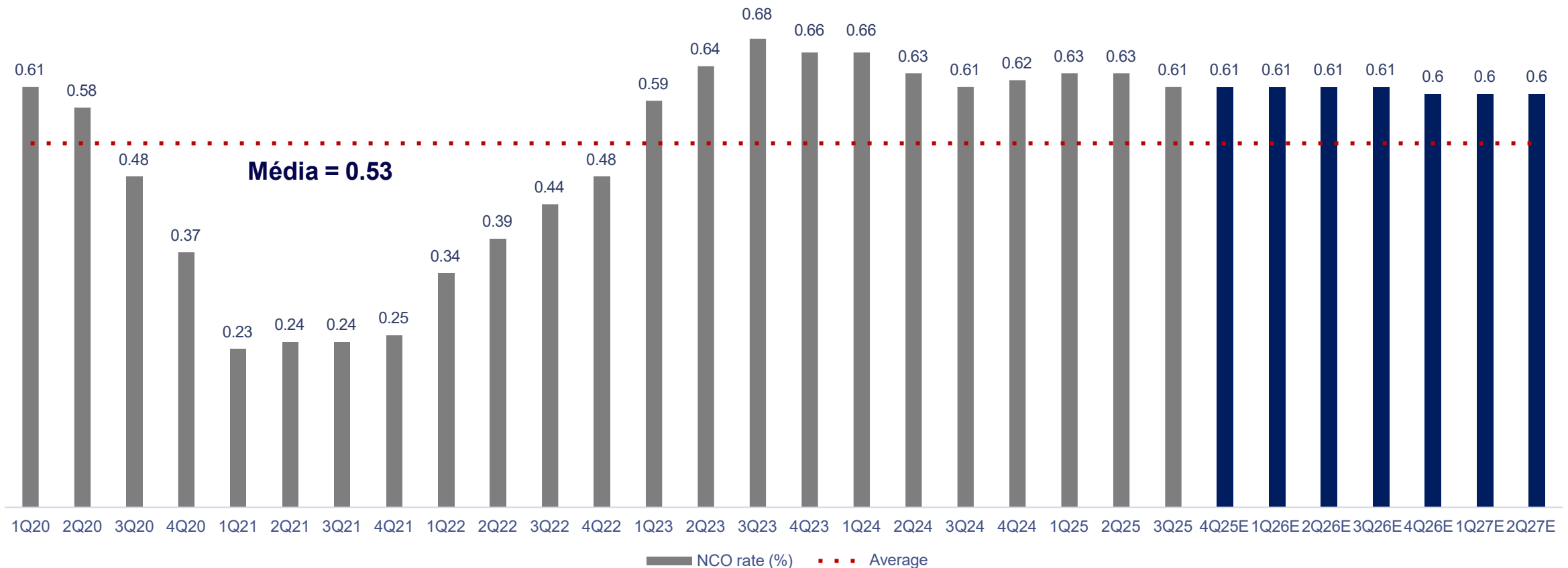
Taxas de NCO por produto – Em linha vs Longo Prazo (%)

Category	2012-2019 avg	4Q25 - Industrywide	Large-cap 4Q25	QoQ	vs LT avg
C&I	0.35	0.54	0.16	-0.05	0.19
CRE	0.14	0.15	0.48	-0.03	0.0
Mortgage	0.24	0.03	0.01	0.03	-0.21
Card	3.48	4.23	3.92	0.23	0.75
Other consumer	1.05	1.27	0.68	0.07	0.21
Total	0.59	0.62	0.61	0.01	0.04

Visão Setorial – Setor Financeiro: O Macro Continua Construtivo, Execução Micro

As taxas trimestrais de net charge-off dos grandes bancos seguem saudáveis e, em geral, em linha com as médias de longo prazo (cerca de 0,53%). A estabilização recente em torno de 0,60%–0,62% reforça a leitura de que a normalização do crédito é ordenada, e não um sinal de estresse emergente

Net charge-offs trimestrais dos grandes bancos seguem saudáveis e em linha com a média de longo prazo (%)



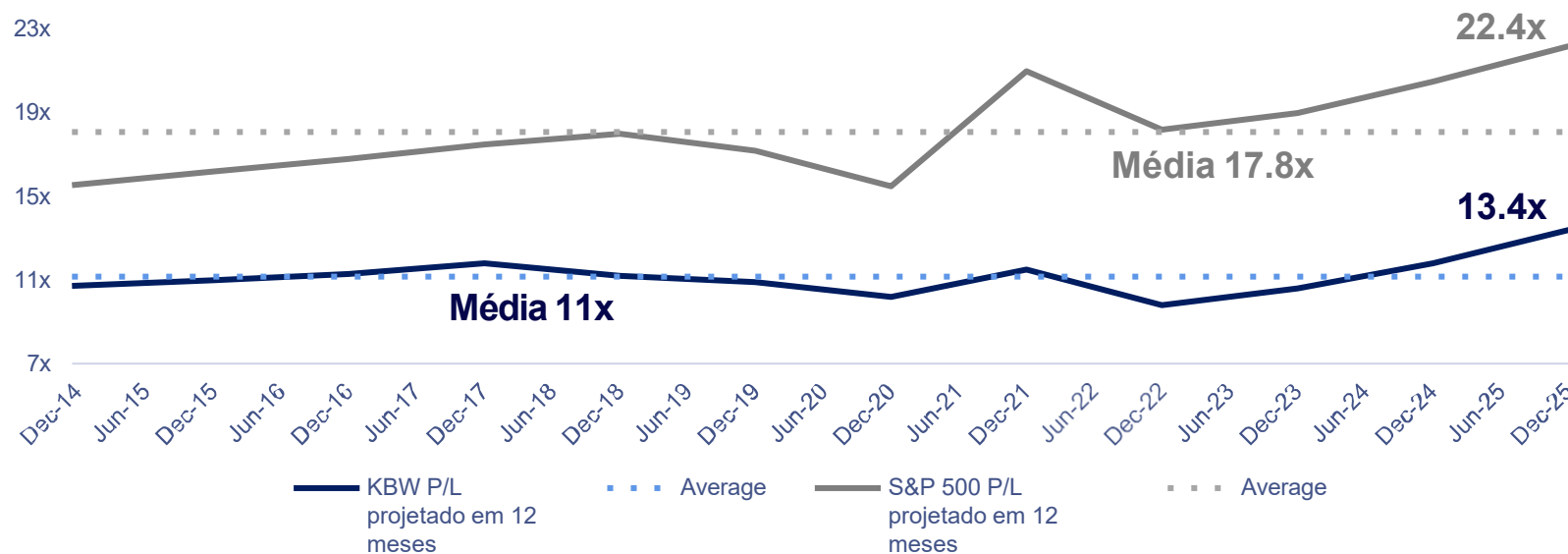
Visão Setorial – Setor Financeiro: O Macro Continua Construtivo, Execução Micro

Os valuations já se beneficiaram de uma expansão parcial, mas os bancos seguem negociando com desconto em relação ao mercado amplo, mesmo com melhora de rentabilidade, maior retorno de capital e um perfil de lucro líquido mais resiliente em direção a 2026.

O pano de fundo macro está incomumente “limpo”. O crescimento de crédito volta a acelerar (com melhora nas contribuições de crédito comercial, cartões e uma inflexão em CRE), o repricing de depósitos avança sem desestabilizar o custo de funding, e a mudança da carteira de títulos deve gerar um ganho incremental de receita líquida de juros, à medida que os balanços migram para ativos com yields mais altos. No lado de serviços, a recuperação de M&A e underwriting adiciona um momento cíclico, enquanto receitas de wealth e asset management seguem se beneficiando de maior atividade e do nível de mercado, criando um mix diversificado de lucro líquido capaz de absorver volatilidade moderada da margem financeira.

Nesse contexto, o gap de valuation permanece relevante: o P/L projetado é de aproximadamente 13,4x para bancos large caps versus cerca de 22,4x para o S&P 500, mantendo o spread próximo de máximas históricas e reforçando a assimetria de upside caso retorno sobre capital e distribuição de capital continuem melhorando. Dentro do setor, execução e disciplina de despesas devem determinar a dispersão entre vencedores e retardatários.

Múltiplos (P/L vs Mercado) – Diferença elevada



Group	Average since 2014	Today	Δ
Lg. banks	10.9	13.4	2.5
S&P 500	17.8	22.4	4.3
Lg. banks vs S&P500	-6.9	-8.8	

Visão Setorial – Saúde: Ventos Favoráveis Seculares Apoiam um Perfil de Crescimento Defensivo



Após um período prolongado de performance fraca, o setor de saúde voltou a apresentar momento positivo, fechando grande parte do gap relativo em relação ao mercado amplo, à medida que os valuations passaram por expansão e os fundamentos melhoraram. A recuperação recente foi liderado por Farmacêuticas, sustentado por maior visibilidade sobre preços de medicamentos, revisões altistas de vendas, retomada da confiança na inovação para além do tema de obesidade e reaceleração da atividade de M&A.

Olhando para 2026, saúde se posiciona na interseção entre tendências seculares demográficas e múltiplos ciclos de inovação. As tendências de utilização seguem estruturalmente positivas, apesar de riscos cíclicos emergentes, enquanto grandes áreas terapêuticas — obesidade, cardiologia, oncologia, imunologia e neurociência — entram em fases de potenciais catalisadores, com potencial de destravar novos ciclos de produto e expandir o mercado endereçável. O cenário de obesidade continua evoluindo em direção a terapias orais, ativos de nova geração e maior adoção ampla, enquanto cardiologia e oncologia vivem um renascimento impulsionado por novos mecanismos, inovação em plataformas e ganhos relevantes de eficácia em relação aos padrões tradicionais de tratamento.

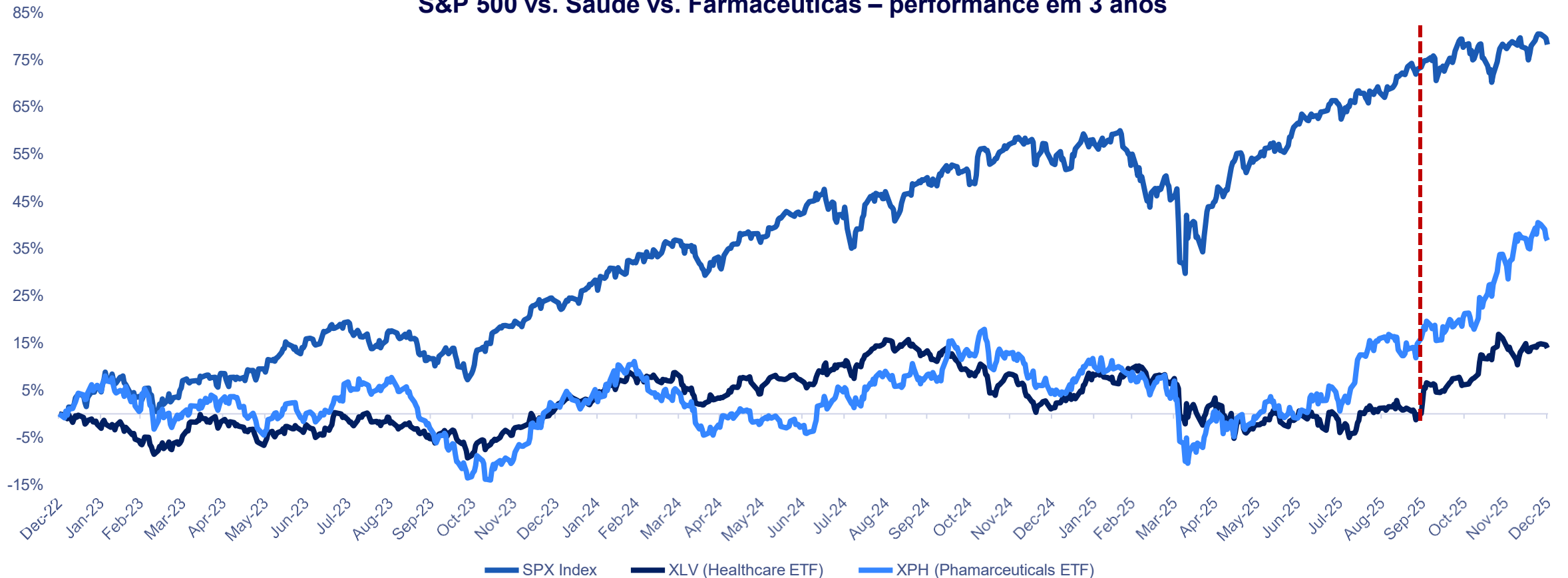
Ao mesmo tempo, o risco de política pública parece mais administrável do que em ciclos anteriores, com prioridades ligadas ao custo de vida e a dinâmica eleitoral reduzindo a probabilidade de ações disruptivas no curto prazo. Combinado a maior disciplina de alocação de capital, recuperação dos investimentos em biopharma e upside seletivo em ferramentas e serviços, o setor oferece uma combinação rara de visibilidade de lucro líquido, opcionalidade de inovação e perfil defensivo, sustentando o setor de saúde como uma alocação central de crescimento defensivo para 2026.

Do ponto de vista de implementação, o conjunto de oportunidades deve seguir com alta dispersão. Os vencedores tendem a ser companhias com pipelines diferenciados, execução consistente em marcos clínicos relevantes e vantagens competitivas comerciais duráveis, especialmente em adjacências de obesidade, cardiometabólico, plataformas de oncologia como ADCs e imunoterapia de nova geração. Em paralelo, a reabertura da janela de M&A — especialmente para ativos escassos ou já com redução do risco— pode reduzir a oferta de inovação de qualidade e adicionar suporte incremental para múltiplos.

Visão Setorial – Saúde: Ventos Favoráveis Seculares Apoiam um Perfil de Crescimento Defensivo

Após um período prolongado de performance fraca, o setor de saúde voltou a apresentar momento positivo, fechando grande parte do gap relativo em relação ao mercado amplo, à medida que os valuations passaram por uma expansão e os fundamentos melhoraram. A recuperação recente foi liderado por Farmacêuticas, sustentado por maior visibilidade sobre preços de medicamentos, revisões altistas de vendas, retomada da confiança na inovação para além do tema de obesidade e reaceleração da atividade de M&A..

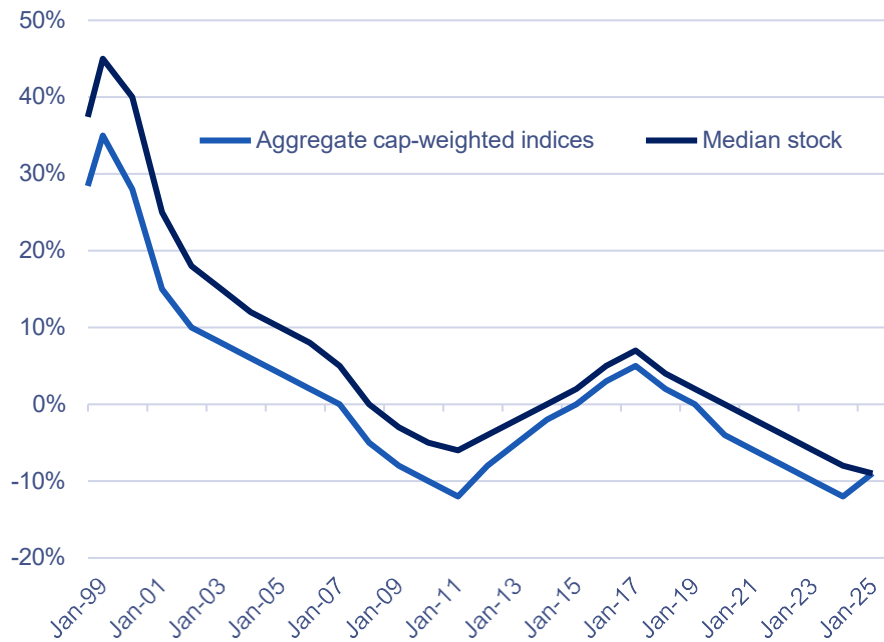
S&P 500 vs. Saúde vs. Farmacêuticas – performance em 3 anos



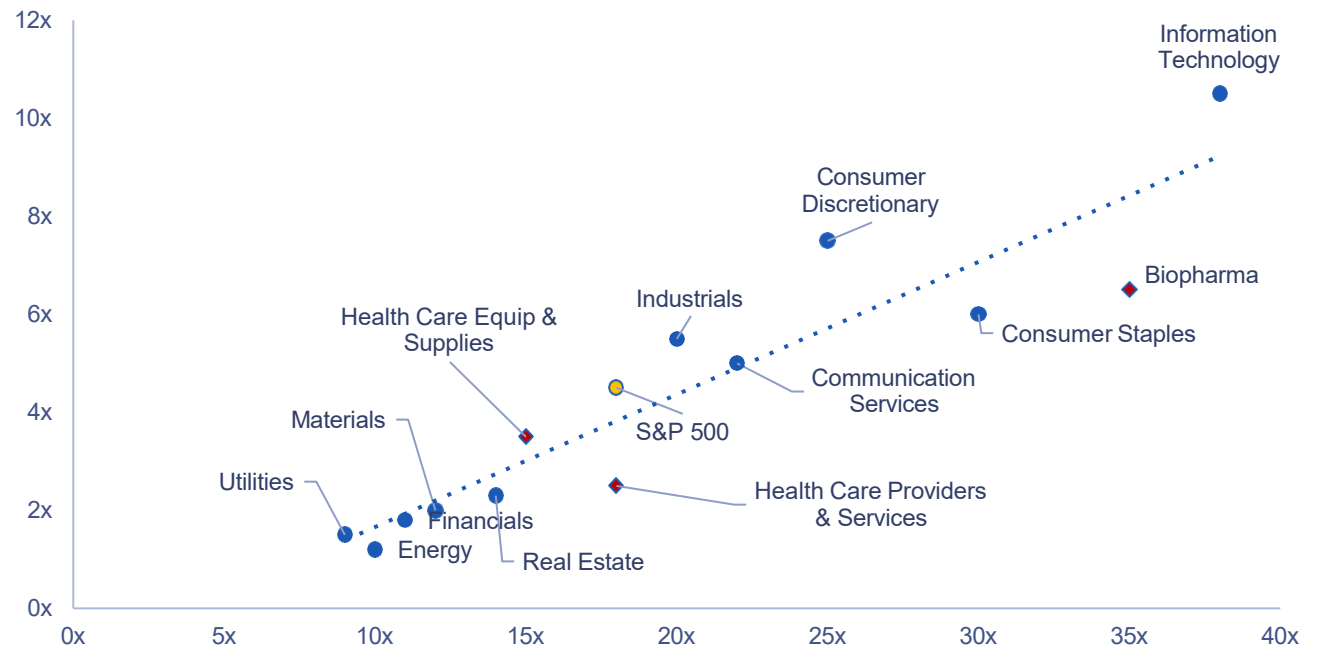
Visão Setorial – Saúde: Ventos Favoráveis Seculares Apoiam um Perfil de Crescimento Defensivo

Olhando para 2026, o setor de saúde se posiciona na interseção entre tendências seculares demográficas e múltiplos ciclos de inovação. As tendências de utilização seguem estruturalmente positivas, apesar de riscos cíclicos emergentes, enquanto grandes áreas terapêuticas — obesidade, cardiologia, oncologia, imunologia e neurociência — entram em fases de novos catalisadores, com potencial de destravar novos ciclos de produto e expandir o mercado endereçável. O cenário de obesidade continua evoluindo em direção a terapias orais, ativos de nova geração e maiores taxas de penetração, enquanto cardiologia e oncologia vivem uma recuperação impulsionado por novos mecanismos, inovação em plataformas e ganhos relevantes de eficácia em relação aos padrões legados de tratamento.

