

PERSPECTIVAS DO MEIO DO ANO DE 2026

Potencial e Pressão

O que pode dar errado,
e o que pode dar certo?



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

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

Prefácio

Hoje, os investidores enfrentam um ambiente de incerteza. Os mercados vivem em constante mudança, impactados por manchetes contraditórias e sujeitos a disrupções provocadas por avanços tecnológicos e tensões geopolíticas. Por trás dessas mudanças, existe um mundo estruturalmente diferente daquele de dez anos atrás, com implicações importantes para a forma como posicionamos os portfólios. Neste momento de volatilidade, não apostamos em uma única versão do futuro.

Em vez disso, o Mid-Year Outlook navega por diferentes cenários que podem se desenrolar daqui para frente. Os temas críticos destacados em nossa Perspectiva para 2026 há seis meses – fragmentação global, inflação e inteligência artificial – evoluíram rapidamente, tornando-se ainda mais determinantes. Para cada um deles, avaliamos cenários positivos e negativos, identificando os ativos e estratégias desenhados para se manterem resilientes, independentemente de os portfólios estarem orientados para crescimento ou estabilidade.

Entramos no segundo semestre do ano de forma seletiva, porém construtiva. Nosso objetivo não é prever choques. Estamos comprometidos em construir portfólios que permitam que você permaneça investido com propósito, independentemente do que vier. Mercados sob pressão podem oferecer pontos de entrada para investidores disciplinados.

O que se segue são caminhos promissores para investidores, ideias robustas para um mundo em transformação. Pode-se dizer que, embora os mercados estejam sob maior pressão, há também mais oportunidades.

A fragmentação global e o encerramento de décadas de tranquilidade geopolítica tornaram a estabilidade mais cara, abrindo novas oportunidades em mercados emergentes específicos, ouro, defesa e empresas focadas em fortalecer a autossuficiência local. Acrescentar a inflação a esse cenário exige ancoragem em ativos reais e uma compreensão mais ampla do que significa ser diversificado, incluindo estratégias alternativas. E, à medida que a inteligência artificial evolui, acreditamos que essa transformação ainda tem muito a avançar.

É com orgulho que atuamos como seu parceiro financeiro – e permanecemos comprometidos em ajudá-lo a manter o rumo em direção aos seus objetivos, ainda que os mercados estejam sempre em movimento.

Agradecemos por sua contínua confiança e preferência no J.P. Morgan.



David Frame
CEO, Global Private Bank



Adam Tejpaul
CEO, International Private Bank



Martin Marron
CEO, Wealth Management Solutions

Principais conclusões

◇ Investindo em um cenário dominado pela fragmentação global e por tensões geopolíticas

Olhe além dos cenários mais pessimistas – considere adicionar títulos dos EUA e de mercados emergentes selecionados, bem como os beneficiários do aumento dos gastos com segurança.

◇ Prepare-se para uma inflação mais persistente

Choques energéticos são a força mais recente a impulsionar uma inflação mais alta e volátil.

Planeje com intenção e busque diversificação além das ações e títulos tradicionais, com ativos reais e estratégias selecionadas de hedge funds.

◇ Posicione-se para um superciclo contínuo de IA

A adoção recorde de IA está gerando ganhos reais de produtividade.

Considere investir em beneficiários dos gastos com data centers, explore mercados privados e evite softwares legados vulneráveis.

◇ Faça as perguntas difíceis

O mundo é estruturalmente diferente de uma década atrás.

- Suas reservas em caixa estão corroendo seu patrimônio?
- Seu portfólio foi testado em cenários de estresse?
- Ações e Títulos de renda fixa são suficientes para o próximo ciclo de investimentos?

Sumário

Parte 1

Fragmentação: Investindo em meio à incerteza

O que pode dar errado?

- ◇ Gargalos em energia e semicondutores se fecham
- ◇ O choque energético evidencia os desafios da Europa
- ◇ A relação EUA-China direciona a política industrial

O que pode dar certo?

- ◇ Mercados emergentes podem se beneficiar
 - ◇ Mercados desenvolvidos podem equilibrar globalização e autossuficiência
 - ◇ Um bull market secular para ativos chineses
-

Parte 2

Inflação: Uma ameaça persistente ao poder de compra

O que pode dar errado?

- ◇ Há o risco de a década de 2020 repetir o que vimos nos anos de 1970?
- ◇ Um choque nos preços de energia pode colidir com uma inflação persistente

O que pode dar certo?

- ◇ A ociosidade do mercado de trabalho contrabalança a alta dos preços
 - ◇ Tarifas e choques energéticos podem ser temporários;
 - ◇ A desinflação habitacional é duradoura
 - ◇ A competição global pode limitar a inflação
-

Parte 3

Inteligência artificial: Não subestime o superciclo nem seu potencial desinflacionário

O que pode dar errado?

- ◇ A IA pode devastar o mercado de trabalho
- ◇ A IA pode desestabilizar modelos de negócios existentes mais rápido do que o previsto
- ◇ IPOs podem marcar o topo do ciclo

O que pode dar certo?

- ◇ O ciclo de investimentos em IA pode continuar impulsionando a expansão
 - ◇ A IA pode gerar ganhos de produtividade e expansão de margens, sustentando as avaliações
 - ◇ A IA pode impulsionar a produtividade, permitindo juros e dívida/PIB mais baixos
-

Conclusão

- ◇ Choques e disrupções criam pontos de entrada para investidores pacientes

Introdução

A economia global está marcada pela tensão entre forças contraditórias. Nesta atualização de meio de ano de nossa Perspectiva 2026, renovamos nossa análise dos mercados e da economia global, aprofundando as visões apresentadas no início do ano. Naquele momento, afirmamos que três forças poderosas e interconectadas – inteligência artificial (IA), fragmentação e inflação – estavam definindo uma nova fronteira de mercado.

Até agora, essas visões se mostraram precisas. Nesta edição, exploramos o que pode dar certo e o que pode dar errado para esses temas-chave e identificamos implicações acionáveis para portfólios hoje.

Compreender cada um deles permanece central para fortalecer seu plano patrimonial de longo prazo e perseguir seus objetivos financeiros.

Fragmentação

A fragmentação global, incluindo conflitos no Oriente Médio e no Leste Europeu, forçou uma reprecificação dos ativos de risco. Os preços do petróleo quase dobraram, revertendo esse pico, desde o início do ano. Os principais mercados acionários sofreram quedas de aproximadamente 10% e as ações de mercados emergentes enfrentaram ainda mais volatilidade. Os mercados futuros de juros já precificam novos ciclos de alta por parte de alguns bancos centrais. E as probabilidades de recessão oscilaram.

Mesmo com a resolução do conflito, o dano inicial à infraestrutura física de energia e o prêmio de risco nas commodities continuarão a gerar atritos econômicos.

Acreditamos que investidores de longo prazo devem enxergar esses momentos como oportunidades para aumentar a exposição em ações no longo prazo.

Inflação

A inflação é frequentemente alimentada por conflitos geopolíticos – um padrão recorrente. Mas os problemas começaram antes do choque energético de março. Nos EUA, tanto a inflação cheia (total, que inclui alimentos e energia) quanto a inflação núcleo (subjacente, que exclui esses itens mais voláteis) já estavam próximas de 3%. O que o caixa rendia acima da inflação era uma proteção mínima. Agora, a diferença entre o rendimento do caixa e a inflação diminuiu – e a tendência é que continue diminuindo.

Uma alocação tradicional de 60% em ações e 40% em títulos (60/40) pode ser pressionada por uma inflação mais volátil – ambas as classes de ativos podem cair ainda mais se a inflação permanecer mais persistente do que o esperado. À medida que outro choque econômico pontual se desenrola no pós-COVID, continuamos acreditando que o piso da inflação está mais alto do que antes da pandemia e que a correlação entre ações e títulos pode agora ser estruturalmente maior.

Choques recorrentes podem ser a nova realidade. Continuamos buscando exposições de portfólio que apresentem menor volatilidade do que o mercado acionário, mas que também sejam positivamente correlacionadas à inflação – para potencialmente gerar retornos reais e mitigar quedas decorrentes de choques inflacionários.

Inteligência artificial

A inteligência artificial pode, de fato, se mostrar uma força desinflacionária significativa no médio prazo. Mas esse futuro potencial – no qual ganhos de produtividade impulsionados por IA reduzem a dívida, e o superciclo de IA impulsiona a expansão global e melhora a lucratividade corporativa – ainda está ausente do discurso atual, repleto de contradições. Enquanto investidores de mercados privados continuam demandando participações em líderes de IA, o mercado público tem penalizado as empresas que constroem data centers, pois os investidores não estão convencidos de que esses gastos se justificarão.

Pensadores influentes alertam para o “desemprego tecnológico” devido à ampla adoção da IA. Ainda assim, muitas ações de semicondutores negociam a múltiplos preço/lucro (P/L) que sugerem que o ciclo de investimentos em data centers pode já ter atingido o pico. O setor de software pode promover demissões para aumentar a eficiência, mas, historicamente, transições tecnológicas tendem a criar mais empregos do que destruir.

Essas contradições criam oportunidades, especialmente para investidores de longo prazo. Embora o conflito no Oriente Médio tenha sido o foco imediato do mercado no primeiro semestre do ano, acreditamos que a IA é o motor mais duradouro de retornos. As evidências sugerem que a IA é um catalisador de produtividade, geradora de receitas e ampliadora de margens e, mesmo que alguns setores sejam impactados, ainda pode ser uma criadora líquida de empregos.

À medida que os mercados refletem maior pressão sobre nossos três temas centrais, incentivamos os investidores a fazerem algumas perguntas críticas:

- ◇ **Suas reservas em caixa estão corroendo seu patrimônio?**
- ◇ **Seu portfólio foi testado em cenários de estresse?**
- ◇ **Ações e títulos são suficientes para o próximo ciclo de investimentos?**

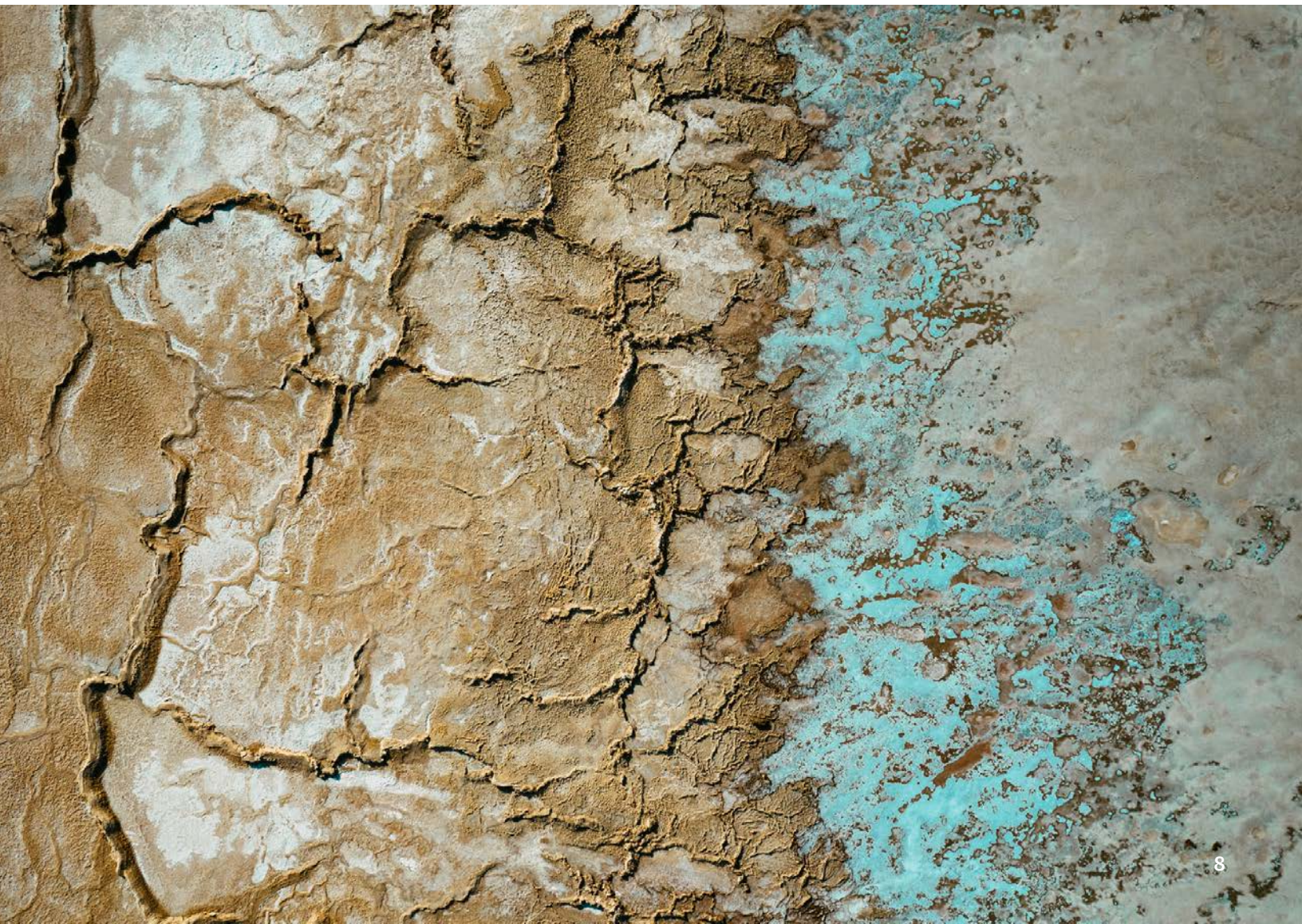
NOSSAS RESPOSTAS:

O caixa parado pode sair caro em termos de retorno especialmente após a inflação. Acreditamos que ativos alternativos são uma necessidade estratégica para essa nova fronteira. E o superciclo de IA pode estar apenas começando.

Nossa *Perspectiva de meio de ano 2026* explora o que essa pressão pode significar para investidores – e os cenários positivos que podem representar oportunidades para portfólios.

Parte 1

Fragmentação: Investindo em meio à incerteza





Uma das consequências mais evidentes da fragmentação global foi o fechamento do Estreito de Ormuz. Catalisado por um ataque conjunto EUA–Israel ao Irã, resultou no maior choque de oferta de petróleo desde a Segunda Guerra Mundial.¹

Os mercados de baixa de 1990 e 2022 também estiveram associados a choques de preços de energia provocados por conflitos (a Primeira Guerra do Golfo e a invasão da Ucrânia pela Rússia). Os investidores de hoje precisam lidar com uma Casa Branca que pode cometer erros de cálculo, com potenciais consequências para a economia global. Mesmo que o conflito esteja em processo de desescalada, acreditamos que a disrupção já durou o suficiente para causar inflação mais alta e menor crescimento em todo o mundo.

Em vez de enxergar os conflitos no Oriente Médio como choques isolados, talvez seja melhor contextualizá-los como uma continuação de tendências que os investidores vêm acompanhando desde a pandemia de COVID-19. O mundo tornou-se mais fragmentado e potencialmente mais perigoso, e as reações das autoridades de política econômica estão direcionando mercados e economias.

A política comercial dos EUA foi reconfigurada para repatriar cadeias de suprimentos. As autoridades europeias concordaram em dobrar ou triplicar os gastos com defesa e infraestrutura como proporção do PIB. A China tornou a busca por independência em recursos naturais e energia uma de suas principais metas, ao mesmo tempo em que mantém sua participação nas exportações globais e amplia sua influência no Sul Global. Essas decisões políticas estão direcionando os resultados de mercado.

¹ Agência Internacional de Energia, “Relatório do Mercado de Petróleo”, 14 de abril de 2026.

FRAGMENTAÇÃO: INVESTINDO EM MEIO À INCERTEZA

As ações de defesa europeias dobraram em 2025, e as ações globais ligadas a recursos naturais subiram quase 30% no mesmo período. As ações de mercados emergentes (EM) superaram as de mercados desenvolvidos (DM) em 11% no ano passado. O ouro, tradicionalmente visto como diversificador contra riscos geopolíticos e déficits soberanos, valorizou-se aproximadamente 130% nos últimos três anos.

Até agora, os mercados acionários têm resistido a essa reorientação global e certas exposições temáticas têm superado o desempenho médio. Mas o risco é que a turbulência geopolítica continue a causar estragos em dois insumos – petróleo e semicondutores – cruciais para a economia global, mercados financeiros e fluxos de capital. (Os metais de terras raras são outra vulnerabilidade crítica e relacionada.)

A disputa estratégica entre Estados Unidos e China, e os obstáculos estruturais da Europa, também são dinâmicas essenciais que consideramos importantes para que os investidores compreendam e interpretem.

Ao mesmo tempo, investidores de longo prazo têm sido historicamente recompensados por investir em meio à incerteza geopolítica. Também consideramos plausível que este período de turbulência possa, potencialmente, dar lugar a um novo equilíbrio, que permita prêmios de risco mais baixos para mercados emergentes, uma Europa mais unificada e uma China mais favorável ao acionista.

Não sabemos se esse processo de fragmentação geopolítica levará, em última análise, a uma ordem mundial mais pacífica ou mais caótica. Mas acreditamos saber quais ativos, regiões e empresas podem se beneficiar em ambos os cenários.

Fundamentalmente, as condições de curto prazo parecem apresentar uma oportunidade atraente para investidores de longo prazo aumentarem suas posições em ações.



O que pode dar errado?

1. Gargalos em energia e semicondutores se fecham

Um dos riscos mais tangíveis para a economia global é sua dependência de materiais críticos que transitam por corredores físicos estreitos. Essa dependência é mais visível em dois locais: Taiwan e Oriente Médio. Como essas regiões têm fortes vínculos com os setores de semicondutores e energia, representam potenciais pontos de falha em uma economia global mais fragmentada.