P/L relativo projetado em 12 meses: Saúde vs. S&P 500



ROE vs. P/VP por setor do S&P 500



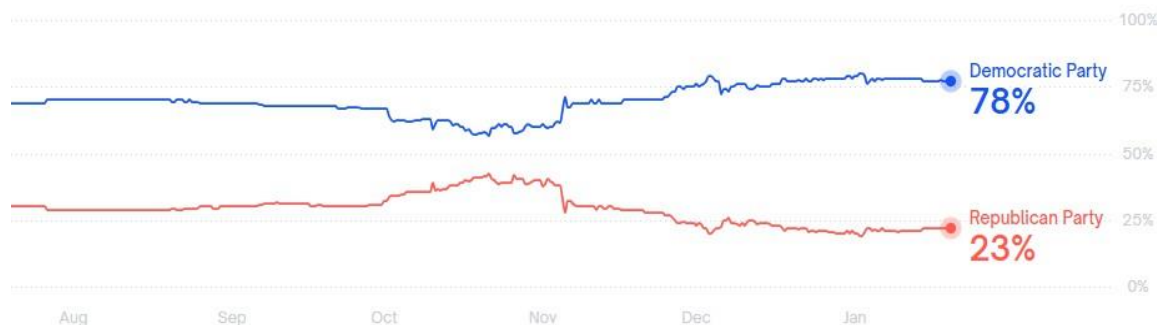
Visão Setorial – Saúde: Ventos Favoráveis Seculares Apoiam um Perfil de Crescimento Defensivo

Com a aproximação das eleições de meio de mandato em 3 de novembro de 2026, mercados de apostas indicam maior probabilidade de os Democratas retomarem o controle da Câmara, enquanto a maioria Republicana no Senado parece mais resiliente. Como a administração não delineou uma agenda legislativa clara para a frente, a eleição importa para os mercados principalmente como um limitador de curto prazo, moldando incentivos e escolhas de política. Pesquisas sugerem que o principal tema político é o custo de vida, o que aumenta a probabilidade de tarifas estáveis ou mais baixas, um viés para política fiscal mais expansionista e mais iniciativas voltadas a reduzir custos altamente visíveis até a eleição. Isso importa para o setor de saúde porque tende a deslocar o mix de política pública para longe de medidas punitivas no curto prazo (por exemplo, tarifas amplas) e na direção de ações que possam ser comunicadas como redução de gastos do consumidor e do governo com saúde. Isso eleva a chance de decisões sobre tarifas serem postergadas ou suavizadas, ao mesmo tempo em que mantém no radar, até 2026, debates ligados a preços de medicamentos e cobertura (como discussões em torno de Medicaid e estruturas do tipo MFN, subsídios do ACA e reforma de PBMs).

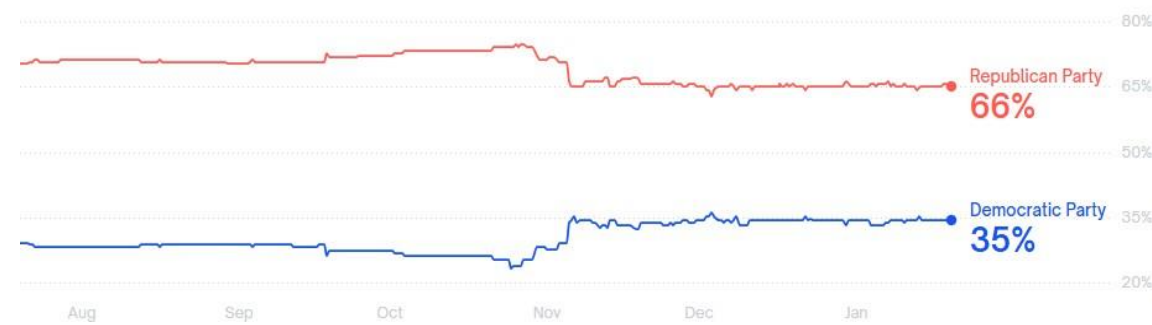
Mercados de apostas indicam vantagem Democrata na Câmara nas eleições de meio de mandato



Which party will win the House in 2026?



Which party will win the Senate in 2026?



Visão Setorial – Industriais: Boom de capex e renascimento industrial – investimento em infraestrutura e reshoring



O setor Industrial parece bem posicionado para um bom 2026, porque o “impulso de capex” do macro está se ampliando de uma narrativa concentrada em mega caps/IA para gastos mais ligados à economia real (construção, equipamentos e eletrificação), em que empresas Industriais capturam uma parcela desproporcional tanto de receita quanto de margens. A leitura para ações é direta: quando o investimento corporativo acelera, as carteiras de pedidos se alongam, a utilização aperta e o poder de precificação tende a ficar mais durável, especialmente em empresas com maior mix de serviços, monetização da base instalada e backlog de ciclo longo.

O ponto de partida é que os dados de capex anunciados foram não recorrentes, mas a direção tem sido construtiva. O gasto com equipamentos acelerou no início de 2025, em parte por antecipação de compras antes de tarifas (um movimento que eleva o capex reportado, mas pode distorcer o momento “real” subjacente). Para 2026, o ponto-chave não é repetir essa antecipação, e sim sustentar um run-rate mais alto, à medida que financiamento e incentivos tributários melhoram.

Política fiscal/tributária é um vento favorável relevante para decisões de investimento real, porque reduz o custo efetivo do capital e antecipa o payback dos projetos. O One Big Beautiful Bill Act (OBBA) recuperou a depreciação acelerada de 100% para ativos elegíveis colocados em operação após 19 de janeiro de 2025 (revertendo o caminho anterior de redução gradual), e também introduziu/ampliou regras de despesas voltadas a investimento doméstico, com destaque para estruturas de manufatura e dedução de P&D doméstico.

As condições financeiras são a segunda alavanca. Mesmo um afrouxamento moderado já faz diferença, porque capex é altamente sensível a juros e crédito na margem. A Senior Loan Officer Opinion Survey do Fed indica que os padrões de concessão de crédito ficaram mais frouxos em relação a 2024 em diversas categorias (ainda que permaneçam mais restritivos do que a média histórica), o que normalmente sustenta demanda incremental por equipamentos, leasing e project finance. Para as empresas industriais, isso tende a aparecer primeiro em “pedidos” e, depois, em reconhecimento de receita, especialmente em segmentos de meio de ciclo (máquinas, componentes e distribuição especializada).

IA não é apenas uma tese de lucro líquido em tecnologia; trata-se de um construção física que gera demanda plurianual por energia, refrigeração, equipamentos elétricos e serviços de construção. Estimativas independentes sugerem que data centers nos EUA podem consumir aproximadamente 4,6%–9,1% da eletricidade do país até 2030 (intervalo que reflete a incerteza das projeções), e o Departamento de Energia também tem destacado a magnitude do crescimento incremental de carga associado a data centers. A implicação para o mercado é que o “capex de IA” tende a se traduzir cada vez mais em volume para Industriais: painéis e equipamentos de distribuição elétrica (switchgear), transformadores, soluções de energia de backup, gestão térmica e os prestadores de serviços (contratantes) que entregam a infraestrutura física e a interconexão.

Visão Setorial – Industriais: Boom de capex e renascimento industrial – investimento em infraestrutura e reshoring

Reshoring/onshoring segue como um segundo catalisador de crescimento tangível, e os dados confirmam que o nível de atividade permanece elevado. O gasto com construção na manufatura vem rodando em torno de US\$220 bilhões em termos anualizados (SAAR) em meados de 2025 (séries FRED/Census), uma escala difícil de reconciliar com a narrativa de “recessão de capex” e consistente com a continuidade do ciclo de construção de fábricas em eletrônicos, equipamentos de transporte e outras cadeias estratégicas. Isso é relevante para empresas Industriais porque sustenta demanda de ciclo longo (EPC e serviços industriais) e também um impulso de ciclo curto (ferramentas, componentes e automação) conforme as instalações migram do estágio de “construir” para “equipar” e, então, “operar”.

Tarifas são o principal fator de oscilação e podem atuar nos dois sentidos. Elas podem elevar custos de insumos e aumentar incerteza (vento contrário no curto prazo), mas também reforçam o incentivo de localizar cadeias de suprimentos (vento favorável de médio prazo para capex doméstico). Coberturas da Reuters sobre dados de bens duráveis em 2025 destacaram explicitamente a antecipação de compras antes de tarifas, o que é consistente com um cenário em que o momento de investir muda, mesmo que a “direção” (investir em capacidade doméstica) permaneça intacta. Para as teses Industriais, essa diferenciação é crucial: modelos com bill-of-materials mais dependente de importação enfrentam risco de margem, enquanto fornecedores e prestadores de serviços mais posicionados domesticamente tendem a se beneficiar do movimento de localização.

Na nossa visão, um dos melhores indicadores de curto prazo para avaliar se o capex está, de fato, reacelerando é o conjunto de “indicadores antecedentes”. O Dodge Momentum Index, um indicador consolidado de projetos não residenciais entrando em fase de planejamento, avançou 7% em dezembro e é frequentemente descrito como antecedendo o gasto em construção não residencial em cerca de um ano. Em paralelo, pedidos “core” de bens de capital (não defesa, excluindo aeronaves) mostraram altas acima do esperado em leituras pontuais no fim de 2025, reforçando o sinal de que a demanda por equipamentos não está colapsando à medida que o ruído de política econômica diminui.

Do ponto de vista de construção de portfólio, o setup de maior qualidade em Industriais costuma estar onde demanda secular (eletrificação, automação, infraestrutura de data centers) se sobrepõe a alavancagem operacional e receita recorrente (reposição/serviços, software embutido e contratos de manutenção de longo prazo). Nesse subconjunto, a tese não é “mais um trimestre forte de pedidos”, e sim um backlog plurianual com um “flywheel” de base instalada capaz de sustentar margens mesmo com flutuações em salários ou materiais. O mercado também tende a premiar companhias que conseguem transformar o ciclo em consistência de geração de fluxo de caixa, porque é isso que, no fim, financia recompras e dividendos ao longo do ciclo.

Visão Setorial – Industriais: Boom de capex e renascimento industrial – investimento em infraestrutura e reshoring

Indicadores antecedentes de capex sugerem que o momento de investimento ganhou tração nos últimos meses. O gráfico abaixo mostra que os pedidos “core” de bens de capital também aceleraram no período recente.

Pedidos de CAPEX (% var., taxa anualizada de 6 meses)³⁰



Visão Setorial – Industriais: Boom de capex e renascimento industrial – investimento em infraestrutura e reshoring



O framework de risco é igualmente claro:

Se a escalada de tarifas voltar a acelerar, pode reintroduzir incerteza e atrasar projetos; se as condições financeiras voltarem a apertar, capex tende a ser o primeiro componente macro a desacelerar; e, caso o nível de expansão da manufatura permaneça alto, mas o crescimento perca ritmo, múltiplos podem comprimir nos nomes mais cíclicos.

Ainda assim, a assimetria do cenário-base para 2026 parece mais favorável do que em anos anteriores, porque:

- I. os incentivos tributários são explicitamente pró-investimento,
- II. a infraestrutura de IA é um ciclo de investimento em ativos reais,
- III. indicadores antecedentes (planejamento e pedidos core) vêm apontando para melhora de momento, criando um caminho plausível para uma contribuição mais ampla de empresas industriais para o crescimento de lucro líquido em 2026.

S&P 500 | Visão de investimento

	Visão de investimento	Racional
1	S&P 500 Upside – Resultados são o catalisador	Com valuations elevados, os retornos do índice em 2026 tendem a ser mais feitos por crescimento de lucro líquido (com suporte de dividendos e recompras) do que por expansão de múltiplos.
2	Retomada das small caps nos EUA	Se as condições financeiras afrouxarem e a amplitude do mercado continuar melhorando, SMID caps oferecem upside assimétrico, dado o baixo valuation relativo e a maior alavancagem operacional ao crescimento doméstico.
3	Liderança de tecnologia se mantém – ventos seculares de IA (com seletividade)	Capex em IA e digitalização corporativa mantêm tecnologia estruturalmente favorecida, mas 2026 tende a premiar beneficiários de IA rentáveis e geradores de caixa, em detrimento de exposições apenas “conceituais”.
4	Financeiro – macro construtivo reforça execução micro	Um cenário de soft landing, com tendências de crédito mais estáveis e potencial inclinação da curva, sustenta revisões melhores de lucro líquido.
5	Saúde – ventos seculares sustentam crescimento defensivo	A combinação de envelhecimento demográfico e um ciclo de inovação mais forte (GLP-1s, oncologia e pipelines em medtech) sustenta crescimento defensivo com múltiplos catalisadores.
6	Boom de capex e renascimento industrial – infraestrutura e reshoring	Reshoring, expansão de infraestrutura e eletrificação estendem um ciclo favorável plurianual de capex, beneficiando empresas industriais com visibilidade de backlog.

2. Temas-chave

Análise - 12 ideias-chave 2025

1. O que acertamos, acertamos parcialmente e erramos

Perspectiva do S&P 500

1. Upside mais moderado para o S&P 500 – resultados impulsionam o mercado
2. Retomada das small caps nos EUA
3. Visão setorial – nossos setores preferidos são: Tecnologia, Indústria, Saúde e Financeiro

Temas-chave

1. IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla
2. Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração
3. Tecnologia de próxima geração – computação quântica e robótica
4. Defesa e Cibersegurança – O Novo Imperativo de Segurança

Global

1. China: Virando a página – potencial de recuperação tática
2. Índia e países emergentes da Ásia – crescimento fora dos EUA

Temas-chave | Visão de investimento

	Visão de investimento	Racional
7	IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla	A próxima fase é de difusão: A criação de valor em IA migra dos construtores para as aplicações, ampliando o conjunto de oportunidades para serviços, automação industrial e ferramentas para saúde.
8	Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração	A alta da demanda de energia por data centers, restrições da rede e metas de descarbonização estão reprecificando soluções confiáveis de energia limpa. Energia Nuclear passa a parecer cada vez mais “necessário”, e não opcional.
9	Tecnologia de próxima geração – computação quântica e robótica no radar	Computação quântica avança de laboratórios para casos de uso mais direcionados, enquanto robótica ganha tração à medida que a IA torna os sistemas mais autônomos e economicamente viáveis.
10	Defesa e cibersegurança – o novo imperativo de segurança	Uma mudança estrutural no cenário geopolítico sustenta crescimento persistente de orçamento e programas plurianuais, reforçando visibilidade de receita em grandes empresas de defesa e líderes em cibersegurança.

Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla



Inteligência artificial segue como uma tese estrutural e de longa duração, e não como um trade de um único ciclo. O principal catalisador não é apenas a melhora incremental dos modelos, mas a construção cumulativa de uma “carga” de IA que abrange infraestrutura, plataformas e aplicações. Ainda estamos no início desse processo: o capex global ligado a IA continua escalando em computação, networking, energia e refrigeração, enquanto empresas ainda estão começando a transformar experimentação em implantação em nível de produção. Isso cria uma trajetória plurianual para crescimento de receita, cada vez mais visível em carteiras de pedidos, métricas de backlog e guidance de capex ao longo do ecossistema.

Do ponto de vista econômico, IA é melhor entendida como uma tecnologia de uso geral, com implicações de produtividade comparáveis a revoluções anteriores da computação. Diferentemente de ondas digitais anteriores, porém, a adoção de IA é mais concentrada em intensidade de capital na fase inicial. Treinamento e workloads de inferência exigem investimento elevado em GPUs, data centers e infraestrutura de energia, sustentando um ciclo prolongado de capex mesmo antes de ganhos de produtividade aparecerem de forma clara nas estatísticas de PIB. Esse ponto é importante: o efeito em lucro líquido tende a ocorrer bem antes da confirmação nos dados macro, o que ajuda a explicar por que ações ligadas a IA frequentemente lideram os indicadores econômicos tradicionais, e não o contrário.

No nível setorial, o mecanismo de transmissão para resultados fica mais evidente. Fornecedores de infraestrutura capturam primeiro via volume, poder de precificação e utilização, mas o upside mais durável tende a migrar, de forma crescente, para plataformas e aplicações que monetizam IA por meio de maior engajamento, automação e alavancagem de preços.

Agentes de IA, copilots e automação de workflows estão evoluindo de prova de conceito para economia mensurável de custos e ganho de receita, especialmente em software, internet e alguns verticais selecionados de serviços. Essa transição sustenta expansão de margens e alavancagem operacional, o que é crítico para manter retornos em ações à medida que a tese amadurece.

Do ponto de vista de construção de portfólio, a exposição a IA deve ser estruturada em torno de durabilidade de geração de fluxo de caixa e beneficiários de segunda ordem, e não apenas nos vencedores óbvios de computação. A dispersão de valuation dentro do tema segue elevada, criando oportunidade para rotação ao longo da cadeia à medida que a visibilidade de lucro líquido melhora e a intensidade de capital atinge pico em alguns segmentos. A tese central segue intacta: IA é, simultaneamente, um superciclo de capex, um catalisador de produtividade e uma vantagem competitiva para players de escala. À medida que a adoção se amplia e a monetização se aprofunda, IA deve continuar atuando como um dos principais motores de crescimento de lucro líquido global e liderança de mercado no horizonte de médio a longo prazo.

Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

Do Dividendo Demográfico ao Fardo Demográfico

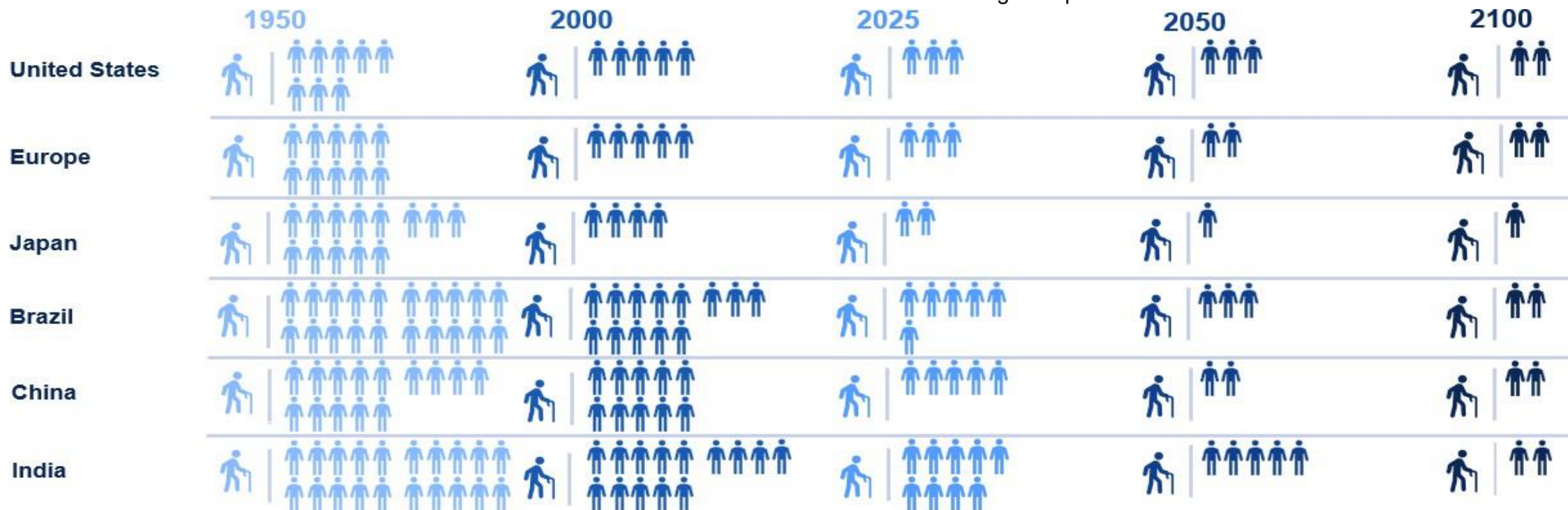
A pirâmide etária global está mudando rapidamente, refletindo o envelhecimento com uma taxa de reposição populacional negativa.