Os conflitos no Oriente Médio apresentam um risco claro para a economia global. O Estreito de Ormuz é fundamental para as exportações globais de energia. Cerca de 20 milhões de barris de petróleo normalmente passam por esse corredor estreito todos os dias – fonte de aproximadamente um quinto do consumo global de petróleo e quase um quarto do comércio marítimo de petróleo. Cerca de 20% dos embarques mundiais de gás natural liquefeito (GNL) utilizam a mesma rota.²

Nos dias seguintes aos primeiros ataques dos EUA e Israel, os preços do petróleo bruto quase dobraram, e o preço do GNL na Europa disparou quase 100% em dois dias. O CEO da Qatar Energy afirmou que mais de 15% da capacidade de GNL do Catar pode ficar fora de operação por até cinco anos, sugerindo um impacto prolongado mesmo que as hostilidades diminuam.

Qualquer gargalo nas exportações gera impactos a jusante em produtos relacionados, como fertilizantes, plásticos e até semicondutores. O Catar fornece cerca de 30% do hélio mundial,³ um gás crítico para o processo de fundição. Como resultado, autoridades sul-coreanas alertaram para a possibilidade de paralisação na fabricação de chips.

Autoridades do Sul da Ásia à Dinamarca recomendaram que seus cidadãos dirigissem menos, empresas estatais indianas de petróleo precisam manter os preços estáveis, e os preços da gasolina nos Estados Unidos ultrapassaram US\$ 4 por galão.⁴ Um prêmio de risco geopolítico duradouro provavelmente será incorporado aos preços de energia no futuro previsível. Embora o crescimento global tenha se tornado muito menos intensivo em petróleo nos últimos 50 anos, a economia mundial ainda é impactada por preços mais altos do petróleo.⁵

Os custos macroeconômicos severos de choques de oferta de energia criam incentivos para que autoridades políticas invistam em geração, transmissão e armazenamento de energia mais diversificados (gás, nuclear, solar), seguros e flexíveis. Isso pode ajudar a reduzir o risco de ponto único de falha que o fechamento de Ormuz expôs.

A disrupção em semicondutores pode ser ainda mais catastrófica

A disrupção econômica causada pelo fechamento do Estreito de Ormuz pode ser pequena se comparada ao que poderia acontecer caso a capacidade de Taiwan de produzir ou transportar semicondutores fosse comprometida. A TSMC de Taiwan fabrica mais de 90% dos semicondutores avançados do mundo. Taiwan também importa cerca de 90% de sua energia primária e 60% de seus alimentos, deixando a economia estruturalmente exposta a um bloqueio.⁶

² Administração de Informação de Energia dos EUA, 31 de março de 2025.

³ Serviço Geológico dos EUA, 2025.

⁴ Oxford Economics, “Ásia-Pacífico: Disponibilidade de energia é o principal risco macroeconômico”, 26 de março de 2026.

⁵ Michael Cembalest, “Eye on the Market Energy Paper: Fighting Words”, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, março de 2026.

⁶ Michael Cembalest, “Eye on the Market Outlook 2026: Smothering Heights”, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, janeiro de 2026.

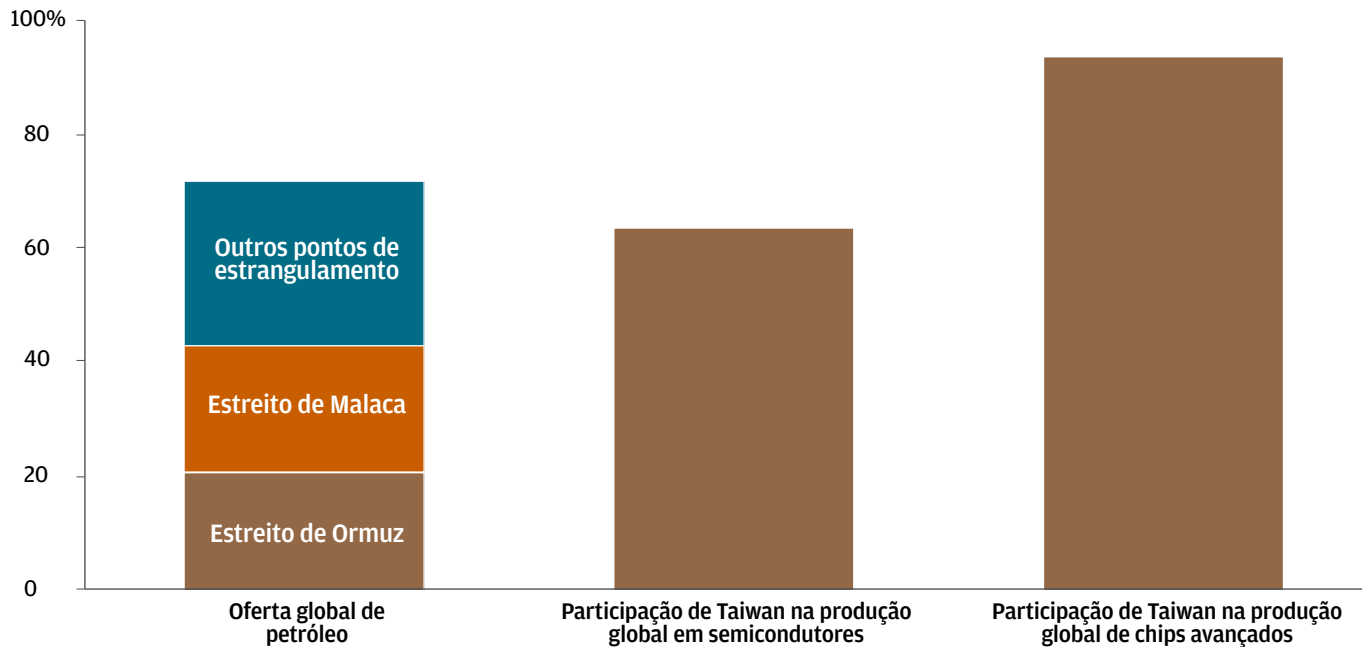
FRAGMENTAÇÃO: INVESTINDO EM MEIO À INCERTEZA

Embora o presidente chinês Xi Jinping tenha supostamente ordenado que o exército esteja pronto para ter capacidade de tomar Taiwan até 2027, os mercados não estão precificando uma escalada iminente.⁷ Mercados de previsão atribuem cerca de 11% de probabilidade para um confronto militar antes de 2027 – além disso, o Exército de Libertação Popular tem pouca vivência de combate em cenário moderno, pois está há mais de 40 anos sem participar de conflitos ativos.

Independentemente disso, os riscos são desproporcionais. Um bloqueio do Estreito de Taiwan chocaria o ecossistema global de tecnologia e mercados de bens de consumo e provavelmente paralisaria a TSMC. Economistas estimam que um bloqueio de Taiwan representaria um choque de -5% no crescimento do PIB global. Empresas norte-americanas poderiam operar com estoques por apenas alguns meses. Uma disrupção prolongada provavelmente seria catastrófica para a economia global. Uma estimativa do custo de um bloqueio de Taiwan sugere que o PIB dos EUA poderia cair 6,7% – aproximadamente equivalente à crise financeira global (GFC) – enquanto o da China poderia encolher 17%.⁸

O COMÉRCIO DE PETRÓLEO E SEMICONDUTORES DEPENDE DE ESTRANGULAMENTOS LOGÍSTICOS

Dependência regional, %



Fontes: U.S. Energy Information Administration (EIA), Short-Term Energy Outlook, fevereiro de 2026, e análise da EIA baseada no rastreamento de petroleiros da Vortexa e dados da Autoridade do Canal do Panamá, utilizando fatores de conversão e cálculos da EIA. BP Statistical Review, ROC Taiwan, Global Guardian. Dados de petróleo referentes ao 1º semestre de 2025, dados de semicondutores referentes a 2024. Notas: O comércio marítimo mundial de petróleo exclui volumes internos, exceto aqueles que transitam por gargalos globais e pelo Cabo da Boa Esperança. Os Estreitos Dinamarqueses não incluem fluxos pelo Canal de Kiel. Os dados do Canal do Panamá são por ano fiscal (1º de outubro a 30 de setembro).

⁷ Serviço de Pesquisa do Congresso, "Taiwan: Questões de Defesa e Militares", 9 de fevereiro de 2026.

⁸ "A luta de US\$ 10 trilhões: Modelando uma guerra EUA-China sobre Taiwan", Bloomberg Economics, 8 de janeiro de 2024.

O que pode dar errado?

2.

O choque energético evidencia os desafios da Europa

A dependência energética continua sendo um desafio para a Europa. A economia diversificou-se em relação ao gás natural russo, mas transferiu essa dependência para a Noruega, Estados Unidos e países do Golfo.⁹ Enquanto a região busca suprimentos do Canadá e de produtores do Norte da África, diversificação não é autossuficiência. Os preços da eletricidade na Europa são de duas a quatro vezes maiores que nos Estados Unidos, e choques de preços de energia agravam esse limite à competitividade europeia.¹⁰

O conflito atual também impacta fortemente a política monetária europeia. O choque de preços de energia elevou a inflação, e o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco da Inglaterra (BoE) sinalizaram uma possível alta de juros, mesmo sem superaquecimento da economia doméstica. Com a estabilidade de preços como único mandato de ambos os bancos centrais, nenhum deles tem a mesma flexibilidade do Federal Reserve, que busca equilibrar inflação e pleno emprego.

Embora os choques externos sejam prementes, os obstáculos estruturais ao crescimento econômico e à inovação permanecem. Os gastos dos governos europeus com defesa e infraestrutura terão de ser equilibrados com preocupações sobre altos déficits. Dos 10 países com maior relação dívida/PIB, seis são europeus.¹¹

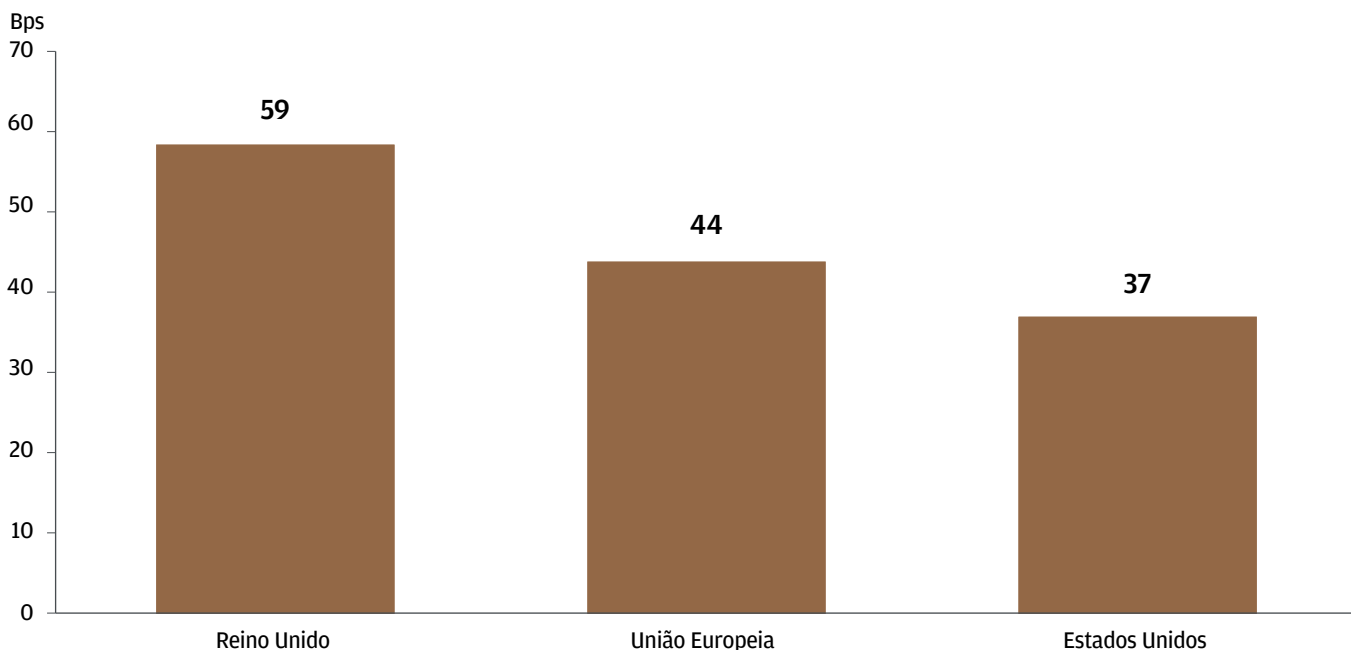
⁹ Os Estados Unidos respondem por cerca de 27% das importações de gás da União Europeia, ante 5% em 2021. Novos contratos podem elevar esse percentual para até 40% até 2030, aproximadamente 80% do total de importações de GNL, segundo o Instituto de Economia e Análise de Energia.

¹⁰ Tom Fairless e Max Colchester, "Corrida pela energia verde na Europa reduziu emissões – e prejudicou a economia", Wall Street Journal, 1º de dezembro de 2025.

¹¹ Incluem o Reino Unido e cinco membros da UE: Grécia, Itália, França, Bélgica e Espanha. FMI, 2024.

A EUROPA TEVE QUE REPRECIFICAR MAIS DO QUE OS EUA

Variação nas taxas overnight implícitas para dezembro de 2027, pontos-base (bps)



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados de 20 de abril de 2026. Variação medida em relação à precificação de 27 de fevereiro de 2026.

FRAGMENTAÇÃO: INVESTINDO EM MEIO À INCERTEZA

A aprovação de orçamentos também se tornou politicamente contenciosa. As rodadas de impasses fiscais da França são um exemplo. O Reino Unido também ilustra esse dilema ao equilibrar espaço fiscal, desafios de produtividade de longo prazo e mercados de dívida já cautelosos com o alto endividamento do setor público. Populações envelhecidas pressionarão ainda mais os balanços fiscais.

A União Europeia (UE) já opera em múltiplas velocidades – nem todos os Estados-membros compartilham o euro ou participam plenamente do Espaço Schengen, por exemplo.¹² Mais tensão entre o núcleo e a periferia da Europa provavelmente criará vencedores e perdedores. A ascensão de partidos políticos populistas e menos centristas também sugere que o poder e as políticas podem mudar, possivelmente já após as eleições de 2026 em oito Estados-membros da UE.¹³

Separadamente, como destacou o ex-presidente do BCE, Mario Draghi, a inovação na Europa foi limitada pela fragmentação regulatória¹⁴ e pelo acesso restrito ao financiamento. Os gastos com pesquisa e desenvolvimento, em torno de 2,2% do PIB, ficam atrás dos Estados Unidos (3,6%) e da Coreia (5,2%). A participação da UE na receita global de tecnologia diminuiu enquanto a dos EUA aumentou, e a produtividade europeia é cerca de 77% do nível dos EUA. A participação da Europa nos fluxos globais de investimento estrangeiro direto (IED) caiu pela metade nos últimos cinco anos. O investimento de risco na Europa, equivalente a 0,05% do PIB, é um décimo do que é nos Estados Unidos.¹⁵

¹² As dispensas formais de políticas e tratados da UE, por meio de mecanismos como “cooperação reforçada”, permitem que alguns países avancem sem o bloco completo, mas também formalizam uma Europa em camadas.

¹³ Cinco estados membros da UE – Eslovênia, Hungria, Suécia, Letônia e Dinamarca – elegem novos parlamentos em 2026. Portugal, Estônia e Bulgária elegem presidentes em 2026.

¹⁴ A UE possui 270 órgãos reguladores relacionados à tecnologia e mais de 100 leis relacionadas ao setor tecnológico.

¹⁵ Sharmila Whelan, “A economia europeia resiste, mas os ventos contrários aumentam”, Haver Analytics, 8 de outubro de 2025.



O que pode dar errado?

3.

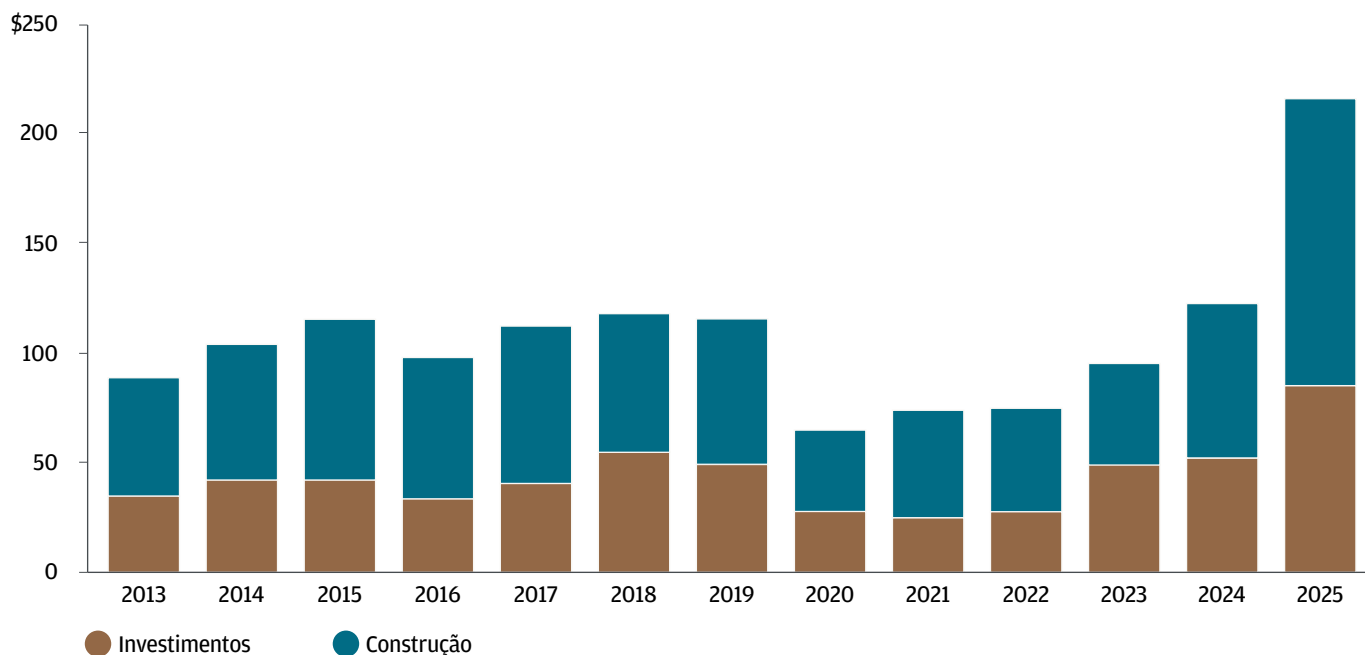
A relação EUA–China direciona a política industrial

Talvez o principal motor estrutural da fragmentação global seja a relação de longo prazo entre os Estados Unidos e a China. Com o tempo, a competição estratégica tem se manifestado cada vez mais por meio de política industrial: controles de exportação, regulamentação orientada por segurança, subsídios, prioridades de compras públicas e regras de “cadeia de suprimentos confiável” que determinam quais empresas podem participar. A implicação para investidores: os mercados podem se tornar mais segmentados, com uma divisão crescente entre ecossistemas alinhados aos EUA e à China.

A China está aproveitando este momento para aprofundar sua influência em regiões que historicamente gravitavam em torno dos Estados Unidos. Investimentos estrangeiros diretos (IED) direcionados e iniciativas globais em larga escala (notadamente, a Belt and Road Initiative) ampliaram a presença financeira e física de Pequim. Segundo o Ministério do Comércio da China, 2025 foi o ano mais ativo em investimentos Belt and Road, em termos nominais, desde o início do programa. A relevância para investidores não está no volume de investimentos, mas sim nas relações duradouras que esses investimentos podem criar.

O MAIOR ANO DE INVESTIMENTO NA INICIATIVA “BELT AND ROAD”?

Investimento direto não financeiro da China em países da Belt and Road, US\$ bilhões



Fonte: Ministério do Comércio da China. Green Finance and Development Center. Dados de dezembro de 2025.

FRAGMENTAÇÃO: INVESTINDO EM MEIO À INCERTEZA

A América Latina mostra como a China tem ampliado sua presença em uma região historicamente vista como área de influência dos EUA. Só no Brasil, a China investiu US\$ 53 bilhões em 2025, e outros US\$ 50 bilhões em países latino-americanos desde 2020, apoiando corredores comerciais e relações de fornecimento de commodities que reforçam a profundidade estratégica chinesa.¹⁶ O comércio dos EUA com a América do Sul subiu de US\$ 270 bilhões em 2010 para US\$ 378 bilhões em 2025. Em comparação, o comércio da China com a América do Sul aumentou de US\$ 158 bilhões em 2010 para US\$ 438 bilhões em 2025.

Na Europa, a presença econômica chinesa é visível em sua participação significativa nas importações de bens e em uma série de investimentos estratégicos em infraestrutura e indústria, incluindo a participação majoritária da COSCO Shipping, de Xangai, no Porto de Pireu, na Grécia. A atuação chinesa inclui ainda a ferrovia Budapeste-Belgrado e projetos de baterias para veículos elétricos (VE) na Hungria. Até mesmo no Ártico, a ambição da “Rota da Seda Polar” de Pequim (alinhada a Moscou) sinaliza um interesse crescente em moldar rotas comerciais futuras e acesso a recursos estratégicos.

A expansão da influência econômica da China ganha ainda mais relevância no contexto geopolítico atual. Os conflitos no Oriente Médio desviaram ativos militares valiosos dos EUA da Ásia, incluindo sistemas avançados de defesa antimísseis, presença de fuzileiros navais e porta-aviões. Declarações públicas de autoridades no Japão, Coreia do Sul e Filipinas sugerem preocupação crescente com o aumento da pressão militar e influência regional da China.

Ainda que não haja confronto direto, uma postura mais defensiva – alimentada pela percepção de que os EUA estão “distraindo” – pode acelerar o movimento de hedge entre parceiros, levando-os a diversificar relações de segurança, laços comerciais e padrões de aquisição tecnológica.

Desde que os Estados Unidos elevaram tarifas sobre produtos chineses em 2025, a China também aumentou substancialmente suas exportações para mercados não americanos e construiu novas relações comerciais, especialmente em mercados emergentes. Por exemplo, de 2022 a agosto de 2025, a participação da China nas exportações de tecnologias de energia renovável para economias emergentes subiu de 23% para 31%,¹⁷ evidenciando a crescente influência chinesa nos mercados globais de energia, que pode se tornar ainda mais relevante após o atual choque energético global.

Mesmo com as exportações para os EUA caindo 20% de 2024 para 2025, a China expandiu suas exportações totais em quase US\$ 200 bilhões. Segundo o JPMorganChase Center for Geopolitics, o mais recente plano quinquenal do governo chinês “enquadra a desglobalização e a competição como os principais motores da economia global e, conseqüentemente, prioriza resiliência nas cadeias de suprimentos, autossuficiência tecnológica e modernização militar.”¹⁸

¹⁶ Green Finance and Development Center, 2025. A China investiu cerca de US\$ 30 bilhões desde 2020 na América Latina por meio da iniciativa BRI, excluindo investimentos regionais significativos fora do BRI, incluindo US\$ 53 bilhões no Brasil em 2025 e US\$ 2,3 bilhões em IED líquido no México entre 2017-24, para apoiar corredores comerciais e relações de fornecimento de commodities que reforçam a profundidade estratégica da China.

¹⁷ BloombergNEF, agosto de 2025.

¹⁸ Derek Chollet, “Window on the World”, JPMC Center for Geopolitics, 2 de abril de 2026.



Os EUA (e aliados) reagem, moldando ecossistemas separados

Os Estados Unidos estão reagindo ativamente. Quase uma década de política tarifária mais protecionista reduziu materialmente as importações diretas dos EUA da China (mesmo considerando que alguns produtos chineses chegam aos EUA via triangulação por terceiros países). Washington também coordenou com aliados-chave – notadamente, Holanda e Japão – para restringir a exportação de equipamentos avançados de semicondutores para a China, e incentivou vários parceiros (incluindo Reino Unido, Canadá e Austrália) a barrar a empresa chinesa Huawei de suas redes críticas, citando preocupações de segurança nacional.

A IA será central para a evolução da relação EUA-China. Chips da Nvidia, projetados nos EUA e fabricados em Taiwan, permanecem entre as tecnologias mais sensíveis estrategicamente na economia global. As políticas de exportação dos EUA têm avançado para restrições calibradas em determinados produtos avançados, com licenciamento caso a caso sob condições rigorosas.

Relatos de que laboratórios chineses de IA tentaram adquirir chips restritos por canais ilícitos¹⁹ ressaltam um ponto-chave para investidores: a indústria doméstica de semicondutores da China está melhorando, mas ainda parece atrasada na fronteira tecnológica. Fechar essa lacuna tornou-se prioridade nacional chinesa, recebendo amplo apoio de capital e políticas públicas.

Os Estados Unidos também começaram a reagir à influência chinesa na América Latina. Após a operação dos EUA que capturou o presidente venezuelano Nicolás Maduro, visando instaurar um regime mais alinhado aos interesses americanos, a Suprema Corte do Panamá também decidiu que é inconstitucional a operação dos canais por parte da CK Hutchinson, empresa de Hong Kong, devolvendo o controle ao Panamá. Trata-se de uma mudança substancial. O Panamá era um dos parceiros estratégicos mais próximos da China na região.

Fragmentação como catalisador de “campeões nacionais”

Além das preocupações imediatas de segurança, o principal risco para investidores seria uma consolidação gradual de um bloco econômico centrado na China competindo ao lado de um bloco alinhado aos EUA – cada um com seus próprios padrões, cadeias de suprimentos e listas de fornecedores “confiáveis”. Importante notar que a China não precisa superar os EUA para se beneficiar. Ela pode se beneficiar se parceiros comerciais dos EUA simplesmente fizerem hedge, aprofundando relações com Pequim, adotando padrões influenciados pela China ou direcionando novos investimentos para cadeias de suprimentos cada vez mais alinhadas à China.

Para os mercados, a implicação é estrutural: à medida que ecossistemas de comércio e produção se bifurcam, os retornos podem refletir cada vez mais o alinhamento geopolítico e a integração estratégica, não apenas crescimento e lucratividade. O acesso a mercados, condições de financiamento e intensidade competitiva podem começar a divergir entre blocos.

¹⁹ Thomas Howell, Sujai Shivakumar e Charles Wessner, “Balancing the Ledger: Export Controls on U.S. Chip Technology to China”, Center for Strategic and International Studies, 21 de fevereiro de 2024.

O que pode dar certo?

1. Mercados emergentes podem se beneficiar

A fragmentação pode ser uma oportunidade de longo prazo para mercados emergentes. O cenário macro já foi preparado: indicadores vitais, como dívida/PIB, inflação e contas correntes dos mercados emergentes, se fortaleceram significativamente. O volume médio das reservas de petróleo dos importadores de mercados emergentes dobrou desde o final de 2021. As taxas de juros reais em quase todas as economias emergentes estão mais altas do que nos EUA.²⁰

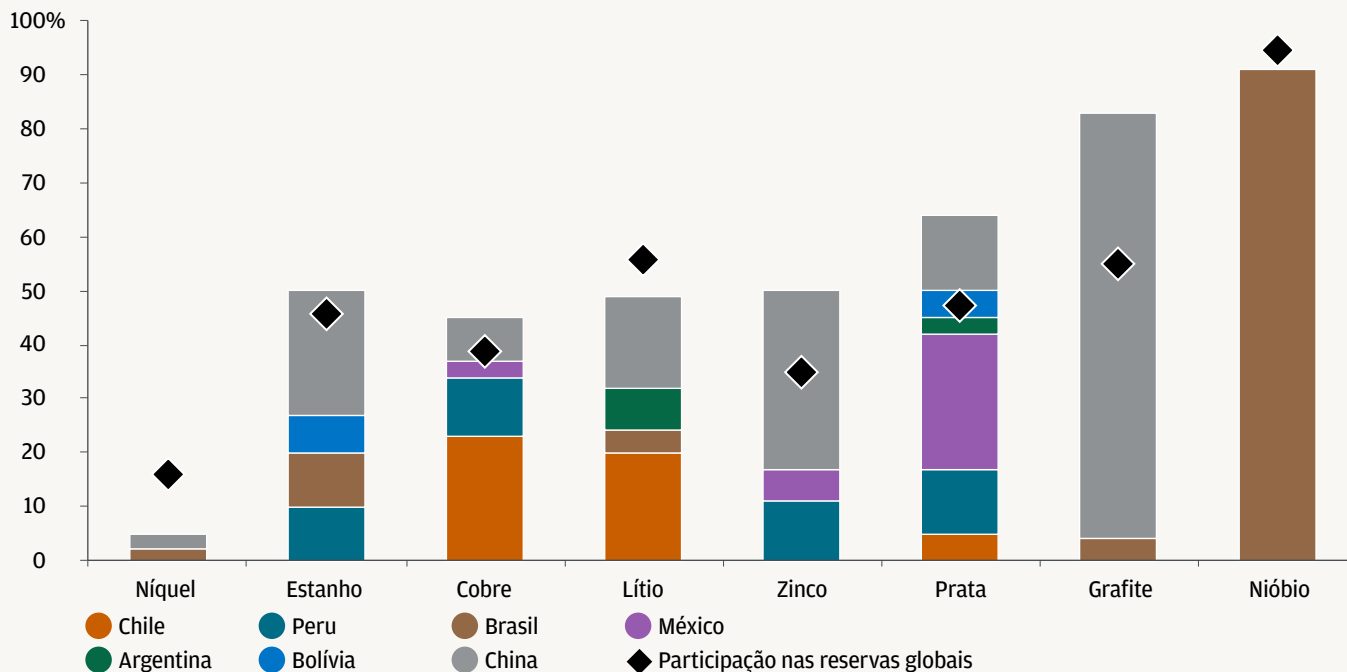
Essas proteções ajudam a explicar por que crédito e moedas de mercados emergentes superaram os da Europa durante o choque energético. Uma economia global mais fragmentada pode gerar novo poder de barganha para mercados emergentes – especialmente para economias produtoras de recursos e aquelas com capacidade de manufatura escalável ou geografia estratégica.

A **América Latina** detém uma concentração única de insumos para IA e transição energética, sendo responsável por mais de 40% do cobre mundial e quase 60% das reservas conhecidas de lítio. A região também reúne grandes reservas de níquel e terras raras, forte base agrícola e recursos para geração de energia. O IED dobrou em duas décadas, com o Brasil como principal destino. A demografia favorável e a robusta logística e infraestrutura de cadeias de suprimentos podem ajudar a região a subir na cadeia de valor.

Bancos centrais latino-americanos têm se mostrado hábeis no controle da inflação, em alguns casos com mais sucesso que seus pares desenvolvidos.²¹ O compromisso com a política monetária e metas de inflação, entre outros fatores, permitiu uma apreciação sustentada das moedas locais, levando a um regime de menor volatilidade.

PAÍSES EMERGENTES COMO FORNECEDORES-CHAVE DE RECURSOS ESSENCIAIS

Participação da América Latina na produção e reservas de minerais selecionados, %



Fonte: Mineral Commodity Summaries, U.S. Department of the Interior, U.S. Geological Survey. Dados de 31 de dezembro de 2022.

²⁰ Enquanto isso, a relação dívida/PIB das economias do nosso benchmark de mercados emergentes também caiu, de 65% em 2022 para 60% atualmente, e a inflação média ficou abaixo de 4%, segundo a Bridgewater Associates.

²¹ Apesar de déficits fiscais elevados e forte consumo doméstico, os países latino-americanos contiveram o surto inflacionário pós-COVID em, em média, 13 meses – oito meses mais rápido que Estados Unidos e Europa. Brasil, México, Colômbia, Chile e Peru gerenciaram a inflação de forma mais eficaz.

Por fim, o ciclo político na América Latina aponta para o retorno de governos mais pragmáticos e pró-negócios, em contraste com seus antecessores de esquerda e populistas. O retorno ao Estado de Direito e à segurança jurídica pode reacender o investimento doméstico e elevar o IED, à medida que empresas globais aproveitam as vantagens competitivas da região para abastecer um mundo ávido pelo que a América Latina tem a oferecer.

As **economias do Golfo** estão direcionando sua força de balanço e abundância energética para construir uma base industrial de baixo custo para a era da IA. Desde 2019, a Arábia Saudita prioriza a construção de data centers de IA e tem a ambição de capturar uma fatia significativa das contribuições da IA para a economia regional.²² Evidências recentes de sucesso incluem uma parceria de US\$ 3 bilhões entre Humain e Blackstone para data centers.²³

Os líderes do Golfo precisarão enfrentar desafios – como escassez de água e volatilidade geopolítica. Por exemplo, vários data centers da Amazon no Bahrein sofreram danos em decorrência do conflito. Esses desenvolvimentos também podem inaugurar uma onda de gastos com segurança que pode convencer investidores internacionais de tecnologia e finanças de que seus ativos estão protegidos. Um desfecho positivo seria um Oriente Médio mais seguro e estável.

O **Leste Asiático** domina a capacidade de manufatura para infraestrutura crítica de IA, incluindo a fabricação avançada de semicondutores em Taiwan (a TSMC produz a maior parte da oferta mundial), a força da Coreia do Sul em memória (75% da capacidade global)²⁴ e a mineração (70%) e processamento (90%) de terras raras pela China.²⁵

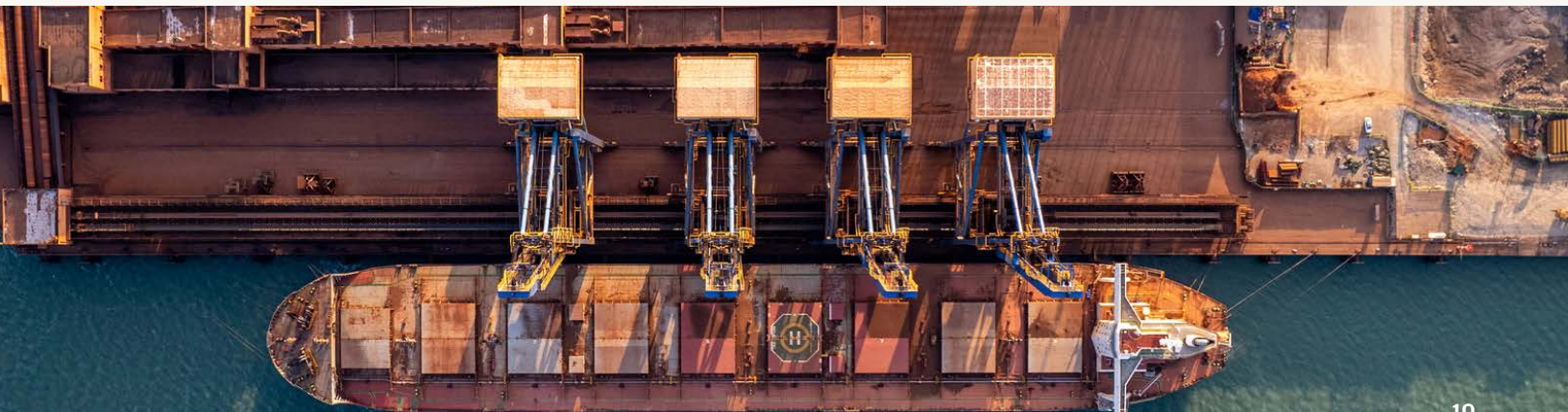
Se o ciclo de capex em IA continuar – impulsionado pelo aumento da intensidade computacional dos modelos agentivos, pela expansão dos hyperscalers em data centers ou pela adoção de robótica – a demanda por esses produtos pode repetir padrões de superciclos anteriores. Isso posicionaria os fabricantes do Leste Asiático para capturar valor desproporcional por meio do volume de exportação e do poder de precificação sobre insumos críticos da cadeia de suprimentos de IA.