Declínio da Força de Trabalho



Setor privado:

- ✓ Redução na demanda agregada
- ✓ Crescimento de vendas mais baixo
- ✓ Provável compressão da margem líquida
- ✓ Menor arrecadação de impostos
- ✓ Déficit crescente da previdência



Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

Novas tecnologias frequentemente atraem capital significativo com competição, o que pode levar a ajustes de preços à medida que os mercados amadurecem. Mesmo quando algumas empresas falham, a tecnologia subjacente geralmente prospera, com o mercado se consolidando em torno de players chave. Isso cria oportunidades de crescimento em inovações secundárias com novos produtos que se baseiam na descoberta original.

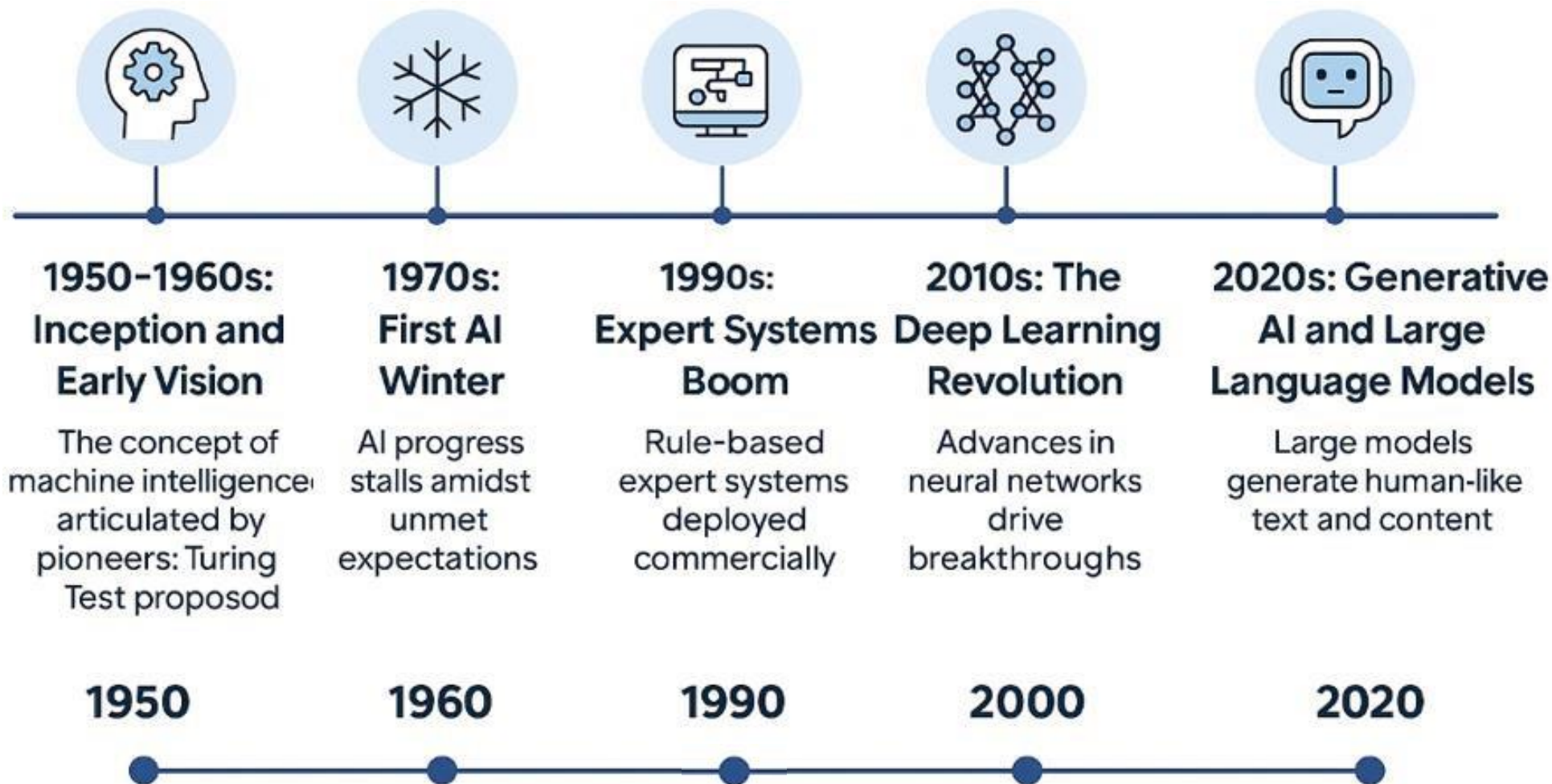
A história das novas tecnologias

Inovação	Livros	Canais	Ferrovias	Telégrafo	Telefone	Rádio	Computador (PC)	Internet
Século	Século XVI	Século XVIII	Século XIX	Século XIX	Século XX	Século XX	Século XX	Século XXI
Resumo	A tecnologia de impressão revolucionou a produção de livros. Em 1550, 3 milhões de livros eram publicados anualmente na Europa. Em 1800, 600 milhões de livros haviam sido impressos, com preços em queda.	Os canais impulsionaram a Primeira Revolução Industrial. Os altos retornos iniciais levaram a uma bolha em 1793. Na década de 1800, os retornos caíram de 50% para 5%, mas a infraestrutura apoiou novas indústrias.	As ferrovias impulsionaram a transformação econômica e social no Reino Unido. A rede cresceu de 100 para 6.123 milhas até 1850. Uma bolha no mercado de ações causou uma queda de 85% no valuation até 1850, mas a infraestrutura estimulou o crescimento.	A inovação do telégrafo levou ao surgimento de mais de 50 empresas concorrentes nos Estados Unidos em 1851. Seguiu-se uma consolidação, com a Western Union se tornando o primeiro monopólio nacional em 1866.	O vencimento das patentes da Bell em 1894 impulsionou a concorrência e a consolidação. A AT&T liderava, mas foi restringida por medidas antitruste em 1913, estimulando inovações por meio da Bell Labs.	Após a Primeira e a Segunda Guerra Mundial, a demanda por rádios aumentou. Entre 1923 e 1930, 60% das famílias americanas possuíam rádios. As ações da RCA dispararam, mas depois despencaram 98% entre 1929 e 1932. A publicidade sustentou o crescimento.	O mercado de computadores cresceu rapidamente na década de 1980. A IBM liderou a comercialização, mas muitos novos players fracassaram até 1983. O setor amadureceu com poucos players dominantes.	A bolha da internet no final da década de 1990 provocou um aumento maciço das ações. O Nasdaq quintuplicou entre 1995 e 2000, depois caiu 34% em um mês e 80% até 2002, com muitas empresas devastadas.

Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

Apesar de levar quase 70 anos para passar da fase dos “inovadores” para os “adotantes iniciais”, ciclos passados construíram uma base sólida que agora permite um progresso mais rápido e mais transformador em IA.

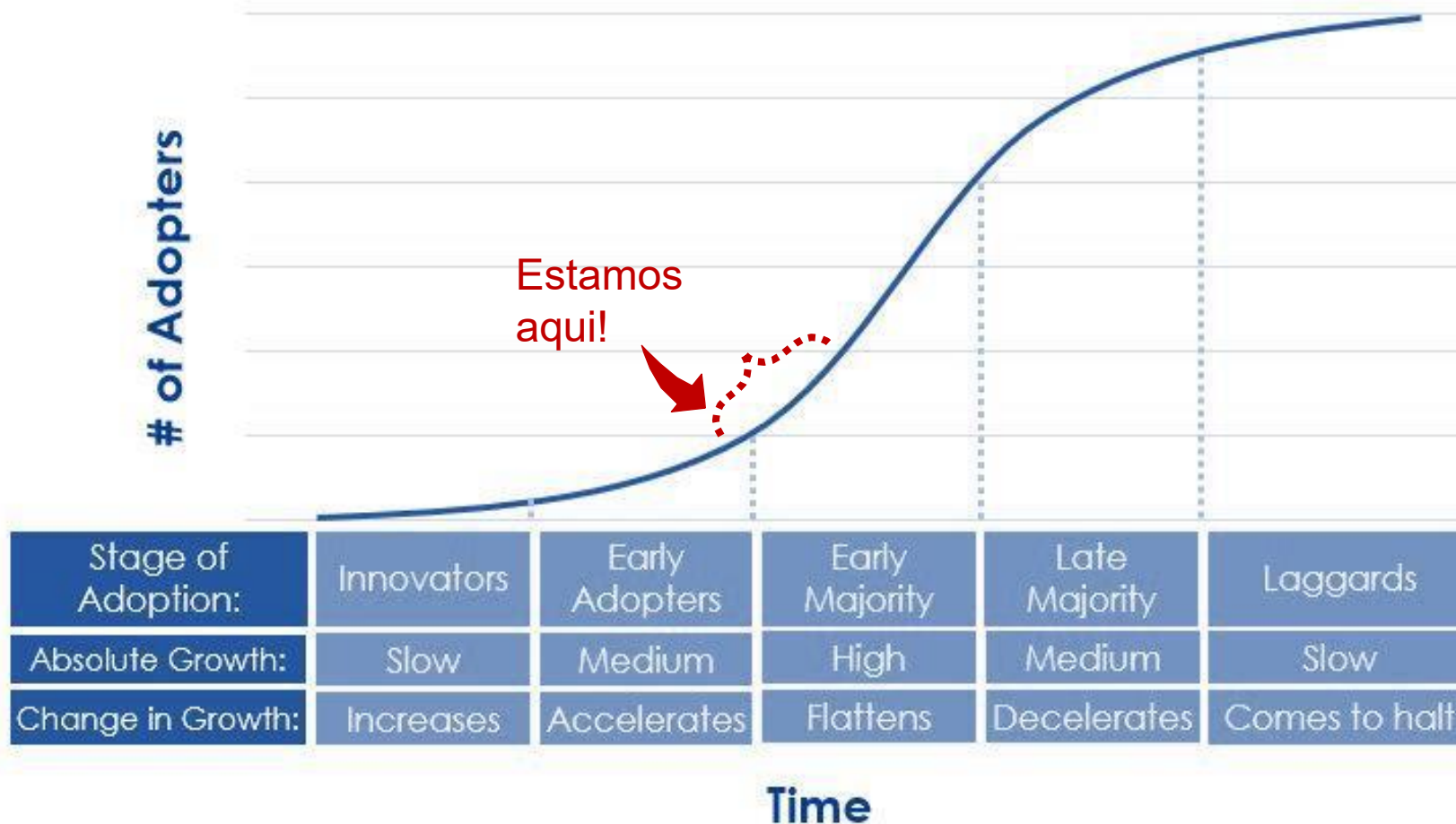
A Linha do Tempo da IA



Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

A adoção de IA ainda está em estágio inicial, com poucas implantações em escala, gargalos de infraestrutura, rentabilidade ainda a ser comprovado e governança ainda imatura, o que desacelera a transição para adoção em massa. Em outras palavras, ainda há um amplo conjunto de oportunidades pela frente.

Curva de adoção – onde estamos na adoção de



Por que acreditamos que ainda estamos no início

A adoção segue crescendo: cerca de 65% das grandes empresas testam IA generativa, mas apenas 15%–20% já escalaram implantações (McKinsey).

Gargalos físicos: energia e networking. Clusters de IA enfrentam restrições de potência (MW) e interconexão (óptica 400G/800G), alongando prazos de entrega e limitando novos entrantes.

Rentabilidade ainda a ser comprovada: custos por token/chamada caem rapidamente, mas seguem instáveis. O ROI depende de ajustes finos (tuning), caching, orquestração e mix de tarefas, dificultando padronização e precificação.

Gap de habilidades e mudança organizacional: escassez de talentos e ausência de processos limitam a adoção para além dos pioneiros.

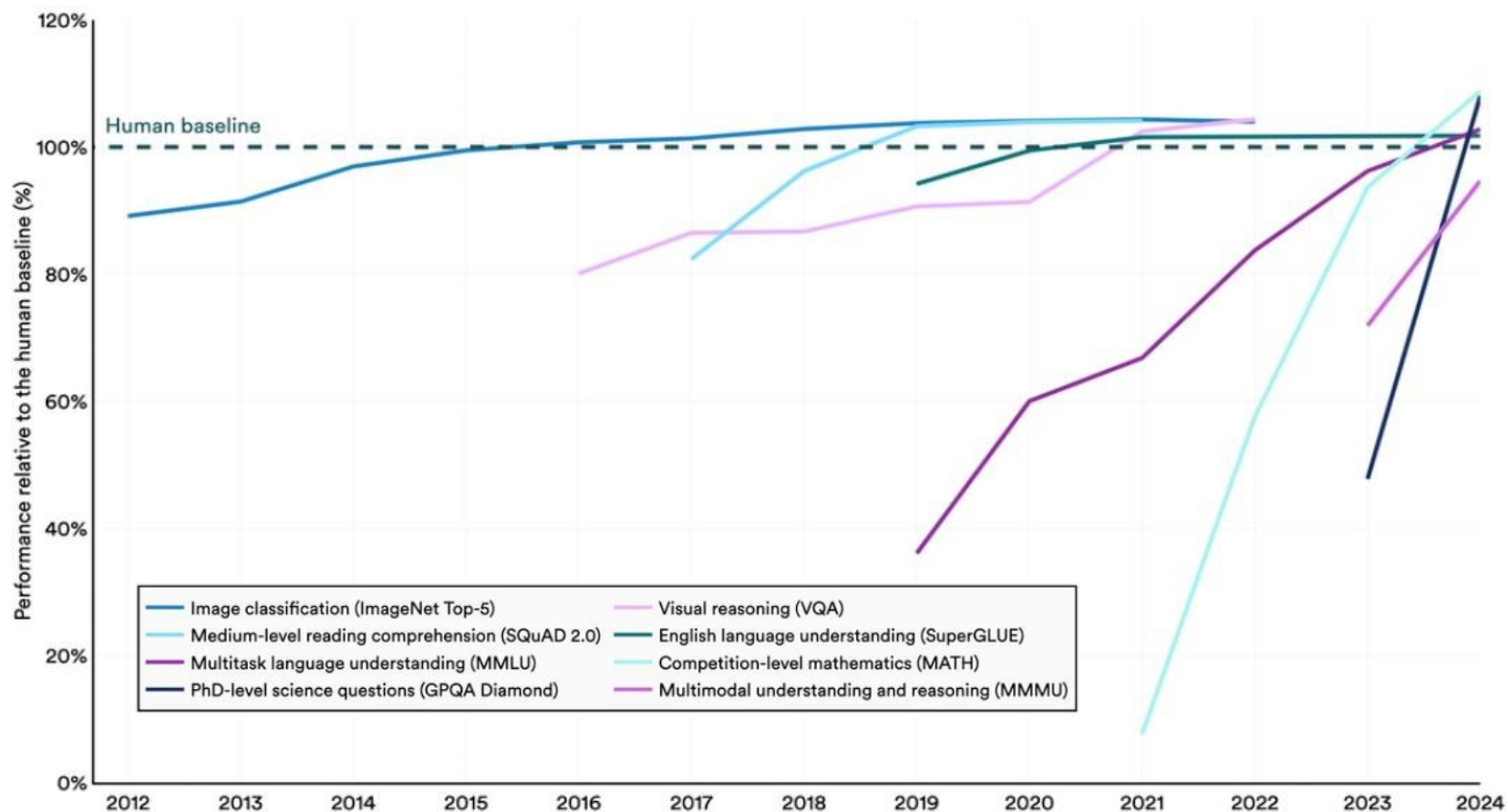
Dados e governança ainda imaturos: a maioria das empresas não tem datasets padronizados e compliance, além de frameworks robustos de controle de IA.

Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

A IA já supera humanos na maioria das tarefas (exceto multimodal).

No entanto, ainda fica atrás em atividades multimodais, que exigem integração de texto, imagens e áudio em uma compreensão unificada.

Desempenho de IA vs. Desempenho Humano



Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

A geração de imagens por IA avançou muito rapidamente, mostrando que, embora já seja difícil distinguir rostos reais de sintéticos hoje em dia, ferramentas como o MidJourney evoluíram rapidamente de resultados rudimentares para hiper-realistas em apenas dois anos.

Qual rosto é real?



Gerações do Midjourney ao longo do tempo: “uma imagem hiper-realista de Harry Potter”



V1, February 2022



V2, April 2022



V3, July 2022



V4, November 2022



V5, March 2023



V6, December 2023

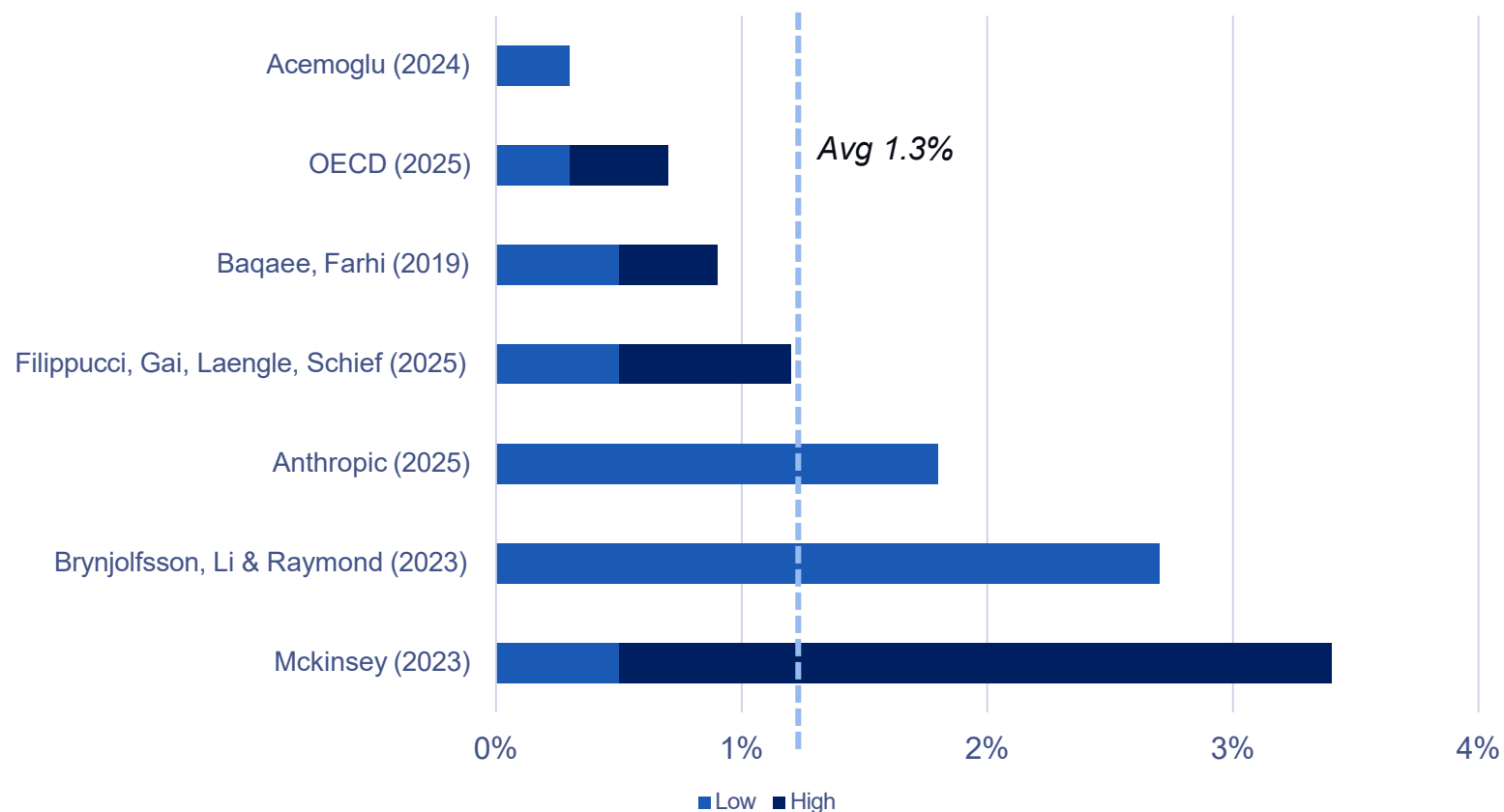


V6.1, July 2024

Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

Ganho de produtividade (IA): Em diversos estudos acadêmicos, de políticas e da indústria independentes, os ganhos de produtividade impulsionados por IA têm média de cerca de ~1,3 p.p. ao ano — equivalente a mais de US\$ 1,5 trilhão de produção global adicional anualmente no PIB atual — sugerindo um choque de produtividade amplo e duradouro.

Estimativas Acadêmica do impacto da IA no crescimento da produtividade



Links

[Acemoglu - The Simple Macroeconomics of AI](#)

[OECD – Opportunities w Risks of Artificial Intelligence for Productivity \(2025\)](#)

[Baqee, Farhi – Productivity w Misallocation in General Equilibrium](#)

[Filippucci, Gai, Laengle, Schief - Macroeconomic Productivity Gains from AI in G7 Economies](#)

[Anthropic - Estimating AI productivity gains from Claude conversations](#)

[Brynjolfsson, Li & Raymond - Generative AI at Work](#)

[McKinsey - The economic potential of generative AI](#)

Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

Retorno sobre investimento em IA: Um ciclo de capex anual de aproximadamente US\$1,2 trilhão em infraestrutura de IA (projeções da Dell'Oro Group) cria uma base líquida de Imobilizado de cerca de US\$2,4 trilhões que, a um ROIC de 20%, exige aproximadamente US\$1,68 trilhão de output econômico anual (US\$1,2 trilhão de Depreciação & Amortização + US\$480 bilhões de retorno). Isso equivale a cerca de 5% da massa salarial global de mão de obra qualificada, aproximadamente 3% da massa de trabalhadores e ~5% do EBIT global. Alternativamente, assumindo margens de 50%, corresponde a cerca de US\$3,4 trilhões de receita (aproximadamente 3% da receita de empresas listadas), ou ~1,4% do PIB global (próximo das estimativas acadêmicas de 1,3%).



\$1.68 trilhões de redução de OPEX

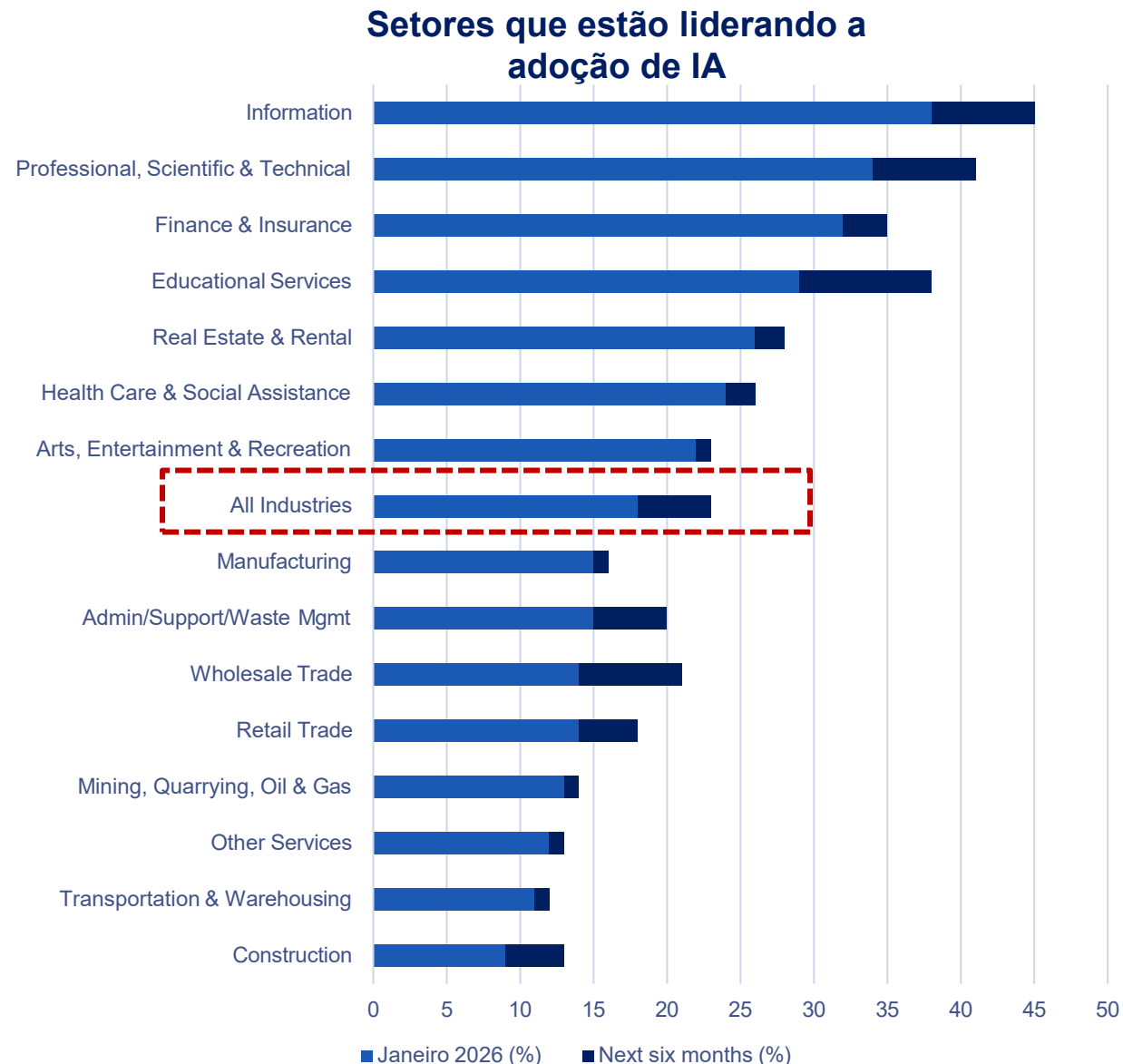
1. ~4,5% da folha de pagamento qualificada global
2. ~2,8% da folha de pagamento total global.
3. ~7% do EBIT Global

US\$3,36 trilhões de geração de receita a 50% de margem

1. 3% da receita das empresas listadas globais.
2. ~1,4% do PIB global (Próximo às estimativas acadêmicas de 1,3%)

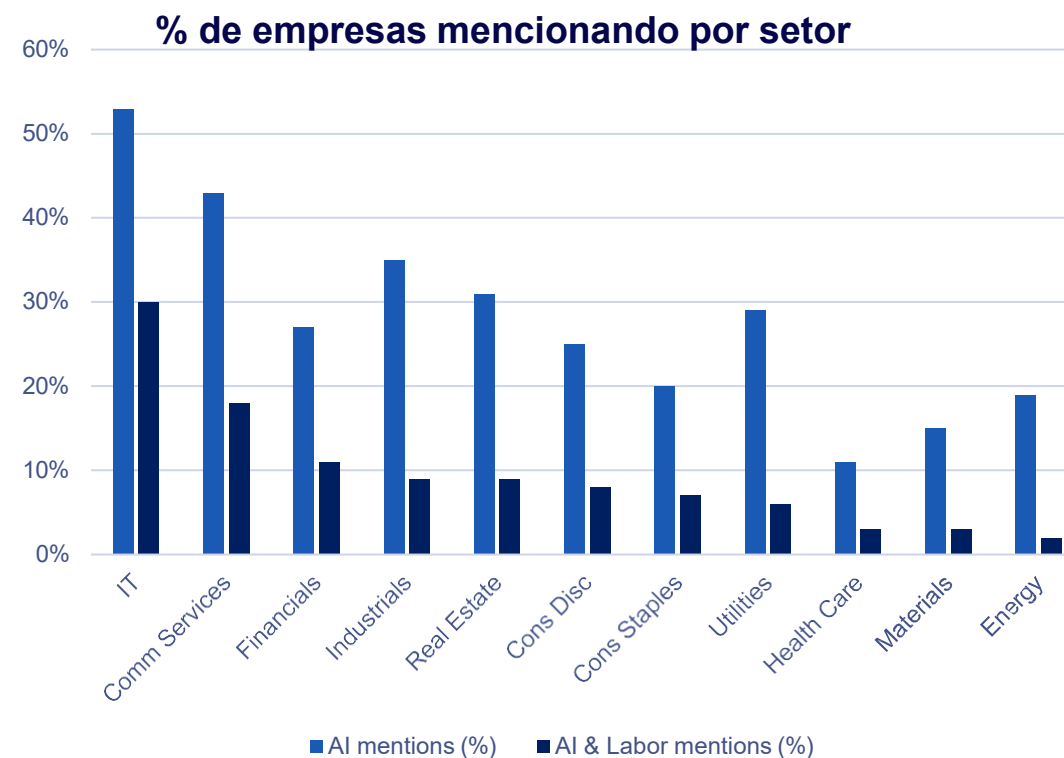
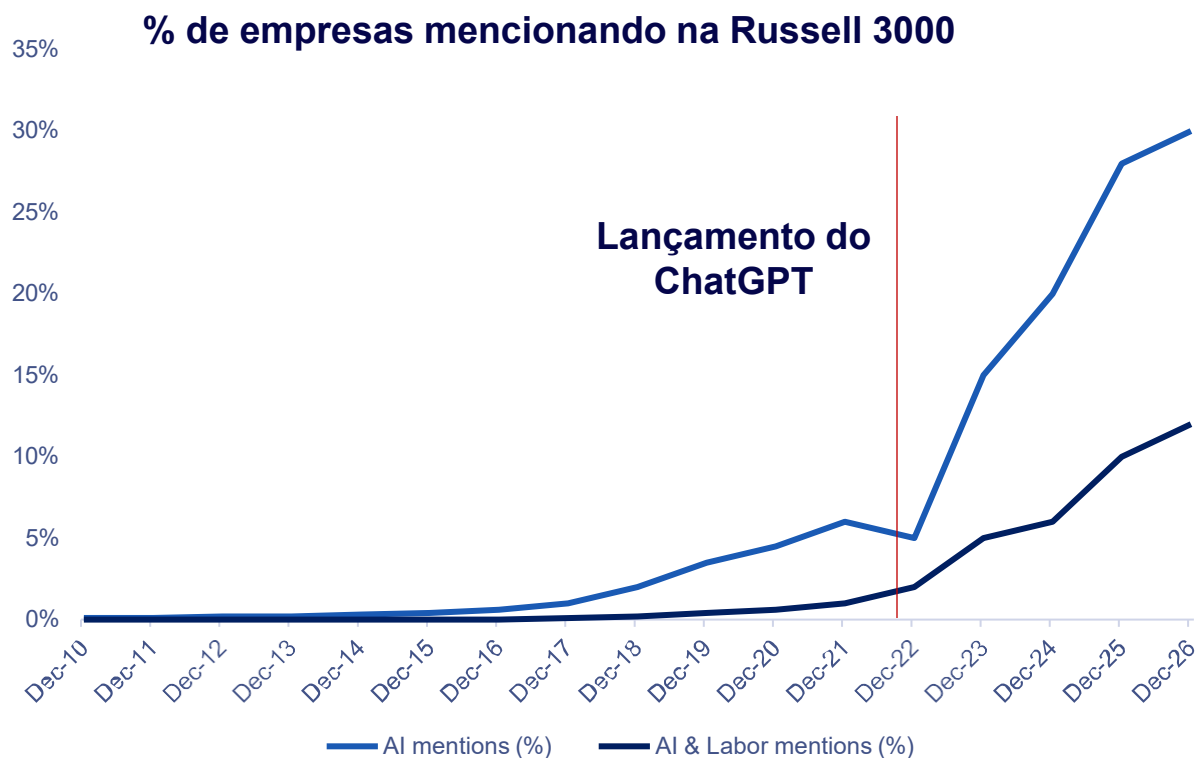
Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

- **Adoção de IA nas indústrias já é relevante:** cerca de 17,7% das empresas nos EUA reportam uso de IA hoje, e a projeção para os “próximos seis meses” sugere aumento para aproximadamente 23%, indicando continuidade da aceleração no curto prazo.
- **A adoção está concentrada em setores intensivos em informação:** Serviços de informação e serviços profissionais/científicos/técnicos lideram a penetração atualmente e também devem registrar os maiores ganhos incrementais nos próximos seis meses.
- **Serviços financeiros estão no topo:** Finanças e seguros apresentam adoção acima da média e um pipeline forte, consistente com o retorno de curto prazo da IA em automação, gestão de risco e fluxos de trabalho com clientes.
- **Os setores que estão atrasados são mais intensivos operacionalmente:** Manufatura, construção, transporte/armazenagem e outros serviços seguem bem abaixo dos líderes, refletindo uma curva de implementação mais longa e um amplo espaço de melhorias à medida que as ferramentas se tornem mais fáceis de implantar.



Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

Em todo o Russell 3000, a IA se tornou um tópico comum em teleconferência de resultados — as menções aumentaram rapidamente após o lançamento do ChatGPT e agora estão se aproximando de ~30% das empresas — enquanto referências a “IA + trabalho” também estão aumentando. É importante notar que a divisão por setor sugere que a adoção está se tornando cada vez mais ampla: além dos líderes claros (TI e Serviços de Comunicação), até setores menos “óbvios” agora estão discutindo IA, reforçando que a adoção esperada está se expandindo por toda a economia, em vez de se limitar à tecnologia.



Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla



Abaixo está nossa visão sobre os resultados da TSMC, que vemos como uma confirmação importante da continuidade e durabilidade do ciclo mais amplo de IA.

Nossa visão: Os resultados do 4T25 da TSMC marcam um ponto claro de inflexão na narrativa de crescimento de médio prazo da companhia, impulsionada por uma demanda estruturalmente mais forte por IA, aceleração das transições tecnológicas e um perfil de intensidade de capital materialmente mais elevado. O trimestre superou as expectativas de forma decisiva em margens e sinalização estratégica, mais do que por receita de curto prazo. O guidance da administração reforça um elevado grau de confiança na visibilidade de demanda para os próximos anos, especialmente em lógica de ponta e cargas relacionadas a IA, e consolida o papel da TSMC como o principal alocador de capacidade do ecossistema global de semicondutores. O reajuste para cima do capex em 2026, a elevação do guidance de margem bruta e a revisão altista das premissas de crescimento ligadas à IA sugerem que a TSMC está entrando em uma nova fase de crescimento guiado por escala, com poder de precificação e taxa de utilização funcionando como alavancas de upside incremental, e não apenas como compensações para custos crescentes.

Leitura para o universo de semicondutores: A leitura mais relevante do resultado do 4T25 da TSMC é a validação clara de um ciclo de semicondutores estruturalmente mais forte e mais longo, impulsionado por IA. A companhia revisou formalmente para cima sua meta de taxa de crescimento composta da receita de IA para 2024–2029, para a faixa de acima de 50%, e elevou seu alvo de taxa de crescimento composta de receita de longo prazo para 25% (ante 15–20%), refletindo confiança derivada de visibilidade direta junto aos clientes e também de visibilidade de segunda camada na cadeia.

Isso traz implicações relevantes para o complexo mais amplo de semicondutores. Primeiro, o aumento expressivo do capex é um catalisador claro para fornecedores de equipamentos de produção, tanto na etapa front-end quanto back-end, especialmente para empresas expostas a litografia de ponta, deposição e packaging avançado. Segundo, o aperto contínuo na capacidade de nós avançados e a elevação dos preços de wafers, estimados em aproximadamente US\$30 mil para N2, US\$32–33 mil para N2P e US\$36–37 mil para A16 ao longo do tempo, sustentam expansão de margens não apenas na TSMC, mas também a montante, em materiais e fornecedores de processos especializados. Terceiro, a estratégia de precificação da companhia parece cada vez mais baseada em valor, e não apenas em modelo de custos, o que sugere um limite de margens estruturalmente mais alto para manufatura de ponta ao longo do ciclo. Por fim, a reafirmação de visibilidade de demanda de IA em horizonte plurianual reduz o risco de mudanças no capex no curto prazo e reforça a tese de que este ciclo é menos guiado por estoques e mais ancorado estruturalmente em intensidade computacional, eficiência energética e complexidade arquitetural. **Em síntese, os resultados do 4T25 fortalecem a convicção de que o ciclo favorável de semicondutores está se ampliando e se aprofundando, com IA atuando como catalisador de crescimento durável, e não apenas como um pico pontual de demanda.**

Temas-chave – Inteligência artificial: IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla

Pesquisas recentes do setor observaram um aumento no uso de IA

Fonte	Data	Adoção atual	Adoção futura
Wharton Human-AI Research (com GBK Collective)	out/25	O uso de IA generativa entre líderes corporativos subiu para 46% (+17 p.p.). Principais casos de uso: análise de dados, resumo de documentos, edição/escrita. Quase 75% já reportam ROI positivo e esperam retornos em 2–3 anos. Empresas >US\$2 bilhões de receita tendem a dizer que ainda é cedo para medir produtividade, devido à complexidade de integração.	88% esperam aumentar gastos com IA nos próximos 12 meses (+16 p.p.). Cerca de 11% financiarão via cortes em outras áreas, com realocação mais frequente vindo de TI e RH.
McKinsey	nov/25	88% das organizações usam IA regularmente em ao menos uma função (vs. 78% no ano anterior), mas a maioria ainda está em piloto: ~2/3 não escalaram IA na empresa. 39% experimentam agentes de IA (mais comum em saúde). Maiores ganhos de receita: marketing/vendas; depois estratégia/finanças e desenvolvimento de produto. Pouca mudança no quadro de colaboradores por IA no último ano para parte relevante da amostra.	32% esperam redução de força de trabalho de 3% ou mais por IA, com empresas maiores mais propensas a projetar cortes. Risco mais reportado: imprecisão/erros ligados à IA, com mitigação como prioridade.
OpenAI	dez/25	Mensagens corporativas semanais no ChatGPT aumentaram 8x desde novembro; trabalhador médio envia 30% mais mensagens. Usuários reportam economia de 40–60 minuto/dia. 75% dizem conseguir concluir novas tarefas antes não realizadas. Mensagens ligadas a programação subiram 36% nos últimos 6 meses fora de funções de engenharia/TI/pesquisa.	Adoção internacional acelera: Austrália, Brasil, Holanda e França entre os países com maior crescimento. Uso por empresas segue escalando globalmente; EUA, Alemanha e Japão entre os mercados mais ativos por volume de mensagens.
Gallup	dez/25	Percentual de empregados nos EUA usando IA no trabalho algumas vezes por semana subiu de 19% no 2T25 para 23% no 3T. Adoção maior em funções baseadas em conhecimento (ex.: tecnologia, serviços profissionais). Principais usos: consolidação de informações/dados, geração de ideias e automação de tarefas básicas; uso concentrado em chatbots/assistentes virtuais.	A adoção de IA por funcionários está fortemente associada a maior suporte gerencial e integração estratégica da IA na função do colaborador, reforçando a necessidade de abordagem estruturada e centrada em pessoas para adoção efetiva.

Temas-chave – Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração



O mercado nuclear dos EUA está voltando ao centro da agenda de política pública e de alocação de capital, à medida que capacidade “firme e de baixo carbono” se torna mais valiosa em uma rede elétrica que, ao mesmo tempo, passa por eletrificação (veículos elétricos, reshoring industrial) e enfrenta um salto estrutural de carga contínua (sempre disponível) proveniente de data centers e IA. Para investidores, o ponto central é que o conjunto de oportunidades hoje não se restringe à construção de novos reatores; ele também envolve estender a vida útil e estabilizar a economia da frota existente, ao mesmo tempo em que se constrói um caminho regulatório e de comercialização mais claro para projetos avançados.