²² Em 2019, o reino estabeleceu a Autoridade Saudita de Dados e Inteligência Artificial.

²³ Outros marcos relevantes: US\$ 1,79 bilhão em investimentos sauditas em IA anunciados na conferência LEAP 2025 em Riad; o programa de força de trabalho Mostaqbali da Oracle deve treinar 50.000 sauditas em IA até 2027; colaborações com Alibaba Cloud e o projeto Humain-Blackstone abrangem três grandes complexos que devem custar 30% menos do que nos Estados Unidos, entre outros.

²⁴ Jihye Lee, “Coreia alerta que conflito prolongado no Oriente Médio pode prejudicar indústria de chips”, Wall Street Journal, 5 de março de 2026.

²⁵ Gracelin Baskaran, “Novas restrições chinesas a terras raras e ímãs ameaçam cadeias de suprimento de defesa dos EUA”, Center for Strategic and International Studies, 9 de outubro de 2025.



O que pode dar certo?

2.

Mercados desenvolvidos podem equilibrar globalização e autossuficiência

Embora inerentemente custosa, a fragmentação global não precisa ser um fator líquido negativo. O cenário mais construtivo: as economias sacrificam intencionalmente parte dos benefícios de crescimento e eficiência em troca de segurança e resiliência, mantendo-se economicamente e financeiramente conectadas a parceiros confiáveis.

A fragmentação, então, refinaria em vez de dismantelar a globalização, levando a uma melhor gestão do risco geopolítico. Podemos vislumbrar essa “fragmentação seletiva” na Europa e nas Américas. Na Europa, os governos já estão coordenando esforços de segurança, levando a um aumento de duas a três vezes nos gastos com defesa em relação aos níveis de 2014, após anos de subinvestimento. Um passo adicional seria a integração de compras e cadeias de suprimentos de defesa.²⁶

Os mercados de capitais também podem participar, e já estão ajudando a construir resiliência estratégica. A Iniciativa de Segurança e Resiliência (SRI) de US\$ 1,5 trilhão do JPMorganChase, lançada no ano passado com horizonte de 10 anos, visa financiar setores como computação quântica, saúde, IA e infraestrutura energética.²⁷

Canadá, Estados Unidos e México podem ser precursores da fragmentação seletiva. Esse bloco econômico de longa data movimenta cerca de US\$ 2 trilhões por ano em comércio regional.²⁸ As cadeias de valor interdependentes da América do Norte alimentam um ecossistema de produção transfronteiriço profundamente integrado,²⁹ no qual importações de um país frequentemente são transformadas em produtos finais em outro.

Em 2025, o México ultrapassou a China nas exportações de produtos de tecnologia avançada para os EUA. As exportações relacionadas a data centers superaram, pela primeira vez, as de automóveis.³⁰

As vantagens competitivas do bloco incluem proximidade, escala, abundância de energia e materiais, manufatura avançada, mercados de capitais profundos e arcabouço jurídico compartilhado. Uma possível renegociação do acordo USMCA será importante de acompanhar.

Se a fragmentação der certo, a globalização não desaparece. As cadeias de suprimentos tornam-se mais confiáveis, o capital é direcionado para resiliência e blocos comercialmente alinhados aprofundam sua integração.

²⁶ “Despesas de Defesa dos Países da OTAN (2014-2025)”, Organização do Tratado do Atlântico Norte, 3 de junho de 2025.

²⁷ O JPMorganChase espera que o SRI destine até US\$ 10 bilhões por meio de investimentos diretos em ações e capital de risco. A iniciativa mais ampla visa mobilizar atividades de empréstimos e mercados de capitais em setores estratégicos.

²⁸ Escritório do Representante de Comércio dos Estados Unidos, 2022.

²⁹ Por exemplo, 63% das importações dos EUA provenientes do México e 72% das do Canadá são produtos industriais utilizados em manufatura subsequente. National Association of Manufacturers, 12 de novembro de 2025.

³⁰ U.S. Census Bureau, fevereiro de 2026.

O que pode dar certo?

3. Um bull market secular para ativos chineses

Durante grande parte da última década, as ações chinesas tiveram desempenho inferior ao de seus pares regionais – o MSCI China Index ficou atrás do MSCI Ásia ex-China – mesmo com o PIB da China crescendo cerca de 5%-6% ao ano e as autoridades promovendo amplo suporte, incluindo investimentos em infraestrutura e afrouxamento de políticas. O crescimento não se traduziu em desempenho de mercado.

Mas há dois motivos principais para investidores globais considerarem as ações chinesas: valorizações e IA.

O MSCI China Index está negociando ao maior desconto em relação ao MSCI Ásia ex-China em cerca de 20 anos. Com expectativas deprimidas e baixa alocação dos investidores, as ações chinesas – praticamente as únicas na região – oferecem exposição a potenciais beneficiários de IA. Essa vantagem pode impulsionar um novo bull market nas ações chinesas.

O governo fez investimentos agressivos para construir uma posição de liderança em IA, direcionando dezenas de bilhões de dólares para institutos de pesquisa e infraestrutura relacionada. A China forma cerca de 40% dos graduados do mundo em ciências, tecnologia, engenharia e matemática (STEM),³¹ e sete das dez principais invenções em IA generativa vieram do país.³²

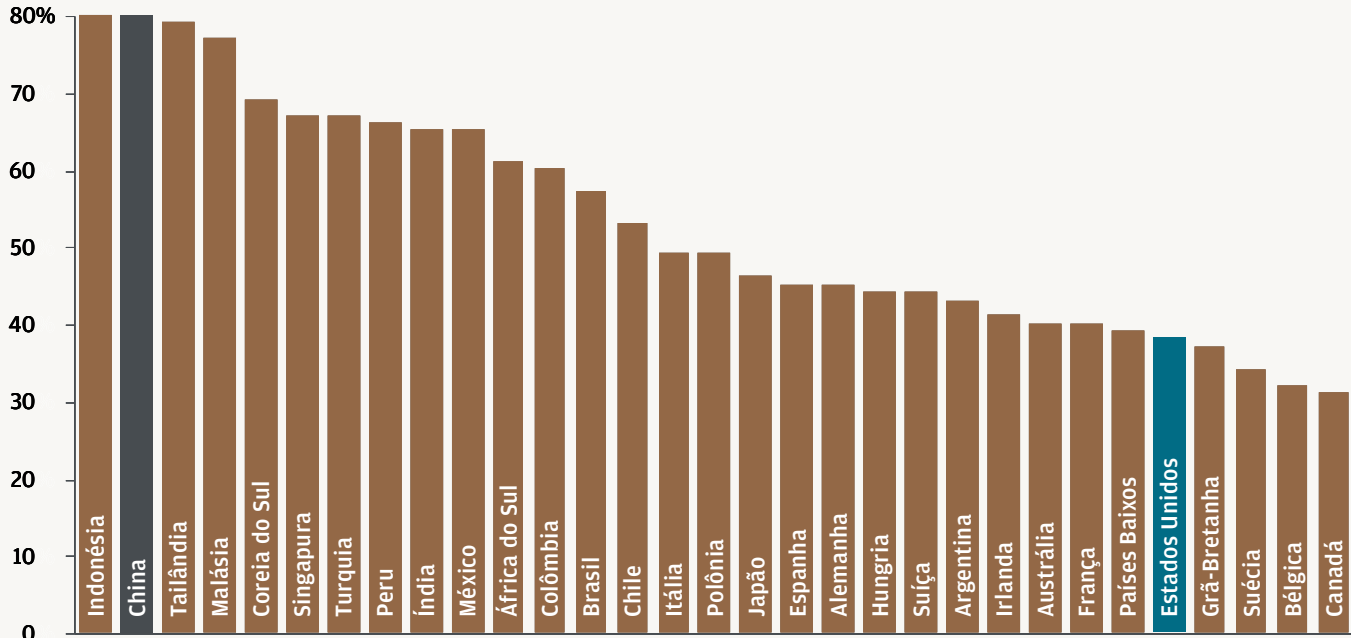
³¹ Center for Security and Emerging Technology, 27 de novembro de 2023.

³² World Intellectual Property Organization, “Generative Artificial Intelligence. Patent Landscape Report”, 2024.



CONSUMIDORES CHINESES PARECEM MAIS OTIMISTAS COM IA DO QUE OS AMERICANOS

Percentual entusiasmado com produtos e serviços desenvolvidos com IA



Fonte: Ipsos AI monitor. Dados de 19 de abril a 3 de maio de 2024.

Em contraste com o pessimismo observado em outros indicadores, a China se destaca em um ponto: uma pesquisa mostrou que 80% dos entrevistados no país estão entusiasmados com produtos e serviços de IA, contra 38% nos Estados Unidos. O crescimento da produtividade historicamente dependeu da velocidade de adoção de novas tecnologias. Onde a IA é vista como ameaça, o país tende a regular, atrasar a adoção e proteger incumbentes. A China parece pronta para integrar rapidamente a IA ao trabalho, consumo e cotidiano.

Os hyperscalers chineses, Baidu, Tencent e Alibaba, também têm uma estratégia muito diferente de seus concorrentes americanos, em parte porque ainda estão impedidos de adquirir componentes de ponta. Em vez de priorizar capex em infraestrutura, priorizam aplicabilidade comercial e eficiência. Por exemplo, estão acelerando a difusão da IA em produtos finais, como os veículos elétricos da BYD.³³

Talvez a maior vantagem da China na corrida da IA seja a energia. O custo da eletricidade chinesa é cerca de metade do nível dos EUA, e o país tem focado em ampliar a capacidade. O carvão representa quase 60% do consumo energético chinês, mas novas capacidades em eólica, solar, hidrelétrica e nuclear já adicionaram mais de seis trilhões de quilowatt-hora desde 2005. Esse volume adicional equivale a 1,35x o consumo total de eletricidade dos EUA em 2025.³⁴

Se o ciclo de mercado recompensar a adoção em escala e os ganhos de produtividade, e os formuladores de políticas chineses adotarem uma postura mais pró-negócios, as ações chinesas podem estar bem posicionadas para se beneficiar.

³³ Brian Buntz, "BYD e DeepSeek planejam trazer recursos de direção autônoma 'God's Eye' para veículos abaixo de US\$ 10 mil", R&D World, 11 de fevereiro de 2025.

³⁴ Antonio De Pinho, "The Power Divide: China, U.S. and the Future of the Grid", VanEck, 2 de dezembro de 2025.

Implicações para investimentos

Defendemos há muito tempo que, apesar do enorme custo humano, choques geopolíticos tendem a ter efeito limitado e pouco persistente sobre portfólios diversificados. Essa avaliação permanece válida, especialmente quando o conflito não interrompe materialmente o fornecimento de energia.

Embora o conflito no Oriente Médio apresente riscos claros de queda, acreditamos que os mercados estão corretos ao reagir positivamente diante da continuidade da disrupção no fornecimento de energia. Entendemos que os riscos estão inclinados a favor de uma resolução, tanto para o conflito geopolítico quanto para a volatilidade de mercado, já que as autoridades nos Estados Unidos e na China compartilham o desejo de manter os preços de energia baixos.

Durante a correção de 10% nos mercados acionários dos EUA no mês seguinte ao início do conflito no Oriente Médio, o múltiplo P/L do S&P 500 caiu abaixo de 20x e as revisões de lucros continuaram a subir. O índice de volatilidade VIX ultrapassou 30, um patamar historicamente associado a fortes retornos futuros. Nossa análise histórica mostra que investidores que compraram o S&P 500 quando o VIX fechou acima de 30 tiveram retornos positivos entre 70% e 83% das vezes, com ganho médio de 12,4% nos seis meses subsequentes.³⁵

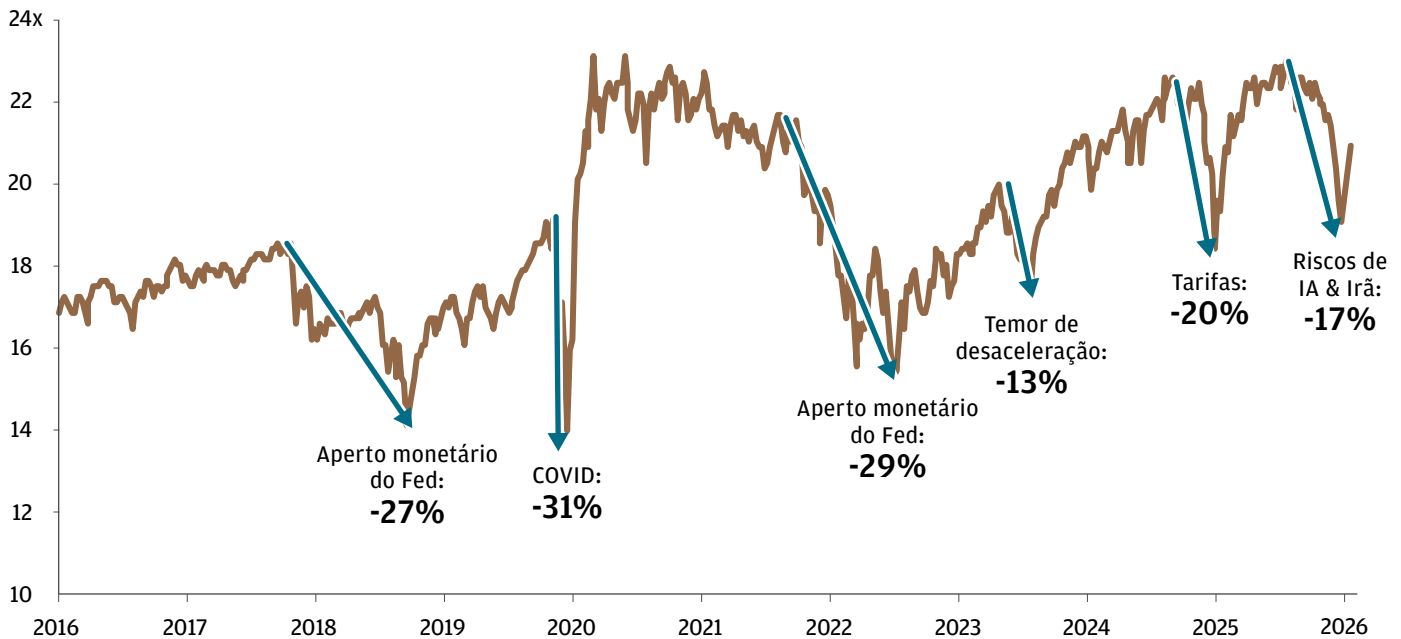
Acreditamos que ações de pequena e média capitalização também podem continuar a se recuperar assim que as preocupações com os preços de energia diminuírem. Vemos isso como uma oportunidade para investidores de longo prazo aumentarem sua exposição em ações norte-americanas.

Além de atuar como catalisador de curto prazo, o tema de fragmentação global também está se tornando um importante motor de retornos de ativos no longo prazo. Decisores globais continuam a se afastar do foco exclusivo em eficiência e custos mais baixos, buscando fortalecer resiliência e segurança doméstica – em um momento em que acesso a energia, rotas comerciais seguras e materiais críticos já não é mais um pressuposto. Essa mudança em direção à resiliência provavelmente estará associada a maior ativismo fiscal e déficits soberanos mais amplos.

³⁵ Nossa análise histórica examinou as 724 ocasiões em que o VIX fechou acima de 30 nos últimos 30 anos, excluindo as duas instâncias mais recentes. A probabilidade de retorno positivo aumentou de 70% um mês após o VIX superar 30 para 83% após seis meses.

OS MÚLTIPLOS SE AJUSTARAM PARA NÍVEIS MAIS ATRATIVOS

P/L projetado para os próximos 12 meses do S&P 500



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados de 20 de abril de 2026.

Acreditamos que essas mudanças podem, em última análise, ajudar a construir uma base mais duradoura para o crescimento global e apoiar fluxos de capital, embora o processo de ajuste deva ser desigual e marcado por choques. Oferecemos estes cinco conselhos para investidores de longo prazo atravessarem essa transição:

◇ Prepare-se para um possível rali contínuo em mercados emergentes

Os mercados emergentes superaram seus pares desenvolvidos em 11 pontos percentuais (p.p.) em 2025, mas ainda ficaram 500 pontos-base (bps) abaixo da média anual dos últimos cinco anos. O período difícil para mercados emergentes pode ter ficado para trás. Fundamentos estruturais estão se traduzindo em entrega de lucros.

Em 2026, espera-se que os lucros corporativos de mercados emergentes cresçam 46%, enquanto os múltiplos P/L caíam para 11,8x, ainda abaixo das médias históricas de longo prazo. Os rendimentos dos títulos soberanos de mercados emergentes estão acima de 6,5%, mesmo com bancos centrais adotando posturas mais ortodoxas. As taxas de juros reais em quase todas as economias emergentes estão mais altas do que nos EUA. À medida que os conflitos no Oriente Médio evoluem, investidores globais podem passar a enxergar ações e renda fixa de mercados emergentes como potenciais motores de retorno, dados o suporte estrutural amplo, fundamentos aprimorados e valorizações relativamente atraentes.