O suporte de política pública se tornou mais concreto. O Production Tax Credit para nuclear do Inflation Reduction Act (Seção 45U) cria, na prática, um piso de receita para geração nuclear elegível até 2032, com o nível do crédito atrelado ao preço da energia. Em termos simplificados, o crédito pode chegar a 1,5 centavo de dólar por kWh (US\$15/MWh) quando requisitos de salários prevaletentes são cumpridos, não é reduzido quando a receita bruta está em ou abaixo de aproximadamente 2,5 centavos de dólar por kWh (US\$25/MWh) e, a partir daí, é reduzido gradualmente conforme os preços sobem, chegando a zero em aproximadamente 4,375 centavos de dólar por kWh (US\$43,75/MWh). Essa estrutura busca proteger a economia do setor em cenários de preços fracos, preservando participação na alta quando o mercado aperta, o que é relevante para manter plantas operando e investíveis à medida que envelhecem.

No lado regulatório, o ADVANCE Act busca atacar fricções que historicamente tornaram a execução de novos projetos nucleares difícil nos EUA, com licenciamento caro, lento e incerto, especialmente em projetos first-of-a-kind. A legislação direciona a NRC para processos mais eficientes e baseados em risco para reatores avançados, incluindo mudanças em taxas, equipe e modernização de processos, com o objetivo explícito de reduzir prazos e diminuir os “custos fixos de aprendizagem” que normalmente afastam o capital privado. A NRC também já começou a publicar passos de implementação, o que importa porque é a execução, e não apenas a legislação, que altera na prática os cronogramas dos projetos.

O racional fundamental de “por que investir em energia nuclear” segue sendo confiabilidade. Usinas nucleares nos EUA operam com nível de utilização muito elevado; a NREL resume o parque atual de reatores de água leve como fator de capacidade médio de 92,7% (com base em dados da EIA), o que é estruturalmente diferente de energias renováveis intermitentes e exatamente o atributo que tende a ficar mais escasso conforme a matriz adiciona mais geração variável. Em termos de rede, a energia nuclear deve ser interpretado como energia de alta disponibilidade combinada com capacidade firme, reduzindo a necessidade de sobrecontratação de geração e de soluções de armazenamento de longa duração em regiões de maior fator de carga.

A demanda de eletricidade ligada à IA é o acelerador incremental. O estudo “Powering Intelligence”, do EPRI, dimensiona essa mudança: a participação dos data centers no consumo de eletricidade dos EUA pode subir para aproximadamente 4,6% a 9,1% até 2030 (com a faixa refletindo o ritmo de expansão e ganhos de eficiência). A implicação não é apenas maior demanda total, mas, principalmente, congestionamento localizado, em que restrições de geração, transmissão e filas de interconexão se tornam gargalos relevantes, elevando o prêmio por oferta confiável e próxima aos centros de consumo.

Temas-chave – Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração



Esse “prêmio por confiabilidade” já está influenciando o comportamento de compras corporativas de energia. Um exemplo de alta visibilidade é o acordo da Constellation com a Microsoft para apoiar a retomada da operação da usina Three Mile Islw Unit 1 (Crane Clean Energy Center) sob uma estrutura de offtake de longo prazo, ilustrando como hyperscalers podem ancorar disponibilidade nuclear para reduzir o risco de acesso a energia para campi de computação com alta densidade de carga.

Esses acordos importam menos como casos isolados e mais como prova de conceito: compradores com alta qualidade de crédito podem ajudar a endereçar o problema de financiamento que historicamente limitou tanto novas construções quanto ao racional econômico de prolongar a vida útil no setor nuclear.

A opcionalidade tecnológica está se ampliando, mas o debate de investimento segue centrado em execução. Em geral, SMRs são projetados na faixa de aproximadamente 50–300 MW e concebidos para serem construídos por módulos padronizados, o que, em teoria, reduz o risco de construção ao deslocar trabalho de obra sob medida no local para processos repetíveis em fábrica.

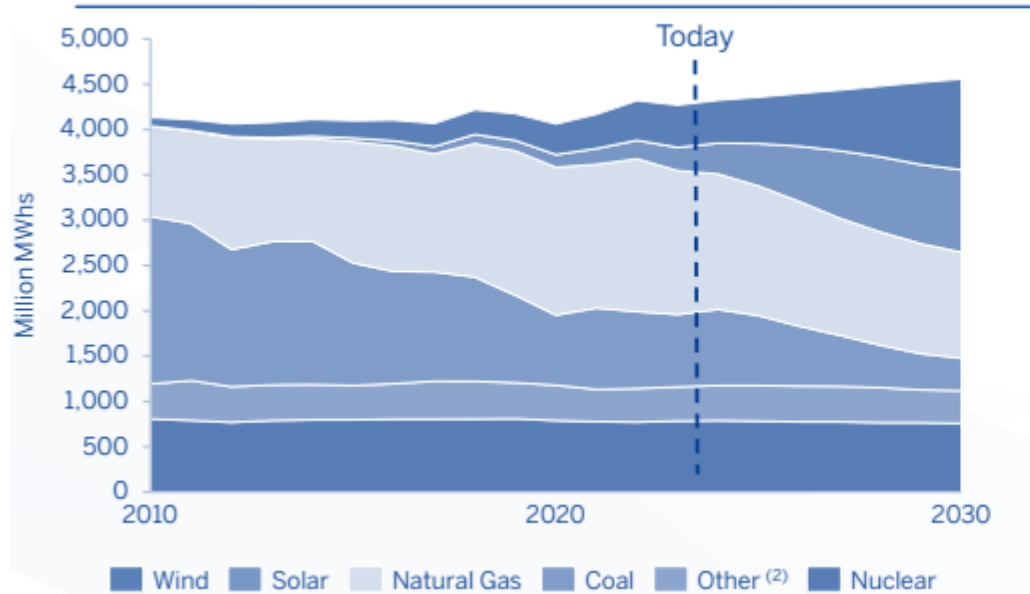
Na prática, a questão central é se a produção em massa consegue, de fato, reduzir cronogramas e reduzir o custo de capital por kW em relação a grandes reatores. Sem essa curva de aprendizado, SMRs correm o risco de herdar o desafio clássico do nuclear: capex elevado na largada e prazos longos de retorno.

Por isso, o caminho de crescimento do nuclear é melhor entendido como um portfólio de alavancas: (1) manter a frota existente economicamente estável (com a Seção 45U sendo particularmente relevante), (2) estender a vida útil onde for seguro e economicamente justificável e (3) adicionar capacidade nova de forma seletiva, seja em escala mais relevante ou modular, onde a visibilidade de demanda e as estruturas de contrato sustentem financeiramente. Em paralelo, o contexto geopolítico ganha importância, envolvendo cadeias de suprimentos, disponibilidade de combustível e competição via exportações, o que aumenta o valor estratégico de capacidade nuclear doméstica em um mundo em que segurança energética e segurança de computação convergem.

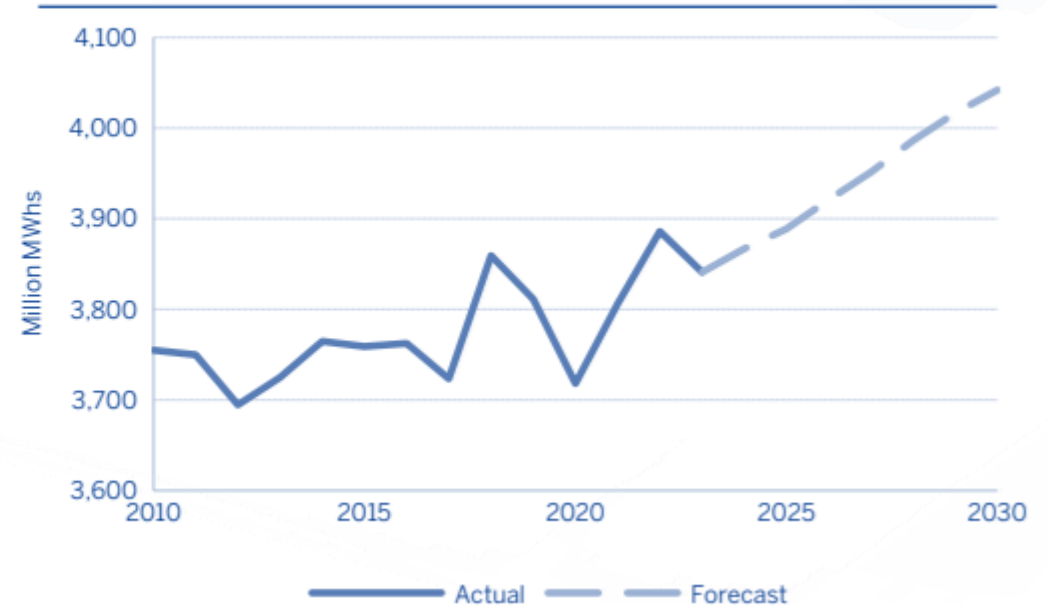
Os desafios seguem relevantes e devem ser tratados como riscos relevantes. Projetos novos ainda enfrentam risco de execução, com possibilidade de atrasos, inflação de custos e restrições de mão de obra. Já reatores avançados enfrentam risco de comercialização, incluindo engenharia de ponta,, curva de aprendizado regulatória no licenciamento, restrições na cadeia de suprimentos de combustível, como HALEU em determinados projetos, e a capacidade de estruturar offtakes de longo prazo que sejam bancáveis. Além disso, a gestão de combustível usado e a aceitação pública continuam influenciando localização de projetos e durabilidade política, o que reforça que o upside da energia nuclear existe, mas depende de continuidade de política pública e de entrega comprovada dentro de prazos e orçamentos.

Temas-chave – Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração

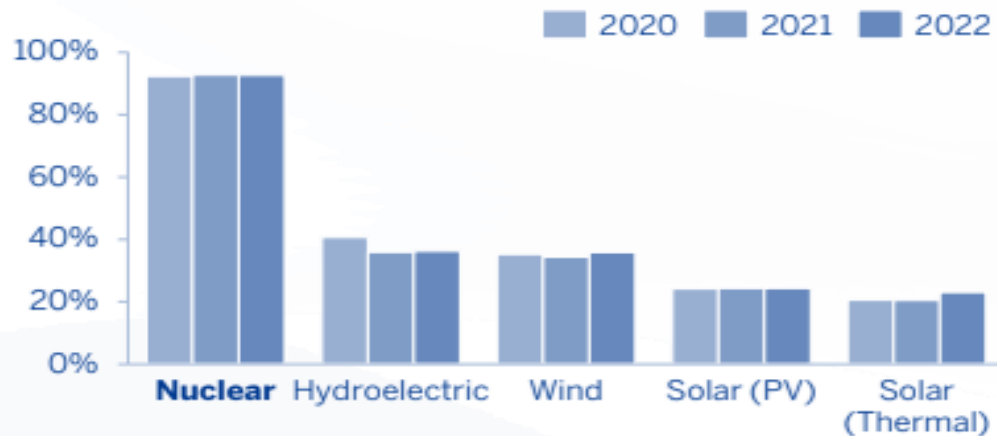
U.S. Generation Stack (1)



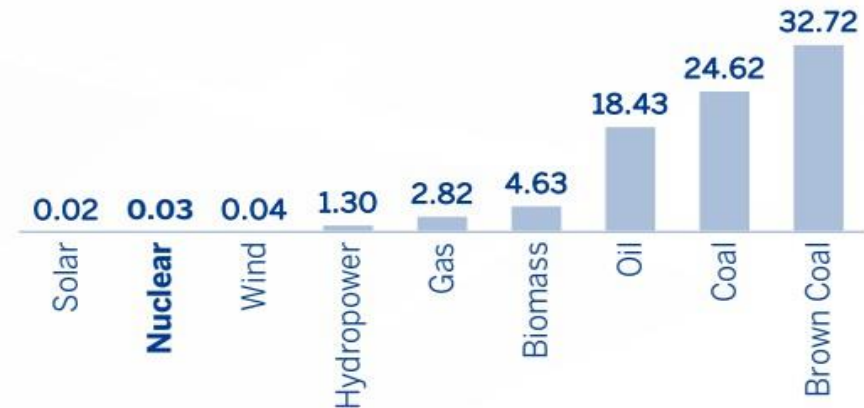
U.S. Demand 2010 to 2030 (1)



Highest Capacity Factors (2)



Nuclear Has One of the Lowest Mortality Rates per TWh of Electricity (4)



Temas-chave – Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração

Comparação de tecnologias de energia: capacidade, emissões e uso de terreno

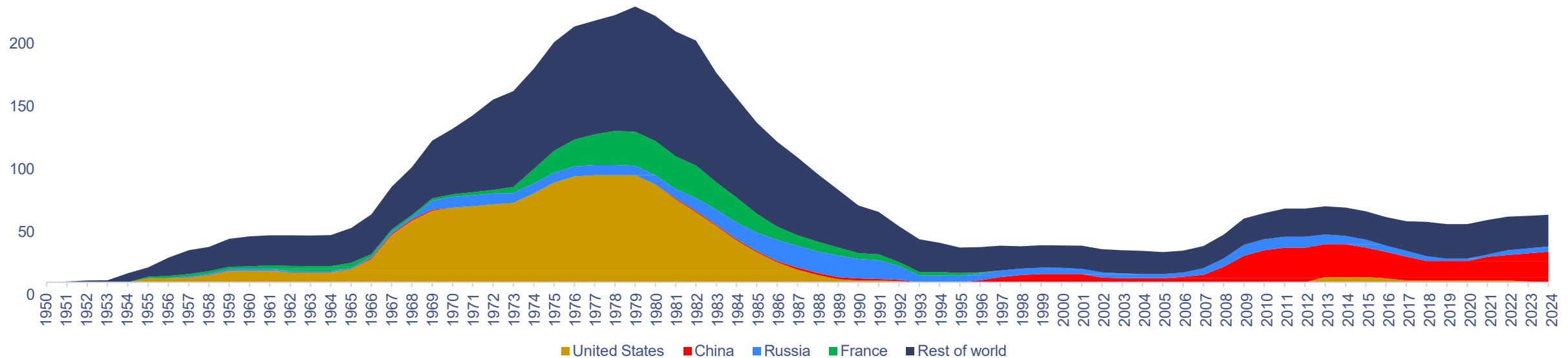
Tecnologia	Fator de capacidade (qual.)	Intensidade de emissões	Intensidade de uso de terreno	Vantagens	Desafios
Solar	Baixo	Muito baixa	Alta	Baixa emissão de carbono	Alta necessidade de terreno; geração intermitente
Eólica onshore	Baixo–médio	Muito baixa	Alta	Baixa emissão de carbono	Alta necessidade de terreno; geração intermitente
Nuclear (grande escala)	Alto	Muito baixa	Baixa	Pequeno uso de terreno; confiável; baixa emissão de carbono	Resíduos; mão de obra; oferta de urânio enriquecido; longo lead time
Nuclear (SMR)	Alto	Muito baixa	Baixa	Pequeno uso de terreno; confiável; baixa emissão de carbono	Resíduos; mão de obra; oferta de urânio enriquecido; lead time
Armazenamento em baterias	Baixo	Muito baixa	Baixa	Aumenta a confiabilidade da energia limpa	Limites de capacidade
Gás natural (CCGT)	Alto	Média	Baixa	Confiável; pequeno uso de terreno	Disponibilidade de turbinas; volatilidade do preço do gás; emissões
Gás natural (peaker)	Baixo	Alta	Baixa	Confiável; pequeno uso de terreno	Volatilidade do preço do gás; menor eficiência de carbono vs. CCGT
Rede (gás natural)	Médio–alto	Média	Baixa	Confiável; baixo uso de terreno	Emissão de carbono; filas de interconexão
Célula de combustível (gás natural)	Alto	Média	Baixa	Rápido acesso ao mercado; pequeno uso de terreno; confiável	Alto custo inicial; limites de capacidade; volatilidade do preço do gás
Solar	Baixo	Muito baixa	Alta	Baixa emissão de carbono	Alta necessidade de terreno; geração intermitente

Temas-chave – Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração

Nas décadas seguintes à expansão pós-guerra, os Estados Unidos emergiram como o maior gerador de energia nuclear do mundo. De 1957 a 1997, a capacidade de geração nuclear dos EUA aumentou de aproximadamente 55 MW para cerca de 100 GW—um aumento de ~1.817 vezes—enquanto outras economias avançadas também ampliaram agressivamente suas frotas. Esse impulso mais tarde estagnou à medida que incidentes importantes, de Chernobyl a Fukushima, remodelaram a percepção pública e a política, contribuindo para um período prolongado de subinvestimento em grande parte do mundo desenvolvido. O resultado hoje é uma frota envelhecida: o reator médio nas economias avançadas tem cerca de 36 anos, e as extensões de vida agora representam cerca de 10% da base global de reatores. Os EUA ainda lideram o mundo em capacidade nuclear instalada, mas muitas licenças de operação estão programadas para expirar na década de 2030, tornando os novos licenciamentos, as extensões de vida e a capacidade de substituição cada vez mais centrais para o futuro.

À medida que os EUA e outras economias avançadas recuaram, China e Rússia assumiram uma posição de liderança no novo desenvolvimento nuclear. Quase todos os reatores que começaram a ser construídos entre 2017 e 2024 foram baseados em projetos chineses ou russos, e a China sozinha responde por quase metade dos reatores atualmente em construção (29 de 63). Importante, ambos os países também utilizaram a profundidade de suas cadeias de suprimentos domésticas para exportar e financiar projetos nucleares no exterior, relações comerciais de longa duração com os países destinatários. A China — também principal concorrente estratégica dos EUA em tecnologias avançadas como IA — tornou-se a investidora mais prolífica em nuclear globalmente. No ritmo atual, a China está posicionada para superar os Estados Unidos como a maior geradora de energia nuclear do mundo até 2030, com uma ambição de longo prazo de alcançar 200 GW de capacidade nuclear até 2040.

Números de reatores nucleares em construção



Temas-chave – Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração



Reatores Modulares Pequenos são o próximo passo: Small Modular Reactors (SMRs) são reatores de fissão nuclear projetados para serem materialmente menores do que usinas tradicionais em escala de gigawatts e construídos como módulos padronizados, que podem ser fabricados em fábricas e montados no local. A maioria dos conceitos de SMRs mira algumas centenas de megawatts de potência elétrica, frequentemente em torno de 50–300 MWe por unidade, versus aproximadamente 1.000+ MW em grandes reatores de água leve. A lógica de investimento é direta: modularidade e padronização buscam reduzir o tempo de construção, diminuir risco de execução e permitir implantação faseada (adição de capacidade em etapas), o que pode reduzir de forma relevante o peso do financiamento, historicamente um dos principais obstáculos em grandes projetos nucleares.

Do ponto de vista tecnológico, muitos SMRs são reatores “avançados”. Parte deles são versões aprimoradas de reatores de água leve, com mais recursos de segurança passiva; outros utilizam refrigerantes alternativos (por exemplo, sódio, gás, sais fundidos) e diferentes ciclos de combustível. Diversos projetos dependem de HALEU (urânio de baixo enriquecimento de maior teor), geralmente enriquecido entre 5% e 20% em U-235, em comparação ao combustível convencional, que normalmente fica abaixo de 5%. O maior enriquecimento pode permitir maior queima do combustível e intervalos mais longos entre recargas, mas também cria restrições de oferta e adiciona complexidade regulatória.

Do ponto de vista estratégico, os SMRs são posicionados para contextos em que flexibilidade de instalação e confiabilidade contínua são essenciais, como redes remotas, calor industrial e, potencialmente, cargas com alta densidade de consumo, como data centers. Ainda assim, o principal desafio é alcançar competitividade de custos por meio de produção em massa e escala.

Esse avanço dos SMRs ocorre em paralelo a um pano de fundo mais amplo do setor nuclear, que mudou de forma relevante ao longo do tempo. No ciclo de expansão do pós-guerra, os Estados Unidos se tornaram o maior gerador de energia nuclear do mundo: entre 1957 e 1997, a capacidade nuclear norte-americana cresceu de aproximadamente 55 MW para cerca de 100 GW, uma alta de aproximadamente 1.817x, enquanto outras economias avançadas também ampliavam suas frotas. Esse movimento perdeu força após sucessivos acidentes nucleares, de Chernobyl a Fukushima, que alteraram a percepção pública e política e contribuíram para décadas de subinvestimento.

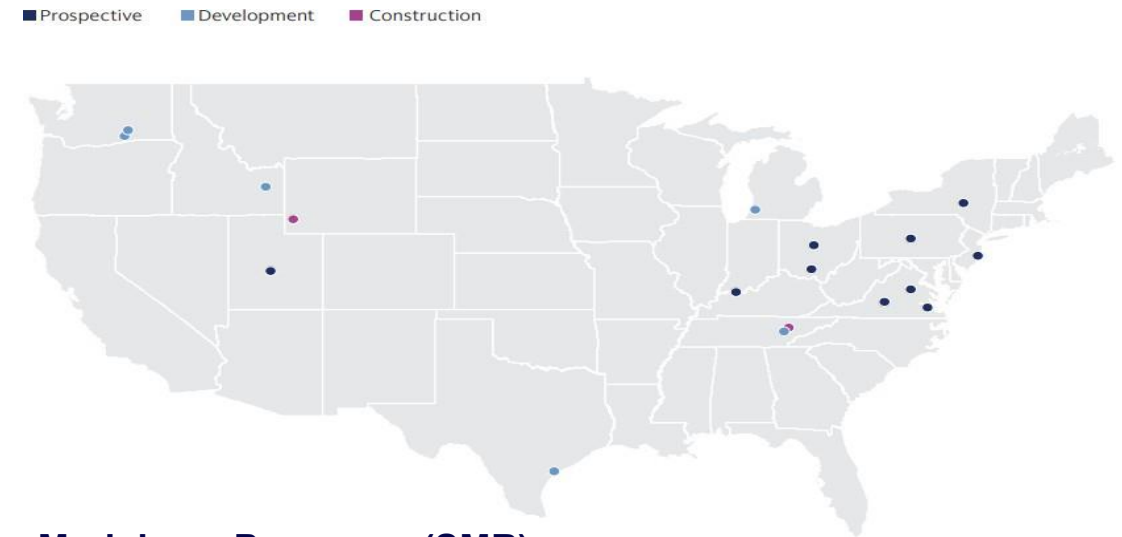
Atualmente, a idade média dos reatores em economias avançadas é de aproximadamente 36 anos, e extensões de vida útil de plantas mais antigas respondem por cerca de 10% da frota global. Embora os EUA ainda liderem o mundo em capacidade nuclear instalada, diversas licenças operacionais devem expirar ao longo da década de 2030, reforçando a importância de decisões de novos licenciamentos, extensões de vida útil, aumento de capacidade e caminhos para construção de novas unidades.

Temas-chave – Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração

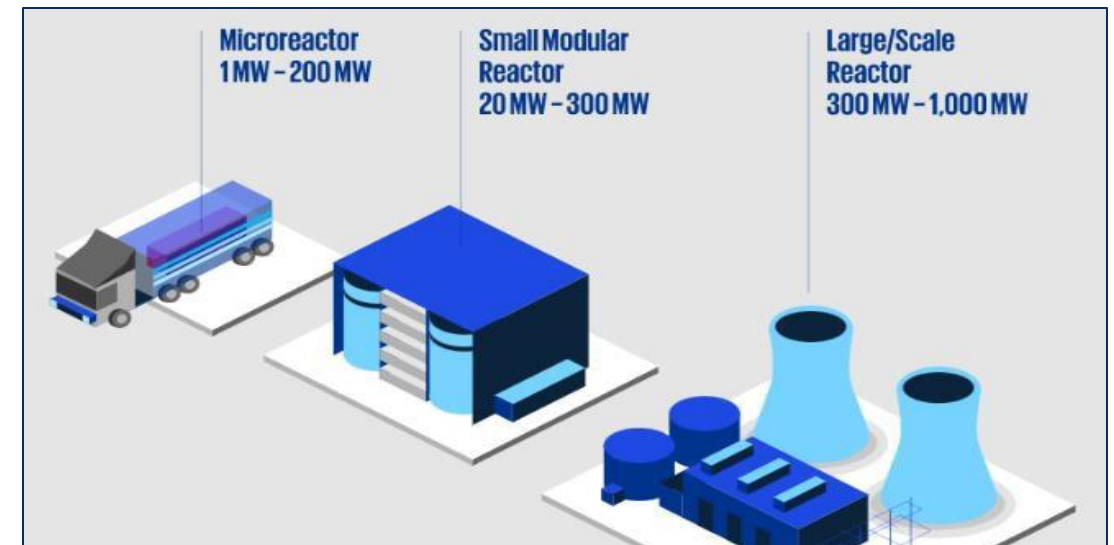
As vantagens dos SMRs são reveladas em sua nomenclatura. Os SMRs são significativamente menores do que usinas de fissão nuclear, com os maiores SMRs com cerca de 300 MW. Eles também são modulares: Diferentemente dos gigantescos reatores de fissão, os componentes dos SMRs podem ser produzidos em massa em fábricas e, em seguida, montados no local.

Em teoria, isso deveria tornar os SMRs mais baratos e rápidos de construir do que as usinas de fissão tradicionais, traduzindo-se em menor risco e financiamento mais fácil. Seu tamanho menor também significa que a localização é mais flexível, o que pode tornar mais fácil sua implantação para cargas atrás do medidor ou fora da rede, incluindo potencialmente centros de dados de IA.

Desenvolvimento de SMR nos EUA



Exemplo Real de Reatores Modulares Pequenos (SMR)



Temas-chave – Tecnologia de próxima geração: Computação quântica e robótica

Computação quântica é uma tecnologia emergente que utiliza princípios da mecânica quântica para processar informações de maneira fundamentalmente diferente.

Ao contrário dos computadores clássicos, que usam bits para representar dados como 0 ou 1, computadores quânticos usam qubits. Qubits podem existir em múltiplos estados ao mesmo tempo. Além disso, qubits podem estar emaranhados, o que significa que o estado de um qubit está diretamente ligado ao estado de outro, mesmo a grandes distâncias. Essas propriedades permitem que computadores quânticos realizem certos tipos de cálculos complexos com muito mais eficiência do que sistemas clássicos, especialmente para classes específicas de problemas.

A computação quântica já começa a encontrar aplicações em diferentes setores. Em otimização, algoritmos quânticos podem ajudar a resolver desafios em logística, finanças e manufatura, como otimização de rotas de entrega ou gestão de portfólios. Em ciência de materiais e descoberta de produtos farmacêuticos, computadores quânticos simulam interações moleculares e atômicas com um nível de detalhamento sem precedentes, acelerando o desenvolvimento de novos materiais e medicamentos.

Criptografia é outra frente relevante, já que computadores quânticos têm potencial para comprometer métodos atuais de criptografia, o que vem impulsionando o desenvolvimento de algoritmos resistentes a ataques quânticos. Além disso, a computação quântica pode contribuir para o avanço da inteligência artificial (IA), ao processar grandes volumes de dados com maior eficiência, melhor reconhecimento de padrões e modelos de tomada de decisão.

Embora ainda seja cedo para observar aplicações amplamente disseminadas e comercialmente maduras, a evolução contínua dessa tecnologia tem potencial para criar um mercado relevante. Avanços noticiados na área já impactam o desempenho de ativos relacionados, evidenciando o entusiasmo do mercado. Ainda estamos no início de uma trajetória longa, mas entendemos que entrar nesse movimento desde cedo pode criar oportunidades relevantes à medida que a tecnologia evolui e se consolida.

Temas-chave – Tecnologia de próxima geração: Computação quântica e robótica

A computação quântica ainda é uma corrida de arquiteturas sem um vencedor claro: cada modalidade de qubit otimiza uma parte diferente da equação de escalabilidade e encontra gargalos em outros aspectos. Supercondutores lideram em maturidade do ecossistema e rapidez de portas, mas são limitados pelo resfriamento extremo, sensibilidade ao ruído e menor coerência.

Íons presos e átomos neutros oferecem maior coerência/precisão e forte potencial de escalabilidade, mas o aumento de escala é limitado por sistemas complexos de laser/controle e operação mais lenta. A fônica se beneficia da operação em temperatura ambiente e é estrategicamente forte para redes quânticas, mas enfrenta dificuldades em interações de fótons e complexidade de entrelaçamento. A topológica (Majorana) é o caminho de “alto potencial” (estabilidade e correção de erros embutida), mas ainda está em estágio inicial com validação limitada em larga escala. Pontos quânticos/qubits de spin têm um ângulo atraente de fabricação CMOS e potencial de longa coerência, mas ainda exigem criogenia e controle complexo para grandes matrizes.

Arquiteturas Quânticas

Modality	Everyday analogy	Physical Qubit	Key Companies
Superconducting	Texting fast, short battery	Superconducting using Josephson junctions	IBM, Google, Rigetti
Trapped ion	Snail mail, almost no typos	Ions trapped in electromagnetic fields manipulated w/ lasers	IonQ, Competitor 1, Alpine Quantum
Neutral atom	Ride-share: slower starts, flexible routes	Neutral atoms trapped with optical tweezers	QuEra, Pasqal, Infleqtion
Photonic	Fiber ISP: scalable networking	Photons manipulated through optical components	Xanadu, PsiQuantum, Orca Computing
Topological (Majorana)	Ruggedized phone: fewer cases needed	Non-Abelian anyons	Microsoft
Quantum Dots (Spin Qubits)	Tiny, sealed water droplets suspended in oil	Spin of an electron	Intel, HRL Labs

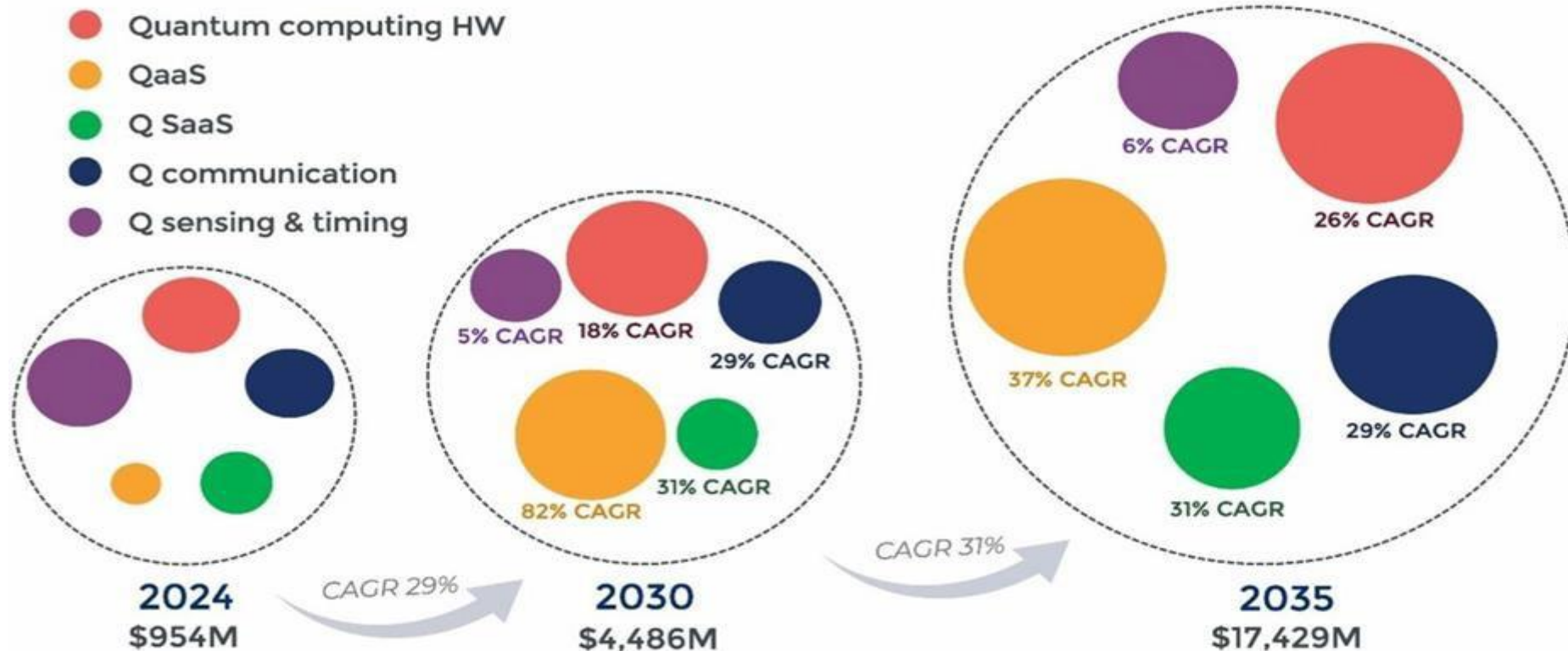
Modality	Pros	Cons
Superconducting	Fast gate operations Mature ecosystem Uses existing semiconductor processes	Requires extreme cooling Sensitive to noise Short coherence times
Trapped ion	Uniformity Long coherence times High accuracy	Slow operation speeds Laser control systems make it difficult to scale
Neutral atom	Reconfigurable layouts Uniform atoms Strong scalability potential	Requires precise laser control Still in experimental phases
Photonic	Works at room temperature Ideal for quantum communication	Photon interaction difficult Complex entanglement
Topological (Majorana)	Highly stable qubits Built in error-correction	No working large scale systems Still in experimental phase
Quantum Dots (Spin Qubits)	CMOS fabrication Long coherence times	Requires cryogenic cooling Complex control for large arrays

Temas-chave – Tecnologia de próxima geração: Computação quântica e robótica

Notícias sobre avanços nesta área já impactam o desempenho de ativos relacionados, destacando o entusiasmo do mercado. Embora estejamos no início de uma longa jornada, acreditamos que investir cedo pode apresentar oportunidades significativas à medida que a tecnologia amadurece.

2024 - 2030 - 2035 QUANTUM TECHNOLOGIES FORECAST

Source: Quantum Technologies 2025 report, Yole Group



Temas-chave – Tecnologia de próxima geração: Computação quântica e robótica

A disponibilidade de computação quântica em data centers ainda está em fase inicial, mas avanços relevantes já estão em curso. Empresas como a Oxford Quantum Circuits desenvolveram sistemas quânticos que podem ser integrados a data centers existentes, cria ambientes híbridos em que sistemas quânticos e clássicos coexistem. Essas configurações híbridas permitem que organizações capturem capacidades quânticas em conjunto com o poder de processamento tradicional. Além disso, serviços de computação quântica via nuvem, como o Microsoft Azure Quantum, oferecem acesso remoto a processadores quânticos, permitindo que empresas e instituições experimentem tecnologias quânticas sem a necessidade de infraestrutura no ambiente atual.

A sinergia entre IA, computação quântica e computação clássica traz vantagens relevantes para a solução de problemas complexos. Computadores clássicos lidam com tarefas computacionais padrão e oferecem a base de infraestrutura para execução de algoritmos de IA e gestão de dados. Computadores quânticos se destacam em computações altamente complexas, como otimização e simulações em larga escala, que são desafiadoras para sistemas clássicos. A IA, por sua vez, se beneficia do ganho de capacidade computacional trazido por sistemas quânticos, viabilizando algoritmos de aprendizado mais eficientes e modelos de decisão com maior qualidade.

Um exemplo dessa complementaridade pode ser observado na descoberta de fármacos. A identificação de compostos potenciais exige explorar espaços químicos imensos, um processo que tende a ser demorado quando depende apenas de computação clássica. Computadores quânticos podem simular interações moleculares em nível quântico, reduzindo de forma relevante o universo de candidatos viáveis. Em seguida, algoritmos de IA analisam esses candidatos para estimar eficácia e possíveis efeitos colaterais. Computadores tradicionais coordenam todo o fluxo, integrando computações quânticas e análises de IA para acelerar o desenvolvimento de medicamentos. Esse modelo colaborativo aumenta a velocidade de pesquisa e desenvolvimento, favorecendo inovação mais rápida e soluções mais eficazes em diversos setores.

A tecnologia quântica carrega um potencial significativo para remodelar indústrias e ampliar capacidades computacionais em uma escala que ainda começamos a compreender. À medida que sistemas quânticos se integrem de forma mais natural às infraestruturas atuais, a capacidade de impulsionar inovação tende a crescer. Essa transformação representa um avanço importante para enfrentar alguns dos desafios mais complexos do mundo.

“A natureza não é clássica, e se você quer fazer uma simulação da natureza, é melhor que seja mecânica quântica...”

Richard Feynman, Laureado com o Prêmio Nobel, International Journal of Theoretical Physics, volume 21, 1982

Temas-chave – Tecnologia de próxima geração: Computação quântica e robótica

A tese de investimento para robótica humanoide está baseada na interseção entre escassez estrutural de mão de obra, mudanças demográficas e avanços acelerados em inteligência artificial e tecnologias de robótica. Diferentemente de movimentos anteriores de automação industrial, que se concentravam principalmente em tarefas repetitivas e em ambientes controlados, robôs humanoides são projetados para operar em espaços centrados no ser humano, sem necessidade de adaptações no ambiente.

Isso amplia o mercado endereçável potencial, saindo das fábricas e avanço para logística, saúde, serviços e, no horizonte, aplicações ao consumidor, configurando uma tese de crescimento de longa duração, e não um ciclo curto de bens de capital. Melhorias fundamentais em percepção feitos por IA, compreensão de linguagem e interação física permitem que robôs aprendam e se adaptem a tarefas variadas, sustentando uma definição de oportunidade mais ampla.

Forças demográficas reforçam de maneira relevante a demanda estrutural. As taxas globais de fertilidade caíram de forma acentuada nas últimas décadas, particularmente em economias desenvolvidas, enquanto o envelhecimento populacional reduz o tamanho da população em idade economicamente ativa.

Essas tendências criam escassez persistente de mão de obra em setores como manufatura, logística e cuidados com idosos. Com isso, empresas e governos passam a buscar soluções de automação capazes de substituir mão de obra humana de forma sustentável. O aumento da razão de dependência nas principais economias sugere um catalisador estrutural de demanda no longo prazo, mais do que um efeito temporário de preços ou de ciclo.

O mercado de robótica, como um todo, já opera em escala, fornecendo uma base concreta para a adoção de humanoides. A densidade de robôs industriais (número de robôs por 10.000 empregados na manufatura) praticamente dobrou nos últimos sete anos, com médias globais acima de 160 robôs por 10.000 trabalhadores e líderes como a Coreia do Sul superou 1.000 robôs por 10.000 trabalhadores.

A robótica humanoide representa uma extensão natural dessa tendência de automação, porém com aplicabilidade mais ampla, indo além de tarefas industriais estritamente definidas e avanço para ambientes em que, historicamente, a execução dependia de trabalho manual humano.

Temas-chave – Tecnologia de próxima geração: Computação quântica e robótica

A adoção inicial deve seguir uma trajetória liderada por empresas. Aplicações em logística, armazenagem, suporte à manufatura e segurança oferecem métricas mais claras de retorno sobre o investimento, ambientes controlados e alta rotatividade de mão de obra, o que as torna casos de uso naturais para a primeira onda. Como exemplo, grandes players industriais já se preparam para implementar robôs humanoides em escala; a Hyundai planeja produzir 30.000 unidades por ano até 2028 e implantá-las em operações fabris globais, incluindo tarefas de montagem. Esse foco corporativo sustenta o crescimento de receita via vendas de hardware, serviços de implantação e contratos recorrentes de software e manutenção.

Saúde, assistência pessoal e cuidados com idosos representam uma segunda fase de adoção, menos impulsionada por economia direta de custos e mais por necessidade, dada a alta da demanda por cuidados e a limitação da oferta de mão de obra. Em segmentos de cuidado e assistência pessoal, robôs humanoides poderiam assumir tarefas físicas rotineiras que se tornam cada vez mais difíceis de preencher. Aplicações domésticas e voltadas ao consumidor permanecem mais distantes, mas representam uma opcionalidade relevante caso o custo por unidade caia abaixo de determinados patamares e haja melhora na aceitação regulatória e em padrões de segurança.