Dois mercados em particular, Taiwan e Coreia, são centrais para as cadeias globais de semicondutores e tendem a se beneficiar do ciclo de investimentos em IA. Além disso, a fragmentação e o reinvestimento industrial devem continuar sustentando os preços das commodities e melhorando a competitividade no comércio internacional de várias economias emergentes.

Em conjunto, essas forças sustentam oportunidades tanto em ações quanto em renda fixa de mercados emergentes. Em um mundo de alianças em transformação, mercados emergentes podem ter uma rara chance de capturar capital, produção e poder de precificação, em vez de apenas absorver volatilidade.

Além do pano de fundo tático, acreditamos que investidores devem considerar ativos de mercados emergentes como parte de sua alocação de ativos.

◇ Posicione-se para a próxima fase de investimentos orientados por segurança

A continuidade dos conflitos no Oriente Médio reforça nossa visão de que a economia global está sendo reorientada para segurança e resiliência. A Europa já começou a investir em sua própria segurança. A Polônia, geograficamente mais exposta ao risco, tem destinado 4,5%–5% do PIB à defesa. Acreditamos que esse tipo de gasto por parte dos países do Golfo, Coreia e Japão pode aumentar em relação aos níveis atuais.

Investidores devem reconhecer que os gastos com defesa são respaldados por balanços soberanos e garantidos por tratados e ciclos de compras plurianuais. No mercado de defesa, o cliente raramente muda de fornecedor, e a visibilidade de receitas das empresas do setor pode chegar a uma década.

Os mercados privados estão financiando a próxima geração de tecnologia de defesa e espacial: O segmento de tecnologia de defesa já responde por cerca de 8% do capital de risco global, o dobro do nível observado em 2020.

Essas empresas emergentes, apoiadas por venture capital – como SpaceX, Anduril e Palantir – vêm subindo rapidamente no ranking de fornecedores do Departamento de Defesa dos EUA. Sistemas autônomos tiveram crescimento de 143% em investimentos de venture em 2025.³⁶

Governos também devem construir estoques de recursos críticos e subsidiar a expansão da produção doméstica, incluindo energia e capacidade de infraestrutura, reduzindo vulnerabilidades futuras, incluindo energia e capacidade de infraestrutura, reduzindo vulnerabilidades futuras. Em um ambiente definido por restrições de oferta e risco geopolítico, os preços das commodities – e as ações de produtoras de commodities – devem manter suporte estrutural.

◇ Priorize campeões nacionais

Em um mundo mais fragmentado, esperamos que as oportunidades se concentrem em um conjunto mais restrito de empresas preferidas dentro do ecossistema confiável de cada bloco. A fragmentação pode criar empresas campeãs nacionais em todos os lados, hoje focadas em independência de cadeias de suprimentos, manufatura estratégica, sistemas de defesa, tecnologia, infraestrutura e recursos energéticos.

No acumulado do ano, as expectativas de lucros dobraram para uma cesta de empresas que identificamos como campeãs nacionais globais. O desafio do portfólio está em identificar as empresas mais sólidas, ao mesmo tempo em que se gerencia a maior volatilidade e o risco político inerentes ao investimento em um mundo mais fragmentado.

◇ Prepare-se para inflação mais divergente e volatilidade cambial

Diversas forças seculares associadas à fragmentação – acúmulo de recursos, expansão fiscal atrelada a gastos com segurança, riscos de oferta energética, menor mobilidade laboral – apontam para déficits soberanos mais amplos, maior volatilidade inflacionária e maior dispersão cambial.

Isso torna ainda mais importante que investidores globais diversifiquem suas exposições cambiais. Uma forma de alcançar isso é alocando em ouro. Nossa análise sugere que investidores podem alocar entre 3% e 6% de seus portfólios ao metal precioso.

◇ Mantenha foco temático na Europa e na China

Nossa visão para ativos europeus permanece seletiva e preferimos aumentar a exposição em ações por meio de mercados privados, em vez de públicos. O aumento dos gastos com segurança e infraestrutura deve sustentar os lucros de industriais domésticos e outros campeões nacionais. Evitaríamos o setor automotivo e bens de consumo básicos.

O investidores também parecem precificar um ciclo de alta de juros do BCE mais agressivo do que o provável. Na China, estamos mais otimistas em alguns segmentos do complexo de IA, mas para uma mudança substancial de visão, precisaríamos ver um endosso mais enfático ao empreendedorismo por parte do aparato político.

³⁶ Pitchbook, 4º trimestre de 2025.

Parte 2

Inflação:

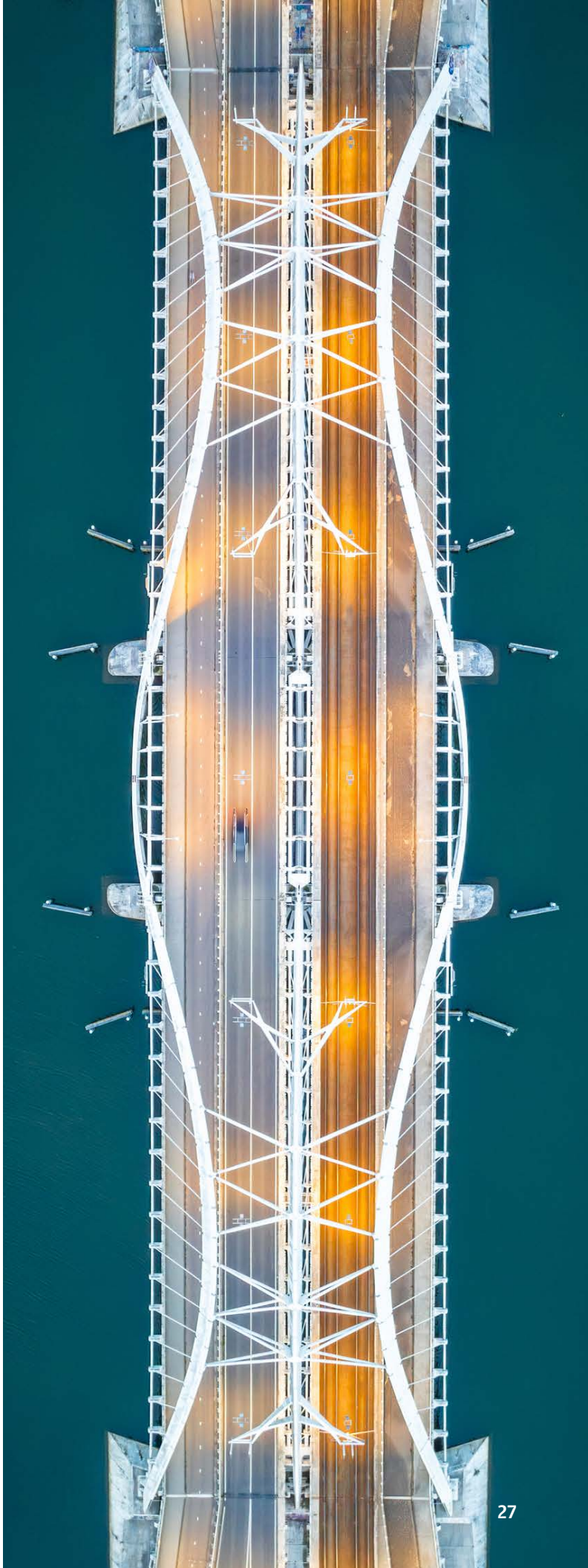
Uma ameaça persistente ao poder de compra



O choque nos preços de energia em março, associado ao conflito no Oriente Médio, apenas aprofundou a mudança estrutural na trajetória da inflação. Ao longo da década de 2020, a inflação representou um risco cada vez maior em relação ao período pré-COVID-19 para investidores que buscam construir e manter poder de compra e alcançar objetivos de longo prazo.

Desde o início da década, os preços ao consumidor nos EUA já subiram mais de 25%, enquanto a renda fixa core entregou apenas 6% de retorno. Ainda assim, nossos clientes mantêm quase 20% de seus ativos conosco em caixa e títulos com vencimento em até um ano.

A inflação nos EUA já estava próxima de 3% mesmo antes do choque energético, e a diferença entre o rendimento do caixa e a taxa de inflação continua a diminuir. Essa erosão provavelmente se agravará à medida que o mais recente choque de oferta energética se propaga pela economia. Preocupa o fato de esse choque ser apenas o mais recente de uma série de “eventos únicos” que vêm pressionando os preços para cima. Somos obrigados a fazer uma pergunta crítica: seu plano de investimentos de longo prazo está preparado para um mundo de inflação mais alta e volátil? E os ativos nele contidos são frágeis ou resilientes diante desses riscos?

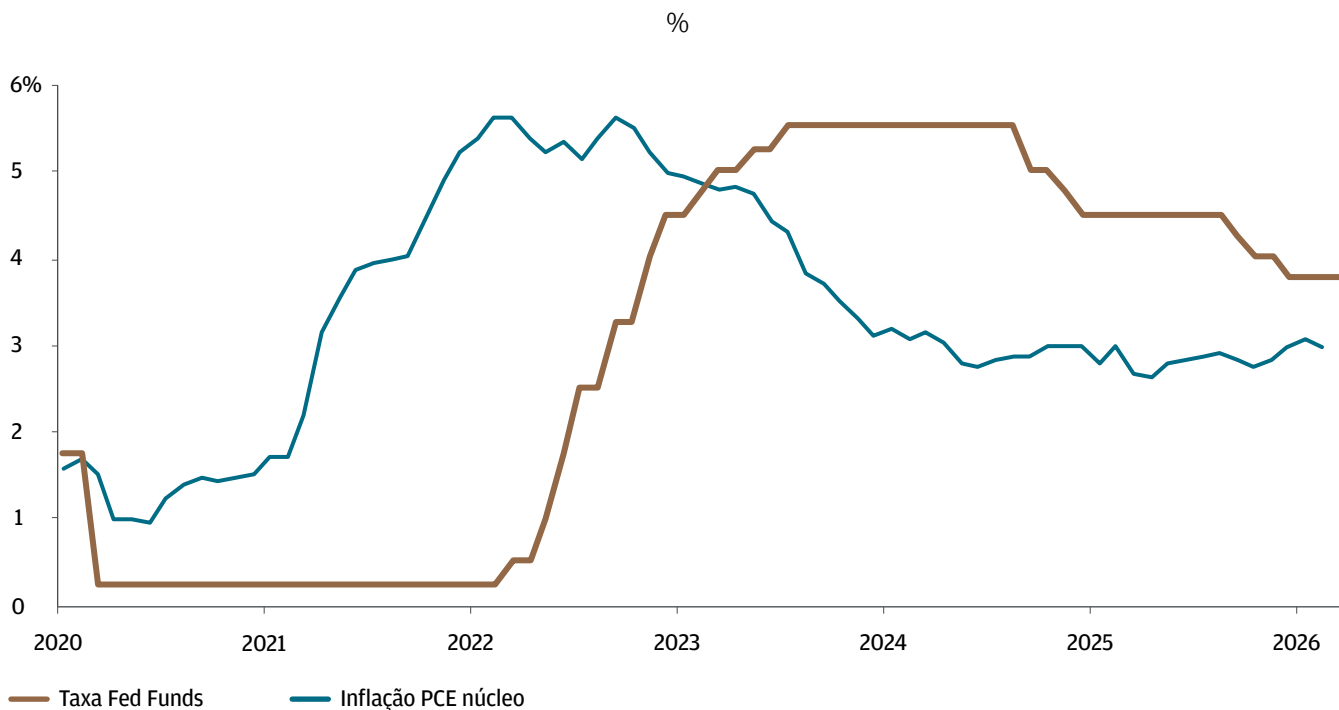


INFLAÇÃO: UMA AMEAÇA PERSISTENTE AO PODER DE COMPRA

Nossa visão de que a inflação será mais volátil do que antes da pandemia, e mais suscetível a choques de alta, estabelece a expectativa de uma correlação mais elevada entre ações e títulos – o que favorece fortemente ativos capazes de oferecer perfil de volatilidade inferior ao das ações, mas que também possam performar bem em ambientes mais inflacionários.

Acreditamos que portfólios alinhados a um plano orientado por objetivos, que incorporem ativos físicos e utilizem estratégias de gestão ativa – como fazem hedge funds diversificados – serão mais resilientes do que aqueles que não o fazem. Independentemente de a inflação piorar ou um cenário mais benigno prevalecer, investidores devem contar com um amplo leque de ferramentas à disposição.

A INFLAÇÃO JÁ ESTAVA EM 3% ANTES DO CHOQUE DOS PREÇOS DE ENERGIA



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados do PCE em 28 de fevereiro de 2026. Dados da taxa Fed Funds em 18 de março de 2026.

O que pode dar errado?

1. A década de 2020 pode vir a repetir o que vimos nos anos de 1970

Uma lição inquietante dos anos de 1970, e um risco atual, é que choques de preços podem rapidamente passar a ser vistos como “o novo normal” quando ocorrem em rápida sucessão. Desde que a pandemia do COVID-19 impulsionou a inflação, a economia dos EUA absorveu quatro catalisadores inflacionários adicionais: a invasão da Ucrânia pela Rússia, tarifas, oscilações bruscas na política migratória e agora o conflito no Oriente Médio. Cada choque foi inicialmente tratado como temporário, mas logo foi seguido por um novo choque antes que os efeitos do anterior tivessem se dissipado.

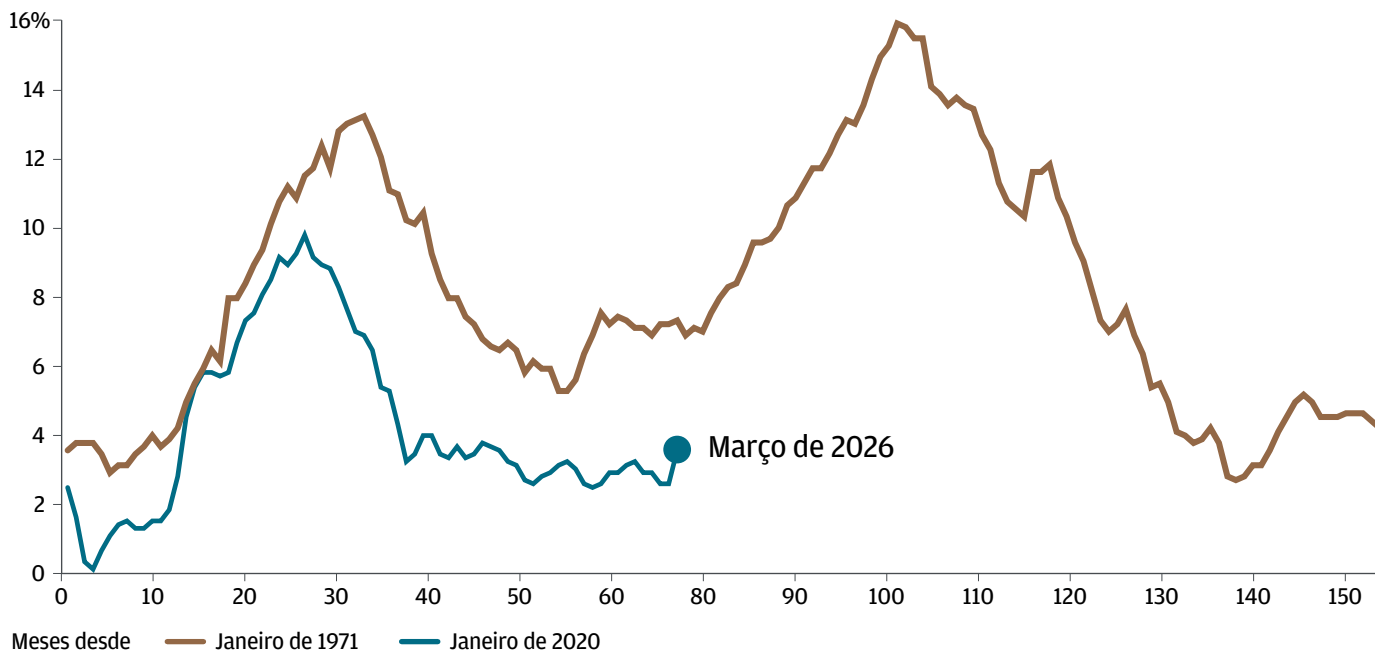
Essas ondas repetidas de inflação podem redefinir o que famílias e empresas percebem como “normal”, como ocorreu nos anos de 1970, quando a inflação subiu gradualmente a cada novo choque. Com o tempo, aumentos de preços que antes pareciam excepcionais tornam-se familiares. Expectativas alteradas podem se incorporar a salários, contratos e comportamentos de precificação corporativa.³⁷

Nos anos de 1970, gastos públicos simultâneos em defesa e programas sociais (“guns and butter”) colidiram com uma economia já aquecida. Hoje, a construção de infraestrutura de IA, o rearmamento e a política industrial são cada vez mais vistos como necessidades estratégicas, o que pode tornar governos e hyperscalers menos sensíveis a discrepâncias de preços. Isso poderia sustentar uma demanda persistente, mesmo com alguns custos em alta.

A economia americana nos anos de 1970, que tinha um caráter mais intensivo em insumos e matérias primas,³⁸ amplificou os efeitos dos choques de commodities em diversos setores.

OS ANOS DE 1970 TIVERAM DOIS SURTOS DISTINTOS DE INFLAÇÃO

Índice de preços ao consumidor, variação anual, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados de 27 de fevereiro de 2026.