O cenário competitivo é dinâmico e combina startups especializadas em robótica com grandes plataformas de tecnologia. Startups seguem inovando em formato, destreza e sistemas de controle baseados em IA, enquanto big techs e incumbentes no setor industrial trazem força em IA, infraestrutura de computação e cadeias globais de suprimentos. Isso sugere que o valor econômico tende a se distribuir por diversas camadas, incluindo fabricação de hardware, plataformas de software de autonomia, integrações com dados e nuvem, além de serviços recorrentes como atualizações, suporte e analytics.

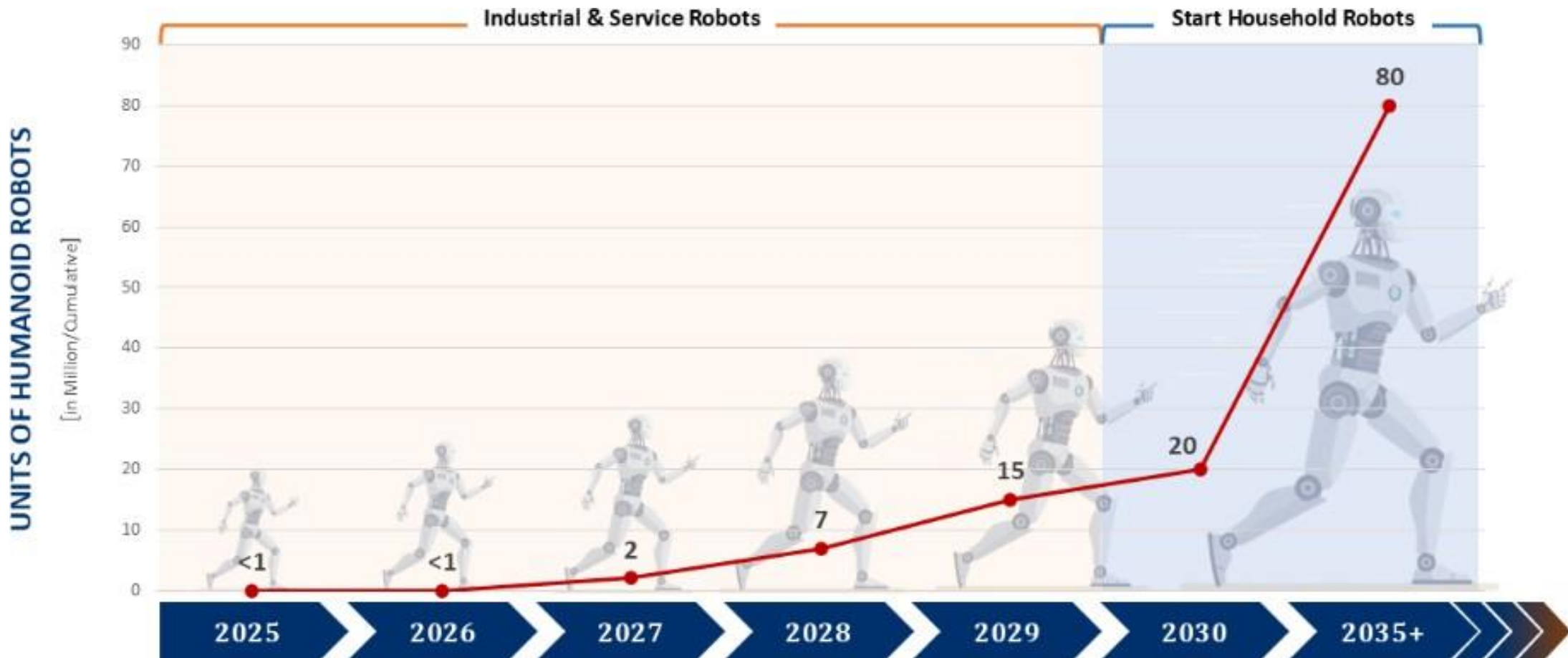
Os principais riscos seguem relevantes. O custo e a complexidade do hardware ainda são elevados em relação ao custo do trabalho humano em muitos casos de uso, os frameworks regulatórios ainda são incipientes e a autonomia realmente geral ainda não foi alcançada. Padrões de segurança, aceitação pública e desafios de integração podem atrasar uma implantação mais ampla. Ainda assim, diferentemente de tecnologias com adoção binária, a robótica pode entregar valor incremental por meio de operação supervisionada e semiautônoma, o que reduz o risco de timing de adoção em comparação com outras tecnologias de fronteira.

Em termos agregados, a robótica humanoide deve ser vista como uma extensão estrutural do paradigma mais amplo de automação e IA, e não como uma tese de um mercado específico. A assimetria da tese está na opcionalidade relacionado à substituição de trabalho, à inevitabilidade demográfica e ao avanço acelerado das capacidades de IA. Para investidores de longo prazo, robôs humanoides representam um caminho crível para transformar setores intensivos em mão de obra em escala global, com upside assimétricos caso as curvas de custo de implantação e a performance de autonomia evoluam mais rápido do que as expectativas atuais do mercado.

Temas-chave – Tecnologia de próxima geração: Computação quântica e robótica

O lançamento de robôs humanoides parece seguir uma curva de duas fases: os volumes aumentam primeiro em ambientes industriais e de serviços, e depois mudam de ritmo quando a adoção doméstica começa. O crescimento passa de <1 milhão de unidades em 2025–26 para cerca de 2 milhões (2027), ~7 milhões (2028), ~15 milhões (2029) e ~20 milhões em 2030, antes de acelerar para mais de ~80 milhões de unidades no período após 2035.

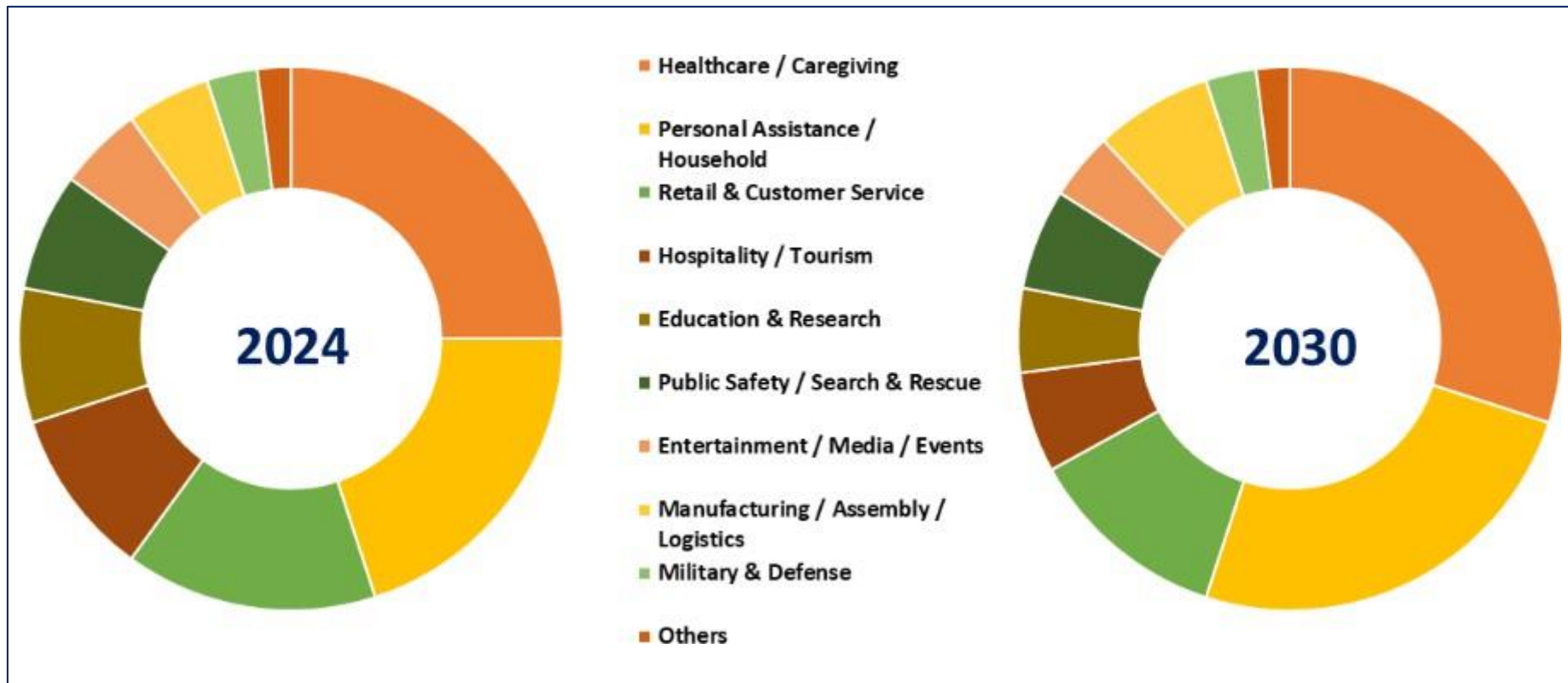
Até 2030, o mercado de robôs humanoides alcançará US\$ 1 trilhão com 20 milhões de unidades



Temas-chave – Tecnologia de próxima geração: Computação quântica e robótica

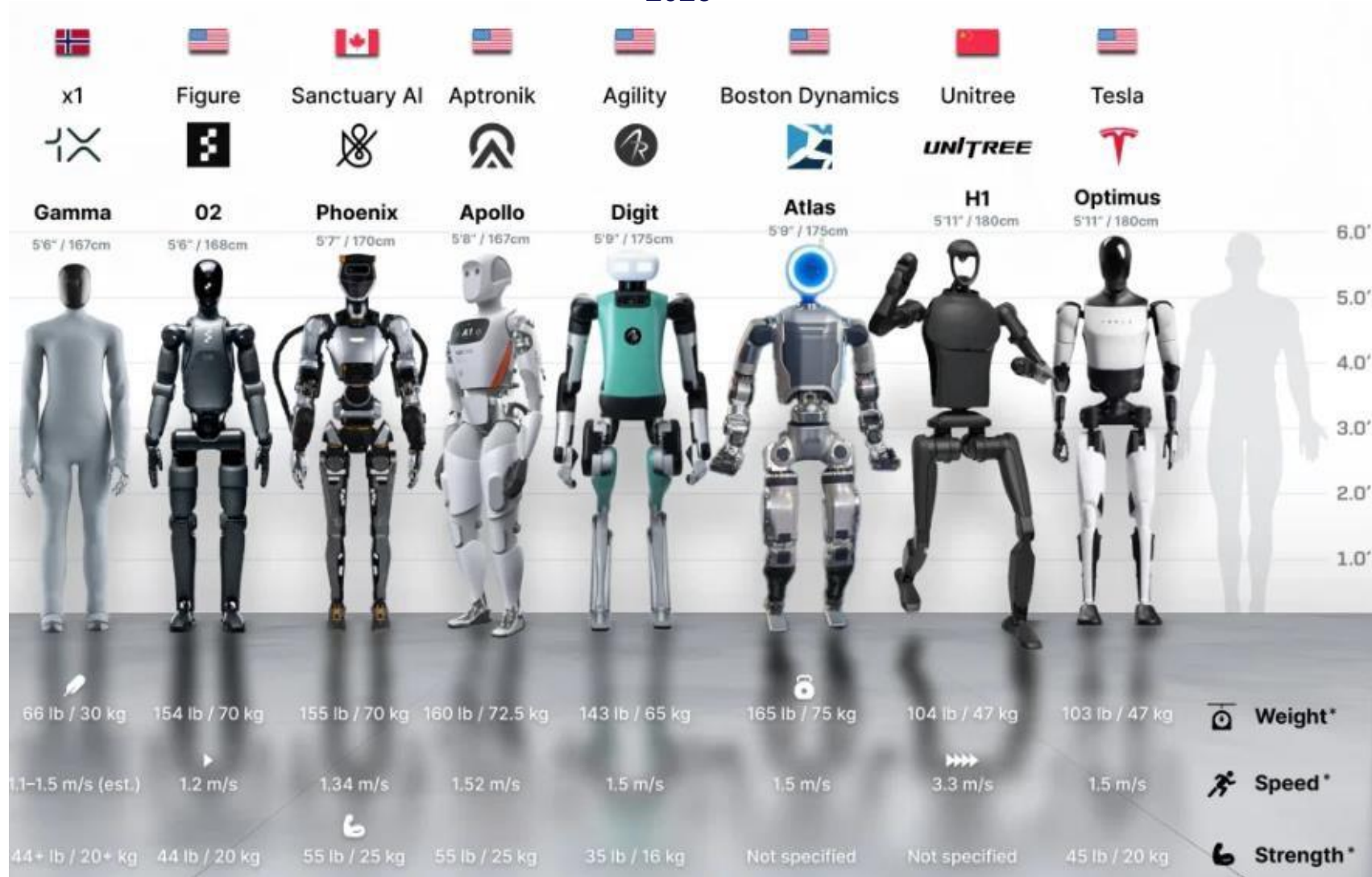
A demanda por casos de uso é ampla e se torna ainda mais diversificada ao longo do tempo. Hoje, a atividade já está dividida entre cuidados/saúde, assistência domiciliar, varejo/atendimento ao cliente, hospitalidade, educação, segurança pública, entretenimento, manufatura/logística e defesa; até 2030, a mistura se desloca ainda mais para tarefas repetitivas e voltadas ao contato humano (notadamente cuidados e assistência domiciliar/pessoal), mantendo ao mesmo tempo uma exposição significativa a serviços, comércio e fluxos de trabalho industriais.

Até 2030, Adoção de Robôs Humanoides na Indústria: 2024 e 2030



Temas-chave – Tecnologia de próxima geração: Computação quântica e robótica

Robôs Humanoides 2025



Temas-chave – Defesa e cibersegurança: O novo imperativo de segurança



Defesa está voltando aos mercados como um tema estruturalmente de expansão de múltiplos, impulsionado menos por um aumento cíclico de gastos e mais por uma mudança persistente na percepção de ameaça: competição entre grandes potências, conflito prolongado de alta intensidade às portas da Europa e uma expansão mais ampla da confrontação em “zona cinzenta” (ciber, espaço, operações de influência). A implicação para investimentos é um ciclo de rearmamento de duração mais longa, no qual resiliência, prontidão e segurança de cadeias de suprimento se tornam objetivos explícitos de política pública, e não apenas resultados residuais.

O cenário macro já aparece nos dados: o gasto militar global atingiu um recorde em 2023 (estimativas do SIPRI em torno de US\$ 2,44 trilhões), reforço que a tendência de alta em defesa é disseminada entre regiões, e não restrita a um único local. No nível da aliança, a dinâmica de OTAN está se intensificando: estimativas indicam um aumento acentuado no número de membros que cumprem a meta de 2% do PIB, expandindo orçamentos plurianuais para plataformas e munições na Europa.

A Europa não está apenas gastando mais: ela também está tentando localizar capacidade e assegurar produção industrial doméstica, o que importa porque a restrição central mudou de “autorização” para “produção”. O trabalho da Comissão Europeia sobre a base industrial de defesa mostra aceleração do momento de gastos e um impulso explícito para recompor estoques e expandir capacidade industrial. Em paralelo, fundamentos reportados da indústria de defesa vêm melhorando (faturamento e desembolsos em P&D em alta), consistente com uma reconstrução de vários anos, e não com uma onda pontual de pedidos.

Munição e produtos consumíveis são o sinal mais claro de “mudança estrutural”: conflitos modernos são intensivos em estoques, e os arsenais ocidentais estavam otimizados para um mundo de menor intensidade de ataque operacional.

A Europa respondeu com política industrial direcionada: por exemplo, o Act in Support of Ammunition Production (ASAP) da União Europeia, para acelerar a capacidade de manufatura, transformação o que antes era um ponto operacional secundário em um ciclo de investimento apoiado por política pública. Para investidores, isso favorece negócios com produção escalável, cadeias de suprimento qualificadas e uma economia recorrente de reposição.

O mix de capacidades também está evoluindo, e é aqui que a tese se compõe: defesa aérea e antimísseis, counter-UAS, guerra eletrônica e fogos de precisão estão sendo priorizados como categorias essenciais, pois são diretamente validadas por aprendizados de campo de batalha. Isso desloca recursos para sistemas de sistemas (sensores, interceptores, redes, software) e reduz a ênfase em uma visão puramente centrada em plataformas, ampliando o mercado endereçável para armamentos com alta integração e para a cadeia de eletrônicos que sustenta essas soluções.

Temas-chave – Defesa e cibersegurança: O novo imperativo de segurança



Do lado dos EUA, o principal pilar do mercado ainda é a escala e a continuidade do orçamento de defesa, mas o ponto mais relevante é a composição: compras (procurement), prontidão (readiness) e capacidades de próxima geração competem cada vez mais por recursos marginais, e a modernização passou a ser enquadrada sob a ótica de dissuasão e resiliência industrial. Mesmo quando o crescimento da receita líquida é moderado, a realocação para conteúdos de maior intensidade tecnológica (ISR, autonomia, fogos em rede, ciber) sustenta uma demanda estrutural para outras verticais específicas ligadas à modernização, e não apenas à intensidade de tropas/operações.

Cibersegurança deve ser tratada como uma exposição central em defesa, e não como um bloco separado de “gastos de TI”, porque hoje ela é indissociável de segurança nacional (infraestrutura crítica, cadeias de suprimento de defesa e redes militares). Os dados macro seguem convincentes: pesquisa da IBM estima o custo médio de um vazamento de dados em ~US\$ 4,88 milhões. Reforçando por que os orçamentos de segurança cibernética tendem a ser resilientes. Ao mesmo tempo, o trabalho do World Economic Forum destaca que o risco cibernético está aumentando em escala e complexidade (com a IA ampliando a superfície de ataque), sustentando um cenário estrutural de demanda por segurança, identidade e inteligência de ameaças.

A IA conecta os gastos em defesa ao superciclo mais amplo de tecnologia: forças armadas estão explicitamente buscando vantagem habilitada por IA, autonomia, targeting, otimização logística e treinamento sintético. A consequência econômica é que defesa se torna, ao mesmo tempo, uma compradora relevante de compute/software de fronteira e um canal poderoso de comercialização de tecnologias de duplo uso — sustentando um momento mais longo para empresas posicionadas na interseção entre software, sensores e redes seguras, e não apenas na exposição tradicional de “aço e motores”. Do ponto de vista de construção de tese, a forma mais eficiente de capturar o tema é focar em: (i) primes e fornecedores tier 1 com backlog visível e alto mix de aftermarket/sustentação, (ii) beneficiários expostos à Europa via recomposição de estoques e ventos favoráveis de política industrial, e (iii) franquias de ciber/software de missões específicas com receita recorrente e demanda impulsionada por regulação. Os principais riscos são políticos (negociações orçamentárias, mudança de prioridades), execução (gargalos de produção, cadeia de suprimentos) e correções por redução dos conflitos geopolíticos — mas a arquitetura de política tanto nos EUA quanto na Europa aponta cada vez mais para defesa como uma prioridade de longo prazo de capex/opex, e não como um trade transitório.

Temas-chave | Visão de investimento

	<i>Visão de investimento</i>	<i>Racional</i>
7	IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla	A próxima fase é a difusão: a criação de valor pela IA muda dos “construtores” para os “usuários”, ampliando o conjunto de oportunidades para serviços, automação industrial e ferramentas de saúde.
8	Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração	A crescente demanda por energia de centros de dados, as limitações da rede elétrica e as metas de descarbonização estão reavaliando as soluções confiáveis de energia de base e limpa — a energia nuclear cada vez mais parece “necessária”, e não opcional.
9	Tecnologia de próxima geração – computação quântica e robótica on the Radar	A computação quântica sai dos laboratórios para casos de uso específicos, enquanto a robótica ganha força à medida que a IA torna os sistemas mais autônomos e economicamente viáveis.
10	Defesa e Cibersegurança – O Novo Imperativo de Segurança	Uma mudança estrutural no cenário geopolítico impulsionando o crescimento persistente do orçamento e programas de vários anos, apoiando uma visibilidade de receita de longo prazo em grandes empresas de defesa e líderes em cibersegurança.