³⁷ Esta seção foi influenciada tanto pelo relatório The Undershoot de Matthew Klein quanto pela análise de inflação da Bridgewater Associates.

³⁸ Junto com o petróleo após a guerra árabe-israelense de 1973, os picos de commodities nos anos de 1970 atingiram gás natural, metais industriais, ouro e prata, café e açúcar.

INFLAÇÃO: UMA AMEAÇA PERSISTENTE AO PODER DE COMPRA

A oferta limitada hoje em dia é diferente, mas pode ser igualmente restritiva. Insumos críticos, como a capacidade da rede elétrica e equipamentos especializados, podem se tornar gargalos que amplificam a inflação à medida que a demanda por investimentos acelera. No último ano, o preço de placas de circuito impresso subiu 80%.³⁹ Tanto antigamente quanto hoje, um choque nos preços de energia é um risco clássico, especialmente se disrupções geopolíticas se estenderem por trimestres, não apenas semanas ou meses.

A política monetária falha em conter a inflação

O ciclo inflacionário duplo dos anos de 1970 se agravou quando o Fed afrouxou prematuramente e permitiu que as taxas reais permanecessem baixas por tempo demais.

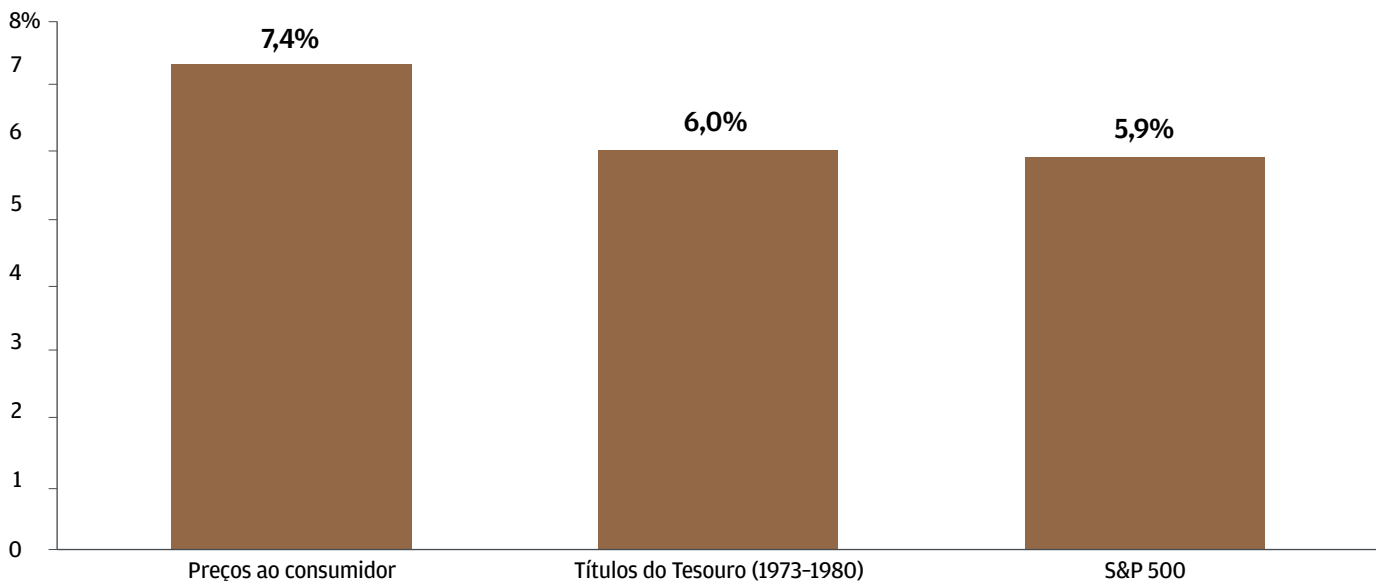
Com estruturas e prioridades diferentes hoje, não esperamos uma repetição, mas se o Fed cometesse o mesmo erro, poderia desencadear um risco inflacionário subestimado que atualmente está latente: o patrimônio imobiliário não utilizado.

As famílias americanas acumularam cerca de US\$ 66 trilhões em riqueza líquida adicional, incluindo US\$ 16 trilhões em patrimônio imobiliário desde o fim de 2019 – mais de três vezes o consumo anual atual.⁴⁰ Se as taxas hipotecárias caíssem substancialmente, consumidores provavelmente começariam a sacar e gastar esse patrimônio, possivelmente impulsionando o consumo muito além da capacidade das empresas de aumentar a produção, pressionando preços para cima e desencadeando uma onda inflacionária difícil de conter.

Quanto mais dessensibilizados consumidores e empresas se tornam à inflação, mais difícil e doloroso se torna contê-la. Nos anos de 1970, os retornos das ações e da renda fixa nos EUA não conseguiram superar a alta dos preços ao consumidor. O cenário de curto prazo para a inflação é preocupante antes mesmo de considerar que formuladores de políticas nos EUA (fora o Fed) parecem inclinados a uma estratégia de manter a economia aquecida por meio de déficits fiscais mais amplos.⁴¹

A INFLAÇÃO SUPEROU AÇÕES E TÍTULOS DE RENDA FIXA NA DÉCADA DE 1970

Retorno anualizado, 1970-1980, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Nota: Títulos do Tesouro representados pelo Bloomberg US Treasury Index, dados a partir de 31 de janeiro de 1973.

³⁹ Bureau of Labor Statistics, "Producer Price Index", 18 de março de 2026.

⁴⁰ O componente habitacional dos balanços dos americanos totaliza cerca de US\$ 16 trilhões em ganhos de patrimônio não realizados, que ainda não foram monetizados (ou seja, gastos e inseridos na economia, impulsionando a demanda). Federal Reserve, "Financial Accounts of the United States (Z.1)", Tabela B.101.

⁴¹ O Japão serve de modelo. A relação dívida/PIB caiu de 220% há cinco anos para 190% atualmente. A inflação subiu para um ritmo de 1,5%-2,0% e o crescimento salarial se firmou. Os formuladores de políticas parecem finalmente ter gerado a reflação após 30 anos de estagnação. As ações japonesas atingiram novo recorde pela primeira vez desde 1989. O custo foi suportado pelo iene e pelos poupadores domésticos. Os rendimentos dos títulos japoneses de longo prazo dispararam desde 2022, atingindo os níveis mais altos desde o final dos anos de 1990. O iene está em seu ponto mais fraco frente ao dólar americano desde 1989. E antes do retorno da inflação em 2022, os retornos dos títulos japoneses eram de -2,5% ao ano.

O que pode dar errado?

2.

Um choque nos preços de energia pode colidir com uma inflação persistente

Considere o pano de fundo inflacionário antes do início do conflito no Oriente Médio, que passou a restringir o fornecimento de energia e provocar aumentos de preços.

A inflação já vinha se mostrando resistente. Os preços ao consumidor núcleo nos EUA e os salários do setor privado estavam subindo cerca de 1,0-1,5 ponto percentual ao ano acima do período pré-pandemia. O deflator de despesas de consumo pessoal (PCE), métrica preferida do Fed, acelerou de forma significativa em 2025 e, em janeiro de 2026, os preços haviam subido 3,1% em relação ao ano anterior, acima da meta do Fed. Nesse relatório, a inflação estava firme em serviços discricionários ao consumidor, como restaurantes e serviços pessoais – categorias amplamente isoladas de efeitos globais de oferta e tarifas.

Essa inflação persistente sugere uma demanda doméstica robusta e a disposição dos consumidores em pagar preços mais altos. Enquanto isso, o Índice de Custo do Emprego, outro indicador de crescimento salarial, permanece acima dos níveis pré-COVID. Na ausência de aumento da poupança das famílias, isso significa crescimento mais rápido dos gastos, alimentando o lado da demanda da inflação.

Então, o choque de preços do Estreito de Ormuz ocorreu justamente quando a inflação estava retornando à meta do Fed.⁴² Os custos mais altos de combustíveis começaram a se espalhar pela economia via transporte, logística e insumos industriais, ao mesmo tempo em que impactavam diretamente os orçamentos familiares e as expectativas inflacionárias. Pesquisas do Fed sugerem que cada aumento sustentado de US\$ 10/barril no preço do petróleo eleva a inflação em cerca de 30-35 pontos-base.⁴³ Um aumento sustentado de aproximadamente US\$ 40 por barril nos preços do petróleo (acima dos níveis pré-conflito) implicaria, segundo os cálculos do Fed, quase 1 ponto percentual a mais na taxa de inflação.

⁴² Maximiliano A. Dvorkin, Fernando Leibovici e Ana Maria Santacreu, “Como as tarifas estão afetando os preços em 2025”, Federal Reserve Bank of St. Louis, 16 de outubro de 2025.

⁴³ Federal Reserve Board, “FEDS Notes”, 4º trimestre de 2025.



O dilema das autoridades políticas

Embora a dinâmica inflacionária atual não seja tão preocupante quanto em 2022, a possibilidade de uma repetição merece atenção. Em 2022, o PCE núcleo estava em 5,2% quando a Rússia invadiu a Ucrânia em fevereiro, provocando uma alta de 60% nos preços do petróleo. O Fed respondeu elevando os juros em 425 pontos-base naquele ano. O S&P 500 terminou 2022 com queda de 20%; a renda fixa core perdeu 13%.

A maioria dos portfólios sofreu as consequências. Hedge funds macro entregaram retorno de 9% – uma das poucas classes de ativos a resistir ao ciclo de alta de juros.

O Federal Open Market Committee (FOMC) pode ser forçado a tomar uma decisão difícil: manter o viés de afrouxamento (como preferem vários membros, o Secretário do Tesouro e o Presidente), correndo o risco de alimentar ainda mais a inflação e juros longos mais altos; manter as taxas estáveis; ou voltar a elevar os juros, arriscando desestabilizar os mercados financeiros em um momento de estresse em certos segmentos de crédito. A história mostra que altas de juros em resposta a choques de preços de energia são precursores clássicos de recessão.⁴⁴

⁴⁴ Wataru Miyamoto, Thuy Lan Nguyen e Dmitriy Sergeyev, “Como choques de petróleo se propagam: Evidências sobre o canal da política monetária”, Federal Reserve Bank of San Francisco, 8 de março de 2024.



O que pode dar certo?

1. Ociosidade do mercado de trabalho contrabalança a alta dos preços

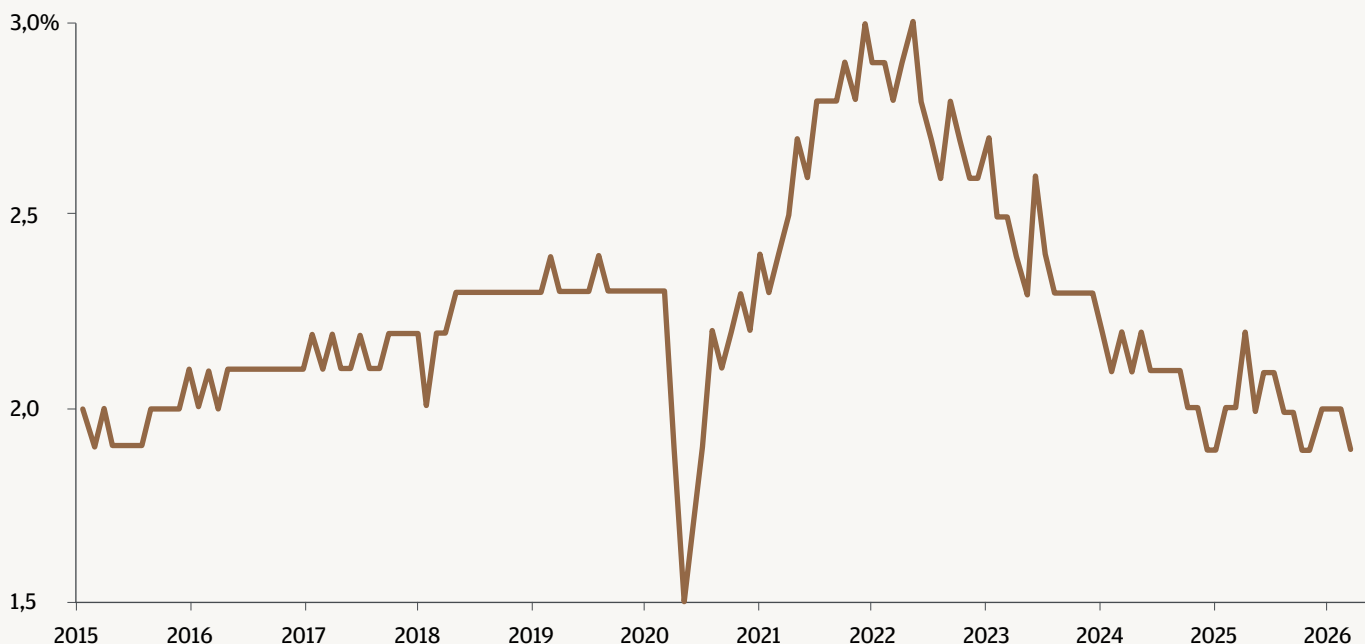
Vemos sinais de que o mercado de trabalho ainda apresenta certo grau de ociosidade. Um mercado de trabalho mais equilibrado normalmente produz altas taxas de troca de emprego e ganhos salariais expressivos para quem muda de empregador. Recentemente, tanto a taxa de pedidos de demissão (“quits rate”) quanto o prêmio salarial para quem troca de emprego continuam sinalizando um mercado de trabalho com baixa contratação e baixa demissão.⁴⁵

Não há evidências de que a espiral salários-preços inflacionária que caracterizou 2022 exista hoje. Além disso, a percepção de ameaça da IA, embora ainda não tenha impacto amplo sobre empregos, provavelmente reduzirá as expectativas salariais. A redução da imigração poderia, em tese, pressionar salários para cima, mas há pouca evidência disso até agora.⁴⁶

O número de trabalhadores de meio período que não conseguem emprego em tempo integral aumentou, demissões e cortes de vagas cresceram, e a queda na taxa de pedidos de demissão indica menor confiança dos trabalhadores em trocar de emprego por melhores salários ou condições.⁴⁷ Essas dinâmicas do mercado de trabalho tendem a conter o crescimento salarial e, por consequência, limitar a inflação de serviços. A demanda por trabalho talvez seja a melhor evidência de que a inflação, embora persistente, tende a ser contida.

O AFROUXAMENTO DO MERCADO DE TRABALHO AJUDA A CONTER A INFLAÇÃO

Taxa de desligamento JOLTS dos EUA, dessazonalizada, %



Bureau of Labor Statistics, Bloomberg Finance L.P. Dados de 27 de fevereiro de 2026.

⁴⁵ Relatório JOLTS, 31 de março de 2026.

⁴⁶ Simon Mongey, “Imigração não explica o declínio do crescimento do emprego”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1º de outubro de 2025.

⁴⁷ U.S. Bureau of Labor Statistics, “Employment Situation Summary (Household Survey)”, março de 2026.

O que pode dar certo?

2.

Tarifas e choques de energia podem ser temporários; a desinflação habitacional é duradoura

Embora preços mais altos tenham, sem dúvida, impactado as famílias americanas em alimentos, eletricidade e bens de consumo essenciais, é razoável argumentar que tarifas e energia – fatores idiossincráticos – são os principais motores da inflação.

De junho a agosto de 2025, as tarifas foram responsáveis por cerca de 0,5 ponto percentual da inflação anualizada do PCE cheio.⁴⁸ Sem as tarifas, o PCE cheio teria sido de 2,35%, não 2,85%. À medida que o efeito das tarifas se dissipa, ou se a política tarifária for moderada (por decisão judicial, negociações comerciais ou a critério do governo), essa fonte de pressão sobre os preços pode desaparecer, trazendo alívio significativo.

A inflação habitacional diminuiu. Representando 17,7% do PCE núcleo, caiu para pouco mais de 3% no início de 2026, ante 5% ao ano no fim de 2024. Os preços dos imóveis permanecem elevados e a acessibilidade está pressionada, mas o ritmo de alta dos custos de moradia (incluindo aluguéis) está atualmente mais contido. A oferta de casas unifamiliares à venda voltou ao normal, desacelerando o crescimento dos preços.⁴⁹

A acessibilidade deprimida, em parte devido às taxas hipotecárias elevadas, provavelmente também conterá a demanda por imóveis e a inflação dos preços das casas. O mercado de apartamentos é ainda menos inflacionário: as taxas de vacância superaram os níveis de 2019 e continuam subindo após um boom de construção recentemente encerrado. Essa folga deve continuar a conter a inflação habitacional ao longo de 2026.

⁴⁸ Cerca de 0,4 ponto percentual da inflação anualizada do PCE núcleo. Federal Reserve Bank of St. Louis, 22 de outubro de 2025.

⁴⁹ U.S. Bureau of Labor Statistics, “Consumer Price Index”, fevereiro de 2026; National Association of Realtors “Existing Single-Family Home Inventory”, fevereiro de 2026.

⁵⁰ U.S. Census Bureau, “Housing Vacancies and Homeownership Survey”, 4º trimestre de 2025.



O que pode dar certo?

3. A competição global pode limitar a inflação

Mesmo que a inflação doméstica se mostre persistente na margem, a competição global pode ajudar a ancorá-la. A concorrência intensa da China e de outros produtores de baixo custo pode ser fortemente desinflacionária. A dinâmica de produção – sobretudo na China – sugere que os preços de bens continuarão sob pressão. O mix de investimentos pós-pandemia da China se deslocou para capacidade industrial, contribuindo para excesso de oferta, competição por preços e deflação de preços ao produtor.⁵¹

Até março, os preços ao produtor Chinês vinham caindo desde o fim de 2022.⁵² As exportações de bens da China superaram em muito a tendência pré-pandemia, enquanto as importações estagnaram. As pressões competitivas se intensificaram tanto no mercado doméstico quanto para parceiros comerciais da China e em mercados terceiros.⁵³ No mais recente plano quinquenal, as autoridades reiteraram o compromisso com essa estratégia orientada para exportações.