3. Global

Análise - 12 ideias-chave 2025

1. O que acertamos, acertamos parcialmente e erramos

Perspectiva do S&P 500

1. Upside mais moderado para o S&P 500 – resultados impulsionam o mercado
2. Retomada das small caps nos EUA
3. Visão setorial – nossos setores preferidos são: Tecnologia, Indústria, Saúde e Financeiro

Temas-chave

1. IA em todo lugar – de Big Tech à adoção ampla
2. Energia nuclear e energia limpa: Da transição à aceleração
3. Tecnologia de próxima geração – computação quântica e robótica
4. Defesa e Cibersegurança – O Novo Imperativo de Segurança

Global

1. China: Virando a página – potencial de recuperação tática
2. Índia e países emergentes da Ásia – crescimento fora dos EUA

Visão de investimento

Racional

11

China: Virando a página – Potencial de recuperação tática:

O pessimismo profundo e os níveis valuation atrativos criam uma configuração tática se o apoio político e a estabilização persistirem, mas a exposição deve ser seletiva e gerida quanto ao risco, dado os ventos contrários estruturais.

12

Índia e países emergentes da Ásia – crescimento fora dos EUA.:

A Índia (e partes do Sudeste Asiático) combinam demografia, digitalização e realocação da cadeia de suprimentos em crescimento estrutural de lucros, oferecendo diversificação além da concentração nos EUA

China: Virando a página – Potencial de recuperação tática

A China pode funcionar como uma alocação tática em ações quando o mix macro está “bom o suficiente” e o momento de lucro líquido melhora — sem precisar de um ciclo completo de expansão de múltiplos. No nosso cenário base, o pano de fundo macro de curto prazo é construtivo: PIB real em torno de 4,6% em 2026. A inflação permanece comportada, o que mantém a política econômica inclinada para acomodação, enquanto os desafios do setor imobiliário ainda existem, mas vem perdendo relevância no nível do índice (imobiliário mais próximo de ~18% da economia vs. ~27% em 2021). A principal implicação é que o setor tem menor efeito sobre crescimento agregado e lucro líquido do que teve nas fases iniciais do ciclo de queda.

A proposta tática, na nossa visão, é uma inflexão de lucro líquido. Os retornos de 2026 devem ser majoritariamente feitos por lucro líquido, com crescimento de lucros do MSCI China acelerando para ~12% em 2026 (vs. ~4% em 2025), sustentado por três vetores identificáveis: IA, exposição global em portfólios (maior mix internacional) e “anti-involution” (melhora na disciplina de preços).

O mecanismo não depende de premissas elevadas de receita líquida; é uma combinação de expansão de receita (em torno de ~9% em 2026) e normalização moderada de margens, ajudada por uma dinâmica menos adversa de preços ao produtor e por um ambiente competitivo menos competitivo.

IA é o catalisador, pois pode elevar tanto a intensidade de capex quanto a monetização nos setores mais relevantes para o lucro líquido do índice. Na visão de consenso, o lucro líquido do setor de Tecnologia (Internet + Hardware) pode crescer em torno de ~20% em 2026, com upside explicitamente ligado ao avanço de monetização de IA e ao capex relacionado à IA.

Também vemos crescimento de capex para o grupo de IA/tech, consistente com o fortalecimento do investimento em “nova infraestrutura” conforme as condições de financiamento melhoram. Isso importa porque o capex de IA pode construir ademandas mais duráveis para hardware, redes, serviços de nuvem e engajamento de plataformas — mesmo que a recuperação de demanda doméstica mais ampla continue desigual.

A assimetria é reforçada pelos níveis valuation e liquidez. Mesmo após a recuperação a partir das mínimas, o MSCI China ainda negocia a ~12,3x P/L projetado (CSI300 ~14,5x), com descontos relevantes versus pares globais (~38% vs. mercados desenvolvidos e ~11% vs. emergentes ex-China), apesar de um perfil de crescimento de curto prazo comparável — ou até melhor. Com yields domésticos de 10 anos em torno de ~1,8%, o prêmio de risco implícito ainda é elevado: não precisamos de “euforia” para capturar retorno; precisamos de uma compressão moderada dos prêmios de risco conforme a visibilidade de lucro líquido melhora.

China: Virando a página – Potencial de recuperação tática

A comparação entre as 10 maiores companhias nos EUA e na China evidencia uma diferença relevante de escala e concentração entre as principais ações ligadas a IA nos EUA versus China. O grupo top 10 de IA nos EUA soma ~US\$ 23,1 trilhões de valor de mercado e representa ~37,4% do mercado acionário americano, versus ~US\$ 2,4 trilhões e ~12,9% para o top 10 de IA na China — ou seja, o grupo americano é cerca de ~10x maior em valor de mercado agregado e quase ~3x mais concentrado dentro do seu índice doméstico.

A dispersão também é materialmente diferente: a mediana de valor de mercado nos EUA é ~US\$ 2,0 trilhões (vs. ~US\$ 179 bilhões na China, ~11x menor). Reforços que os “vencedores de IA” nos EUA são plataformas mega caps e líderes de infraestrutura, enquanto a lista chinesa é significativamente menor em termos de “tamanho típico” mesmo incluindo as principais empresa nacionais. As diferenças de valuation seguem coerentes com esse perfil: a mediana de P/L 2026E nos EUA é ~24x, contra ~16x na China, sugerindo que as empresas americanas carrega múltiplo mais alto pela maior percepção de durabilidade/monetização dos fluxos de lucro líquido ligados à IA, enquanto a China aparece mais barata em lucros projetado, apesar de menor concentração e escala agregada inferior.

Top 10 empresas de IA dos EUA vs. Top 10 empresas de IA da China

Top 10 US AI-related Companies				Top 10 Chinese AI-related Companies			
Name	Mkt cap (US\$bn)	As of all US	26E P/E (x)	Name	Mkt cap (US\$bn)	As of all China	26E P/E (x)
NVIDIA	4,339	7.0%	23x	Tencent	730	3.9%	17x
Microsoft	3,378	5.5%	24x	Alibaba	396	2.1%	16x
Apple	3,595	5.8%	27x	China Mobile	240	1.3%	9x
Alphabet	3,879	6.3%	27x	CATL	239	1.3%	20x
Amazon	2,465	4.0%	25x	PDD	181	1.0%	9x
Broadcom	1,576	2.6%	24x	Foxconn	177	1.0%	26x
Meta	1,521	2.5%	18x	Xiaomi	132	0.7%	19x
Tesla	1,391	2.3%	193x	BYD	103	0.6%	16x
Oracle	518	0.8%	22x	Netease	95	0.5%	14x
Netflix	402	0.7%	27x	SMIC	93	0.5%	11x
Aggregate	23,064	37.4%		Aggregate	2,386	12.9%	
Median	2,021		24x	Median	179		16x

China: Virando a página – Potencial de recuperação tática

Nossa tese tática comprada é:

- i. Estabilidade macro com opcionalidade de política econômica;
- ii. Inflexão mensurável de lucro líquido liderada por IA/Tecnologia e apoiada por diversificação global de portfólios e melhora no ambiente competitivo;
- iii. Cenários favoráveis não precificados vindo de liquidez e de uma normalização moderada do prêmio de risco — sem afirmar que os problemas estruturais foram totalmente resolvidos. Em termos de implementação, concentraríamos exposição onde a conexão com esses catalisadores de resultados é mais explícita (Internet e Hardware ligados a IA, além de beneficiários seletivos de diversificação global), enquanto gerenciamos ativamente o principal risco: o caminho de trade/política, incluindo o potencial de incerteza tarifária voltar a aparecer no fim de 2026.

Global - Índia e países emergentes da Ásia: – Crescimento fora dos EUA



Mercados emergentes ainda se destacam mesmo após um ano anterior forte, pois o cenário projetado é menos sobre expansão de múltiplos e mais sobre um carregamento feito por lucro líquido em um mix macro global “suficientemente favorável”.

Os ingredientes-chave são crescimento global estável, um pano de fundo de política nos EUA menos restritivo e a continuidade do ciclo de capex ligado à IA, que beneficia de forma desproporcional exposições de emergentes com maior peso em tecnologia. Nesse contexto, emergentes ainda negociam com desconto relevante de valuation versus os EUA (cerca de 13,6x P/L projetado e aproximadamente 40% de desconto frente às ações americanas), enquanto o posicionamento segue leve o suficiente para que realocações marginais façam diferença.

A Índia é melhor vista como o pilar de demanda doméstica dentro de uma alocação em emergentes: após um raro período de fraca performance relativa, o ciclo de revisões negativas de lucro líquido parece estar estabilizado, e o próximo movimento tende a ser impulsionada por uma recuperação de consumo apoiada por políticas pró-crescimento.

A implicação prática é que a Índia pode entregar “beta de qualidade” (crescimento estrutural com melhora de amplitude de lucro líquido), mas disciplina de entrada é fundamental, porque a Índia normalmente carrega prêmio de valuation em relação ao bloco de emergentes — portanto, o risco/retorno é melhor quando os fundamentos melhoraram mais rápido do que as expectativas, e não quando o sentimento já está em níveis elevados de otimismo.

No Norte da Ásia, a tese de investimento segue sendo a forma mais direta de capturar o ciclo global de hardware para IA via emergentes. Coreia e Taiwan estão alavancadas à demanda por semicondutores e infraestrutura de IA, e a região já passou por revisões relevantes de lucro líquido para cima conforme a atividade ligada à IA surpreendeu positivamente. Importante: a Coreia ainda pode parecer “barata” em termos de valuation (em torno de ~10x P/L projetado), mesmo após forte performance, o que preserva a combinação de “momento de resultados líquido + opcionalidade de expansão de múltiplos”.

ASEAN e o restante da Ásia emergente (ex Norte da Ásia/China/Índia) devem ser tratados como complementos seletivos, e não como uma tese única: alguns mercados têm perfil mais defensivo e sensível a política econômica, enquanto outros oferecem um melhor momento de ciclo doméstico via turismo, consumo e ciclos de afrouxamento monetário.

Visão de investimento

Racional

11

China: Virando a página – Potencial de recuperação tática:

O pessimismo profundo e os níveis valuation atrativos criam uma configuração tática se o apoio político e a estabilização persistirem, mas a exposição deve ser seletiva e gerida quanto ao risco, dado os ventos contrários estruturais.

12

Índia e países emergentes da Ásia – crescimento fora dos EUA.:

A Índia (e partes do Sudeste Asiático) combinam demografia, digitalização e realocação da cadeia de suprimentos em crescimento estrutural de lucros, oferecendo diversificação além da concentração nos EUA

Global | Visão de investimento

Aqui apresentamos nossas 20 melhores escolhas para o universo de ações dos EUA.

Desde o início da nossa carteira teórica, em maio de 2024, alcançamos uma performance de 46,7%, contra 32,7% do SPX e 29,4% do MSCI ACWI.

Empresa	Ticker	Sector	Mkt Cap (US\$Bi)	Performance (YTD)	ADTV (90d - US\$Bi)	EV/EBITDA		P/E		P/BV 25E	ROE (%)		MSCI ESG Rating
						25E	26E	25E	26E		25E	26E	
Nvidia	NVDA	Information Technology	4,406	3%	34.12	32.2x	19.1x	38.7x	23.4x	30.8x	93%	77%	AA
Alphabet	GOOG	Communication Services	3,942	4%	7.07	22.2x	18.9x	29.9x	27.6x	9.8x	33%	32%	BBB
Microsoft	MSFT	Information Technology	3,264	9%	11.82	16.6x	14.4x	27.3x	23.3x	8.7x	29%	27%	A
Amazon	AMZN	Consumer Discretionary	2,431	1%	10.45	15.0x	12.3x	26.4x	24.4x	6.1x	22%	20%	BBB
TSMC	TSM	Information Technology	1,700	8%	3.82	14.7x	12.0x	23.7x	19.4x	9.3x	36%	34%	AA
Broadcom	AVGO	Information Technology	1,553	5%	10.22	25.1x	18.6x	32.7x	23.2x	18.5x	49%	48%	AA
Meta	Meta	Communication Services	1,535	8%	11.89	15.2x	12.6x	20.0x	18.0x	7.2x	29%	29%	B
Eli Lilly	LLY	Health Care	1,010	1%	3.50	36.8x	27.0x	46.3x	32.8x	35.7x	101%	79%	A
Walmart	WMT	Consumer Staples	948	7%	3.04	22.7x	20.6x	44.9x	39.9x	9.1x	22%	22%	BBB
JP Morgan	JPM	Financials	817	6%	2.91	n.a.	n.a.	14.2x	13.2x	2.3x	16%	16%	A
Visa	V	Financials	633	8%	2.28	20.4x	18.5x	25.3x	22.5x	16.2x	64%	68%	AA
AbbVie	ABBV	Health Care	380	6%	1.33	15.1x	12.0x	20.7x	15.3x	n.a.	430%	392%	AA
United Health	UNH	Health Care	313	5%	2.47	14.1x	13.1x	21.1x	19.5x	3.1x	15%	15%	BBB
Coca-Cola	Ko	Consumer Staples	308	2%	1.19	21.1x	19.5x	23.9x	22.2x	10.3x	46%	44%	A
GE Vernova	GEV	Industrials	179	1%	2.05	51.4x	31.8x	88.4x	48.9x	20.2x	21%	31%	AA
Verizon	VZ	Communication Services	165	4%	1.14	6.6x	6.4x	8.4x	8.2x	n.a.	19%	18%	A
ServiceNow	NOW	Information Technology	129	9%	1.47	26.4x	22.6x	35.7x	27.8x	10.7x	25%	24%	AAA
CrowdStrike	CRWD	Information Technology	111	6%	1.19	84.1x	63.0x	118.5x	91.8x	25.7x	19%	16%	A
Constellation Energy	CEG	Utilities	107	6%	0.98	21.8x	16.1x	31.3x	26.1x	n.a.	22%	22%	BBB
CoreWeave	CRWV	Information Technology	45	25%	2.52	19.8x	7.6x	n.a.	n.a.	15.3x	-29%	5%	n.a.



Global Equity Strategy team

Disclaimers



Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A."), um banco regulamentado no Brasil, e está sendo fornecido de forma confidencial e exclusivamente para fins informativos pelo BTG Pactual US Capital, LLC ("BTG Pactual"), uma corretora registrada na [SEC](#) e membro da [FINRA](#) e [SIPC](#). Este documento não deve ser considerado, de nenhuma forma, como aconselhamento jurídico, fiscal ou contábil. Este não é um relatório de análise de valores mobiliários e as informações aqui contidas não constituem uma oferta de venda ou solicitação de compra de qualquer valor mobiliário ou produto de investimento. Qualquer oferta ou solicitação só pode ser feita por meio da entrega de um memorando de oferta aprovado, prospecto, termo de emissão ou outro documento oficial, e somente nas jurisdições permitidas por lei.

Este material é um resumo não vinculante de certos termos e não pretende ser exaustivo. Os investidores devem se informar e buscar aconselhamento adequado sobre requisitos legais, regulamentação fiscal e controle de câmbio aplicáveis nos países onde possuem cidadania, residência ou domicílio, pois podem impactar a subscrição, compra, posse, troca, resgate ou venda de investimentos.

Embora as informações aqui contidas sejam consideradas confiáveis e tenham sido obtidas de fontes tidas como confiáveis, nem o BTG Pactual nem suas afiliadas garantem, expressa ou implicitamente, a exatidão, razoabilidade ou completude das informações e opiniões. Todas as informações, opiniões e valores indicados podem ser alterados sem aviso prévio. O BTG Pactual não tem a obrigação de atualizar, modificar ou corrigir este documento, nem de notificar os destinatários caso qualquer informação, projeção ou estimativa se torne imprecisa. Se este documento contiver links para fontes externas, o BTG Pactual não garante a verificação, monitoramento ou aprovação do conteúdo. Caso o destinatário decida acessar qualquer site externo, o faz por sua conta e risco, estando sujeito aos Termos e Condições e Políticas de Privacidade do respectivo site, sobre os quais o BTG Pactual não tem controle. O BTG Pactual não se responsabiliza por qualquer informação ou conteúdo presente nesses sites.

Este material foi fornecido a você pelo BTG Pactual e suas afiliadas e é para uso pessoal apenas. A informação contida deve ser tratada como confidencial e não pode ser reproduzida, copiada ou distribuída sem autorização prévia do BTG Pactual.

Este material não deve ser a única fonte de informação no processo de tomada de decisão de um investidor. Os investidores são fortemente aconselhados a analisar todos os riscos de acordo com seus objetivos pessoais e perfil de risco ("Suitability"). Nada neste documento representa uma garantia de que qualquer estratégia de investimento é adequada para determinado investidor. Antes de investir, os investidores devem analisar cuidadosamente o memorando de oferta e consultar seus assessores financeiros, jurídicos e fiscais para avaliar se o investimento é apropriado para seu perfil. Ao aceitar este documento e/ou seus anexos, você declara que atende a todas as qualificações de investidor exigidas pela legislação aplicável na(s) jurisdição(ões) onde está sujeito às normas estatutárias relacionadas ao investimento no tipo de fundo descrito neste documento. Desempenho passado não é garantia de resultados futuros. O BTG Pactual não garante lucros, não compartilha ganhos e não se responsabiliza por eventuais perdas de investimentos. Não há qualquer garantia de que os objetivos do investimento serão atingidos. Devido a diversos riscos e incertezas, os resultados reais podem ser significativamente diferentes das projeções ou estimativas apresentadas.

Este documento reflete as condições econômicas no momento de sua criação, não havendo garantia de que futuras transações ocorrerão sob os mesmos parâmetros econômicos aqui especificados. Investimentos envolvem riscos, e os investidores devem agir com cautela ao tomar decisões de investimento. As informações de desempenho apresentadas neste documento não foram auditadas e refletem retornos estimados líquidos de despesas, incluindo taxas de administração e performance, a menos que indicado de outra forma. O BTG Pactual, suas subsidiárias e/ou funcionários podem manter posições compradas ou vendidas, negociar em nome próprio, coordenar ou administrar operações ou ofertas de emissores mencionados neste documento, ou realizar outros investimentos relevantes. As áreas de negócios do BTG Pactual e suas afiliadas operam independentemente umas das outras e podem restringir o acesso de determinados profissionais a certas informações para evitar conflitos de interesse.

O BTG Pactual atua principalmente comprando e vendendo valores mobiliários para seus clientes. Cada vez que um cliente realiza uma transação de compra ou venda, o BTG Pactual pode cobrar comissões, taxas de subscrição e/ou taxas de indicação. Além disso, podem ser cobradas taxas de distribuição e taxas relacionadas à compensação e liquidação de transações. O BTG Pactual pode ter incentivos para recomendar produtos de suas afiliadas em vez de produtos de terceiros, pois obtém taxas tanto da transação do cliente quanto dos lucros gerados pelo investimento.

Para mais informações, visite e leia atentamente as informações disponíveis em www.btgpactual.us/disclosures, incluindo o [FORM CRS](#) e outras informações relevantes no FINRA [Brokercheck](#). Este documento é aprovado e emitido pelo BTG Pactual, sendo estritamente proibida a reprodução ou transcrição, total ou parcial, sem autorização prévia por escrito. Caso você não seja o destinatário pretendido deste documento, fica expressamente proibido divulgar, copiar, distribuir ou tomar qualquer ação com base no conteúdo deste documento

.

x

NÃO É ASSEGURADO PELO FDIC. NÃO É ASSEGURADO PELO GOVERNO FEDERAL OU QUALQUER AGÊNCIA DO GOVERNO FEDERAL. SUJEITO A RISCO DE INVESTIMENTO, INCLUINDO POSSÍVEL PERDA DO CAPITAL INVESTIDO