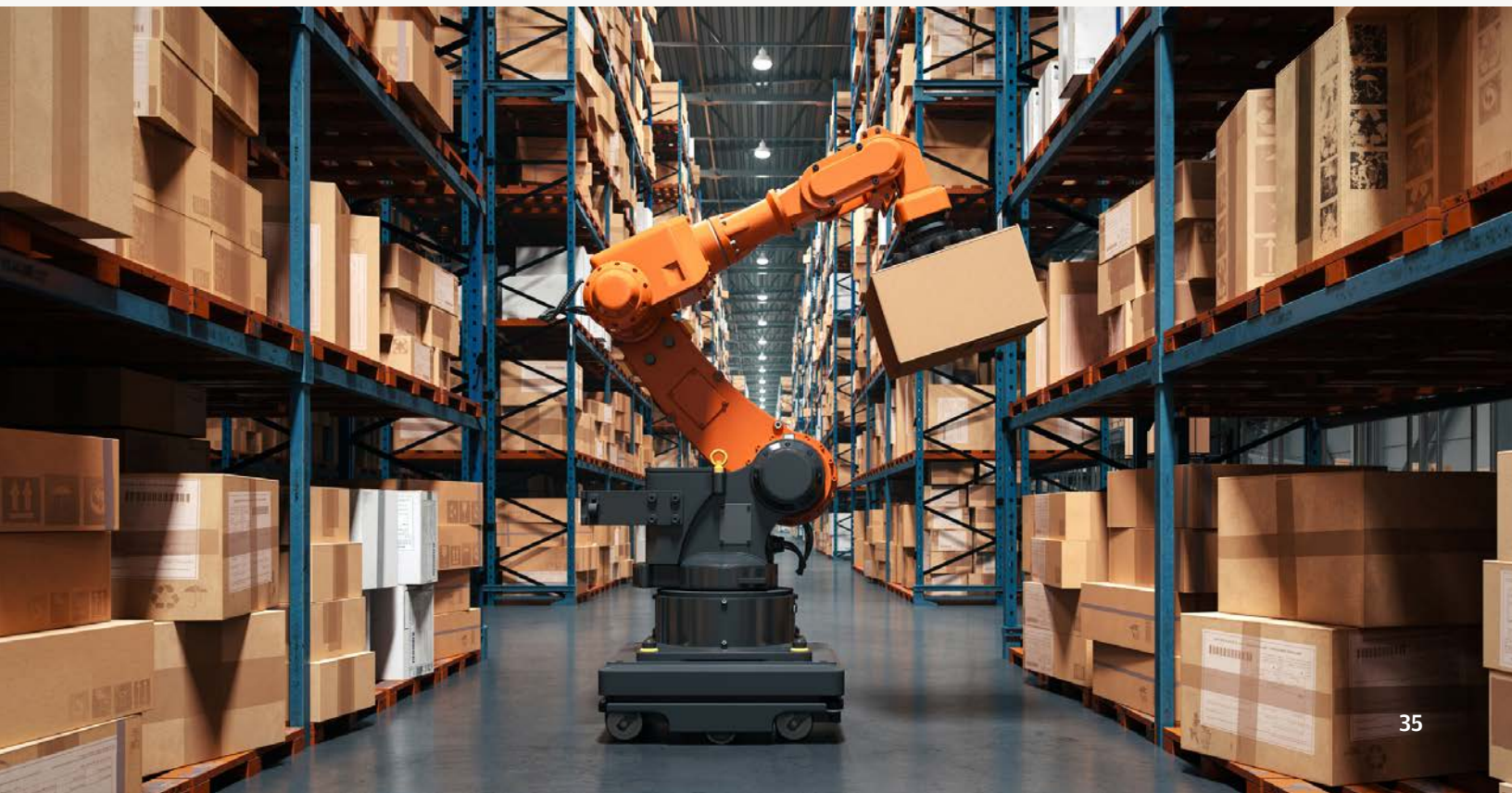
O fenômeno vai além da China. O preço de vestuário importado pelos EUA da China e da América Latina, por exemplo, caiu em 2025.⁵⁴ A dinâmica competitiva global pode superar as pressões tarifárias.

⁵¹ J. Scott Davis e Brendan Kelly, “Excesso de capacidade na manufatura chinesa impulsiona produção, temores de estagnação”, Federal Reserve Bank of Dallas, 30 de dezembro de 2025.

⁵² National Bureau of Statistics of China, “Producer Price Index”, 28 de fevereiro de 2026.

⁵³ Banco Central Europeu, “Boletim Econômico do BCE”, julho de 2025.

⁵⁴ U.S. Bureau of Labor Statistics, “Import Price Index by Origin”, dezembro de 2025.



Implicações para investimentos

Manter o poder de compra é um objetivo central para muitos investidores e famílias. Uma inflação mais alta torna esse objetivo mais difícil de ser alcançado. Ela corrói o patrimônio mais rapidamente, e está associada a uma correlação mais elevada entre ações e títulos, o que aumenta a fragilidade de um portfólio tradicional.

Um episódio inflacionário nos moldes dos anos de 1970 é possível, mas improvável. Há pouquíssimas evidências de uma espiral entre salários e preços no mercado de trabalho. No entanto, como mencionado, uma inflação mais alta pode se tornar entrincheirada. As taxas de caixa e de títulos de curto prazo mal compensam – e isso antes dos impostos. Para administrar esse risco persistente e muitas vezes silencioso, sugerimos quatro ações:

◇ Planeje com intenção

Um ambiente de inflação mais alta exige a definição clara de objetivos e a elaboração intencional de uma alocação de ativos para atingi-los, levando em conta fluxos de caixa e impostos. O primeiro passo: compreender como diferentes cenários de inflação e mercado podem impactar os valores futuros do portfólio.

A situação de cada família é única, por isso é fundamental testar seus objetivos sob uma variedade de cenários de mercado. A partir daí, mapear pontos de decisão e sequenciar possíveis ações pode ajudar a garantir que o patrimônio não apenas seja preservado em termos reais, mas também seja direcionado de forma eficaz para os objetivos para os quais foi construído.

◇ Considere ações ligadas a commodities, infraestrutura e imóveis

Os preços das commodities são preços de insumos e tendem a apresentar retornos robustos quando a inflação está em alta.⁵⁵ Por extensão, as ações de produtores e transportadores de commodities também tendem a superar o mercado em períodos de inflação.

Atualmente, o setor de recursos naturais é especialmente interessante, em parte porque os investimentos em capital mal superaram a inflação na última década. A oferta futura provavelmente será limitada. Uma cesta de ações ligadas a recursos naturais que acompanhamos atualmente oferece um retorno total ao acionista de quase 5,5%. Seu múltiplo P/L está bem abaixo do mercado amplo.

A infraestrutura global tem sido uma classe de ativos subestimada, embora historicamente tenha proporcionado retornos anualizados de 8%-12% sob diferentes regimes inflacionários.⁵⁶ Um fator-chave: fluxos de caixa contratuais de longo prazo e resilientes à inflação. Atualmente, o setor de energia representa quase 60% do índice de referência,⁵⁷ que, há dez anos, era 20%. Embora os fluxos para fundos de infraestrutura tenham aumentado recentemente, o setor ainda é subinvestido. Quase 80% dos family offices que pesquisamos recentemente disseram não ter exposição ao segmento,⁵⁸ e o mesmo vale para 86% dos clientes do Private Bank nos EUA.⁵⁹

O mercado imobiliário global pode servir como outro hedge contra a inflação, por meio de cláusulas de reajuste de aluguel e revisões frequentes de contratos. Esses mecanismos ajudam a preservar a renda à medida que os valores dos imóveis sobem junto com o custo da terra, da mão de obra e dos materiais.⁶⁰ Vemos sinais iniciais de recuperação no segmento imobiliário core após um período prolongado de queda.

Acreditamos que, em conjunto, esses ativos reais podem compor até 5% de um portfólio total.

⁵⁵ Ari Levine, Yao Hua Ooi e Matthew Richardson, "Commodities for the Long Run", National Bureau of Economic Research, novembro de 2016.

⁵⁶ MSCI, Bloomberg, dados disponíveis até junho de 2025.

⁵⁷ MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset Index.

⁵⁸ J.P. Morgan Private Bank, "2026 Global Family Office Report", fevereiro de 2026.

⁵⁹ Para portfólios de clientes com valor mínimo de US\$ 5 milhões.

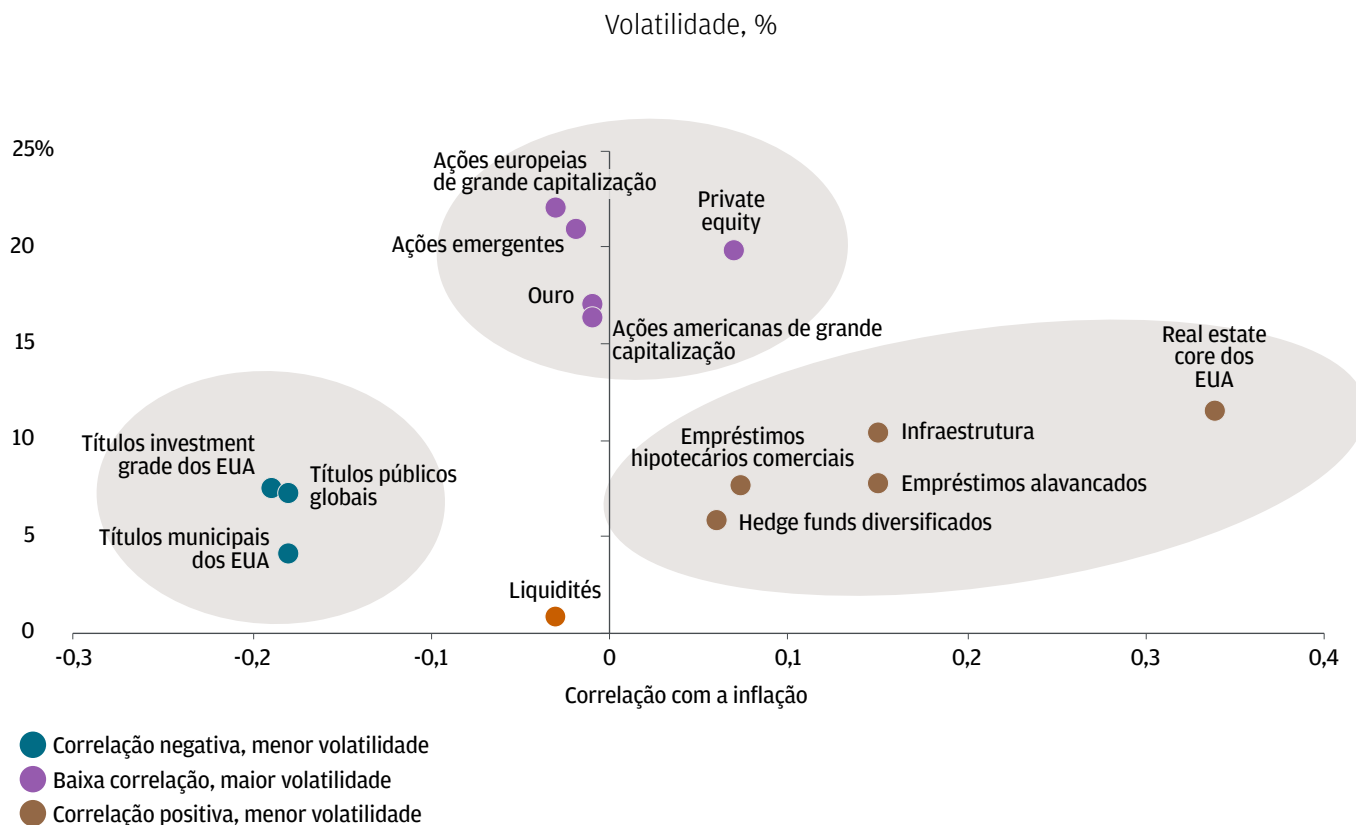
⁶⁰ Martin Hoesli, Jan Muckenaupt e Bing Zhu, "Imóveis listados como proteção contra inflação em diferentes regimes", Journal of Real Estate Finance and Economics, outubro de 2023.



◇ **Foque em estratégias de hedge funds e alternativas líquidas menos correlacionadas**

Acreditamos que estratégias de hedge funds - como valor relativo e macro - podem ajudar a reduzir o risco global do portfólio devido à sua baixa correlação tanto com ações quanto com títulos. Certas alternativas líquidas oferecem estratégias ativas semelhantes. Hedge funds macro mostraram resiliência em 2022, quando ações e títulos sofreram perdas significativas. Segundo nossos dados, clientes do Private Bank nos EUA geralmente têm baixa alocação nesse ativo: 94% não possuem hedge funds em seus portfólios.⁶¹

PROTEÇÃO CONTRA A INFLAÇÃO: O PAPEL DE COMMODITIES, ATIVOS REAIS E ALTERNATIVOS

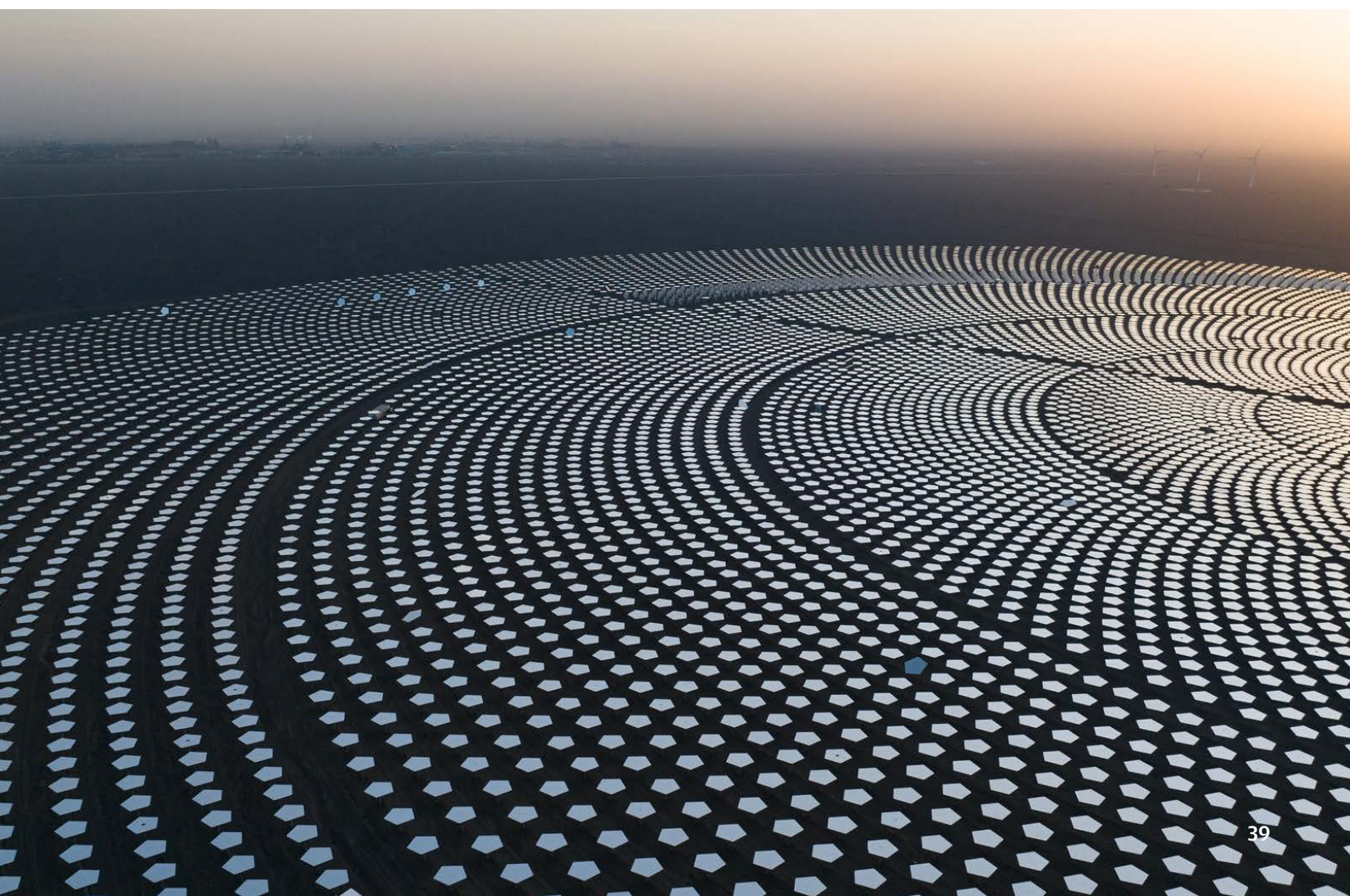


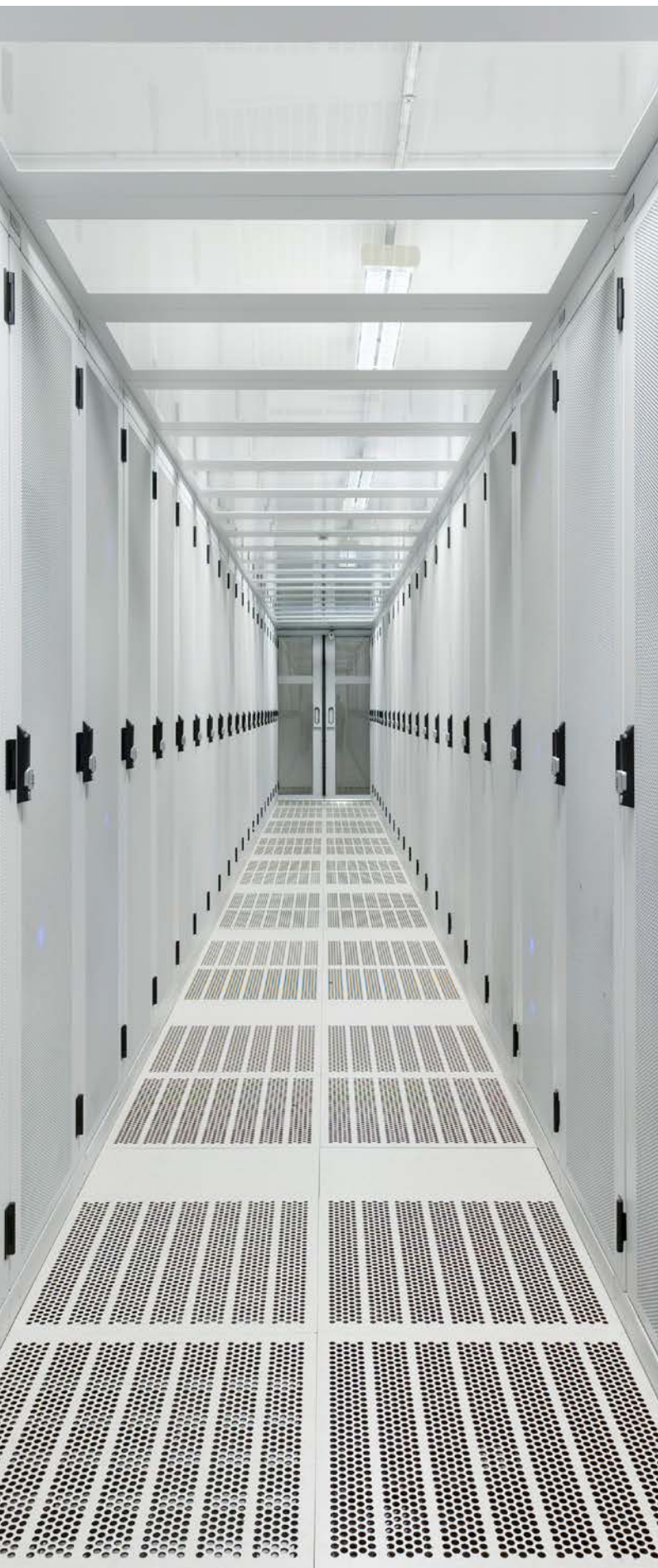
Fonte: J.P. Morgan Asset Management Long-Term Capital Market Assumptions. Dados de 30 de setembro de 2025.

⁶¹ Para portfólios de clientes com valor mínimo de US\$ 5 milhões.

Parte 3

Inteligência artificial: Não subestime o superciclo nem seu potencial desinflacionário





A inteligência artificial pode se revelar uma força desinflacionária poderosa, pois reduz o custo da expertise e oferece o potencial de aumentar a produção econômica sem a necessidade de trabalho humano adicional.

No entanto, o potencial da IA para gerar um boom desinflacionário está atualmente ofuscado por narrativas mais pessimistas.

Os modelos de IA continuam avançando, as projeções de investimentos das empresas em data centers dispararam e as avaliações de companhias privadas se expandem. Mas o discurso predominante entre participantes de mercado está focado em dois possíveis riscos que chamamos de “cenários maximalistas de IA”: ela poderia prejudicar a economia ao substituir rapidamente a mão de obra, levando ao aumento do desemprego; e poderia pressionar o mercado acionário ao desestabilizar os modelos de negócios de empresas estabelecidas.

Aqueles que esperam cenários maximalistas de IA visualizam claramente o que pode dar errado: nada menos que dificuldades econômicas comparáveis à crise financeira global e à Grande Depressão. Os investidores também provavelmente terão de lidar, nos próximos trimestres, com o que podem ser três dos maiores IPOs da história, todos no ecossistema de IA.

Até agora, em 2026, a maioria dos observadores tem se concentrado no que pode dar errado com a IA. Acreditamos que investidores de longo prazo serão recompensados por se posicionarem para o que pode dar certo.

A história econômica e de mercado está repleta de exemplos de tarefas empresariais e laborais substituídas por tecnologia. Apesar de tudo, a inovação aumentou o potencial da economia, o padrão de vida das famílias, o poder de geração de lucros das empresas e as avaliações das ações. Os investidores subestimam o cenário mais positivo para ativos de risco, no qual os mercados identificam e recompensam os beneficiários da produtividade induzida pela IA, enquanto a economia faz a transição em um ritmo que permite uma redistribuição ordenada dos empregos pelo mercado de trabalho.

O que pode dar errado?

1.

A IA pode devastar o mercado de trabalho

Uma das maiores preocupações de vozes influentes no mercado é que a IA está prestes a substituir a mão de obra. O CEO da Anthropic, por exemplo, alertou que a IA poderia eliminar metade das vagas de entrada em trabalhos administrativos (serviço) nos Estados Unidos nos próximos cinco anos, elevando a taxa de desemprego para 10%-20%⁶² – o que representaria de 10 a 25 milhões de empregos perdidos, sem nenhum ganho de empregos para compensar.⁶³

A obsolescência do trabalho nessa escala seria uma catástrofe econômica. A taxa de desemprego nos EUA atingiu um pico de 25% durante a Grande Depressão e só superou 10% duas vezes no pós-guerra.⁶⁴

Vemos evidências crescentes de que, à medida que o desempenho dos modelos melhora rapidamente, a IA pode substituir muitas tarefas. A era agentiva, em que ferramentas de IA podem concluir tarefas de forma autônoma, parece estar chegando. Um dos modelos mais recentes da Anthropic, o Opus 4.6, consegue executar tarefas complexas e iterativas que exigiriam mais de 12 horas de um especialista humano. Há poucos meses, em dezembro de 2025, o principal modelo de IA não conseguia concluir tarefas de 6 horas.⁶⁵

O Claude Code gerou impressionantes US\$ 6 bilhões em receita anualizada para a Anthropic apenas em fevereiro de 2026.⁶⁶ A C.H. Robinson (empresa de logística rodoviária) utiliza agentes de IA que entregam cotações de preço em 30 segundos, tarefa que antes levava 15 minutos para funcionários humanos. Uma pesquisa recente mostrou que 88% dos executivos entrevistados disseram que suas empresas estavam testando ou ampliando o uso de agentes autônomos de IA.⁶⁷

O quadro de funcionários da Microsoft atingiu o pico em 2022 e caiu 6% desde então. Pesquisas da Challenger, Grey & Christmas sugerem que a IA foi responsável por quase 55.000 demissões nos EUA em 2025.⁶⁸ Amazon, UPS, Salesforce, Workday, IBM e PayPal citaram a inteligência artificial como motivo central para demissões no último ano.

O escopo do potencial de disrupção é claro. Estudos econômicos e pesquisas setoriais mostram que profissionais de apoio administrativo e de escritório (mais de 21 milhões de trabalhadores), vendedores (mais de 13 milhões), profissionais de operações de negócios e finanças (oito a nove milhões) e atendentes de call center (três milhões) realizam tarefas mais suscetíveis à automação por IA.⁶⁹

Assim como em muitas outras transições tecnológicas e econômicas, a adoção da IA pode impor dificuldades reais às pessoas cujos empregos forem automatizados.

⁶² Mike Allen e Jim VandeHei, "Behind the Curtain: A white-collar bloodbath", Axios, 28 de maio de 2025.

⁶³ Supondo que o tamanho da força de trabalho permaneça constante.

⁶⁴ U.S. Bureau of Labor Statistics, março de 2026.

⁶⁵ METR, "Task-Completion Time Horizons of Frontier AI Models", 31 de março de 2026. Ao tentar uma tarefa que levaria duas horas para um especialista humano, Claude consegue completá-la 80% das vezes. Essa taxa de sucesso cai para 50% quando Claude tenta tarefas mais complexas que levariam 12 horas para um especialista humano. Em outras palavras, se você precisa que a IA complete uma tarefa 99% das vezes, essa tarefa terá que ser bastante simples, medida pelo tempo de um especialista humano.

⁶⁶ Shirin Ghaffary, "Anthropic Nears \$20 Billion Revenue Run Rate Amid Pentagon Feud", Bloomberg Finance L.P., 3 de março de 2026. Claude Code permite aos usuários escrever código em linguagem natural.

⁶⁷ PwC, "AI Agent Survey", maio de 2025.

⁶⁸ Challenger, Grey & Christmas, dezembro de 2025.

⁶⁹ Organização Internacional do Trabalho, "Research Brief", fevereiro de 2026.

O que pode dar errado?

2. A IA pode desestabilizar modelos de negócios existentes mais rápido do que o previsto

Os mercados de trabalho também podem sofrer impactos secundários decorrentes da disrupção dos modelos de negócios corporativos pela IA. Participantes do mercado acreditam ter identificado o setor mais vulnerável: o de software legado (sistemas antigos que ainda estão em uso) como serviço (SaaS). Muitas empresas de SaaS são acompanhadas pelo Índice S&P Expanded Technology Software (IGV).

Notavelmente, cerca de metade das ações do índice estão mais de 50% abaixo de suas máximas históricas. Só neste ano, a cesta de ações do J.P. Morgan Securities vistas como vulnerável à disrupção da IA caiu quase 20% em valor.

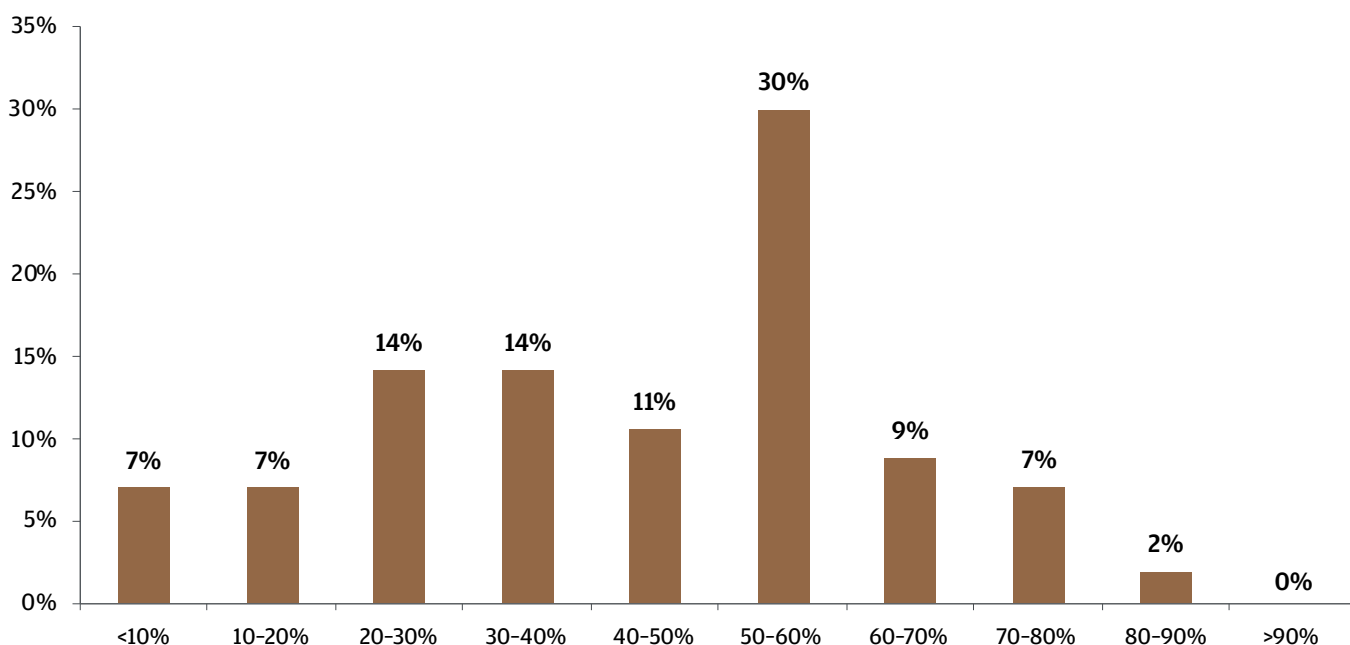
O setor de software legado enfrenta as consequências do excesso de contratações durante o boom da COVID-19, de juros mais altos e da disrupção contínua da IA no modelo de assinaturas (pagamento por usuário). A empresa mediana do IGV apresenta margem operacional GAAP de apenas 4%.

Quase 4,5 milhões de pessoas trabalham em engenharia de software e quase 50 milhões em desenvolvimento de software no mundo todo.⁷⁰ Esses profissionais podem ser os primeiros a sentir as consequências dos avanços da IA.

Como já mencionamos, as ferramentas de IA ameaçam o modelo de assinaturas que antes tornava as empresas de SaaS tão atraentes para investidores. Primeiro, a IA pode potencialmente reduzir o número de funcionários necessários para executar tarefas que exigem uma licença de software por assinatura. Segundo, as próprias ferramentas de IA podem realizar essas tarefas.⁷¹ Algumas empresas de software podem se recuperar. Mas, por ora, o setor serve como mais um lembrete dos riscos e recompensas de posições concentradas em ações.

SOFTWARE: PERDAS EXPRESSIVAS POR BAIXO DA SUPERFÍCIE

Participação dos membros do índice IGV por queda em relação ao topo histórico, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados de 20 de abril de 2026.

⁷⁰ Bureau of Labor Statistics e SlashData, 31 de dezembro de 2025.

⁷¹ Por exemplo, a empresa SaaS legada ServiceNow fornece um clearinghouse para fluxos de trabalho de TI de uma organização: redefinição de senha, login remoto em laptop, integração de novos funcionários. Uma ferramenta de IA poderia cobrar por resultado, e não (como ocorre atualmente) por usuário.

O impacto da IA no mercado de private equity e private credit

Os mercados de crédito e private equity também parecem vulneráveis. O mercado de direct lending tem cerca de 21% de exposição ao setor de software, percentual que sobe para aproximadamente 40% quando se incluem tomadores de tecnologia e serviços empresariais.⁷² A tecnologia representa cerca de 30% dos portfólios globais de buyout em private equity e quase metade dos portfólios de venture capital.⁷³

Até o momento, não se observou aumento de inadimplência, mas os mercados já mostram sinais de estresse. Empresas de desenvolvimento de negócios (BDCs) de capital aberto caíram para níveis próximos aos mínimos do ciclo anterior,⁷⁴ os spreads de empréstimos alavancados em software se ampliaram e gestoras de ativos alternativos listadas em bolsa perderam mais de 20% no ano até o momento em que este texto foi escrito. O sentimento deteriorado e a normalização dos yields em direct lending levaram a um ritmo acima da média de resgates em BDCs de crédito privado não negociados em bolsa.

Quão grave pode ser a situação para software e crédito privado? As taxas de inadimplência de empréstimos alavancados (no índice) atingiram 13% durante a crise financeira global. Se as taxas de default em software chegarem a 15%, e os valores de recuperação forem de apenas 40%, as perdas em crédito privado podem chegar a 2% (não alavancado).⁷⁵ Incluindo alavancagem de portfólio, as perdas podem totalizar 4%, com um yield inicial de cerca de 9%.⁷⁶

Se o crédito privado lastreado em software enfrentar estresse dessa magnitude, o valor das empresas de software de capital fechado seria ainda mais prejudicado.

Alguns participantes de mercado temem que o estresse no crédito possa se espalhar além do setor de software. Por ora, o estresse em crédito privado parece concentrado em tomadores menores (EBITDA de US\$ 25 milhões a US\$ 50 milhões) e setores específicos (varejo, automóveis).⁷⁷

No software, os defaults podem aumentar em um horizonte de três a cinco anos à medida que a disrupção da IA se espalha, mas o impacto será desigual – plataformas de uso crítico, integradas e baseadas em uso devem ser mais resilientes do que ferramentas genéricas, facilmente substituíveis ou modelos de assinatura por usuário. Fundamentalmente, não acreditamos que essas áreas de estresse representem risco sistêmico: o crédito privado responde por apenas cerca de 9% do endividamento corporativo total e as interligações com bancos permanecem modestas. Ainda assim, é razoável esperar algum contágio nos mercados de dívida de forma mais ampla.

⁷² J.P. Morgan Global Alternative Investment Solutions; Goldman Sachs; J.P. Morgan Securities Credit Research, fevereiro de 2026.

⁷³ MSCI Global, 30 de setembro de 2025.

⁷⁴ Na métrica comumente aplicada pelo mercado para BDCs, o desconto preço/NAV foi de 17%. Essa métrica de avaliação mede a diferença entre o preço de mercado da ação e o preço por ação (NAV), sugerindo que os investidores estão comprando ativos do fundo por menos do que seu valor reportado.

⁷⁵ JPM Investment Bank North America Credit Research, "Default Monitor", abril de 2026.

⁷⁶ Assume uma suposição simplificada de uma volta de alavancagem no nível do portfólio. Federal Reserve Board; Preqin; PitchBook; Empirical Research Partners Analysis, março de 2026.

⁷⁷ Proskauer; J.P. Morgan Global Alternative Investment Solutions, fevereiro de 2026.

Mega techs enfrentam uma nova era de ceticismo

Ao mesmo tempo, muitos investidores temem que o perfil das empresas de tecnologia de mega capitalização esteja mudando de forma permanente. Os hyperscalers⁷⁸ atualmente têm fluxo de caixa suficiente para financiar a construção intensiva de data centers. Mas isso também está mudando rapidamente.⁷⁹

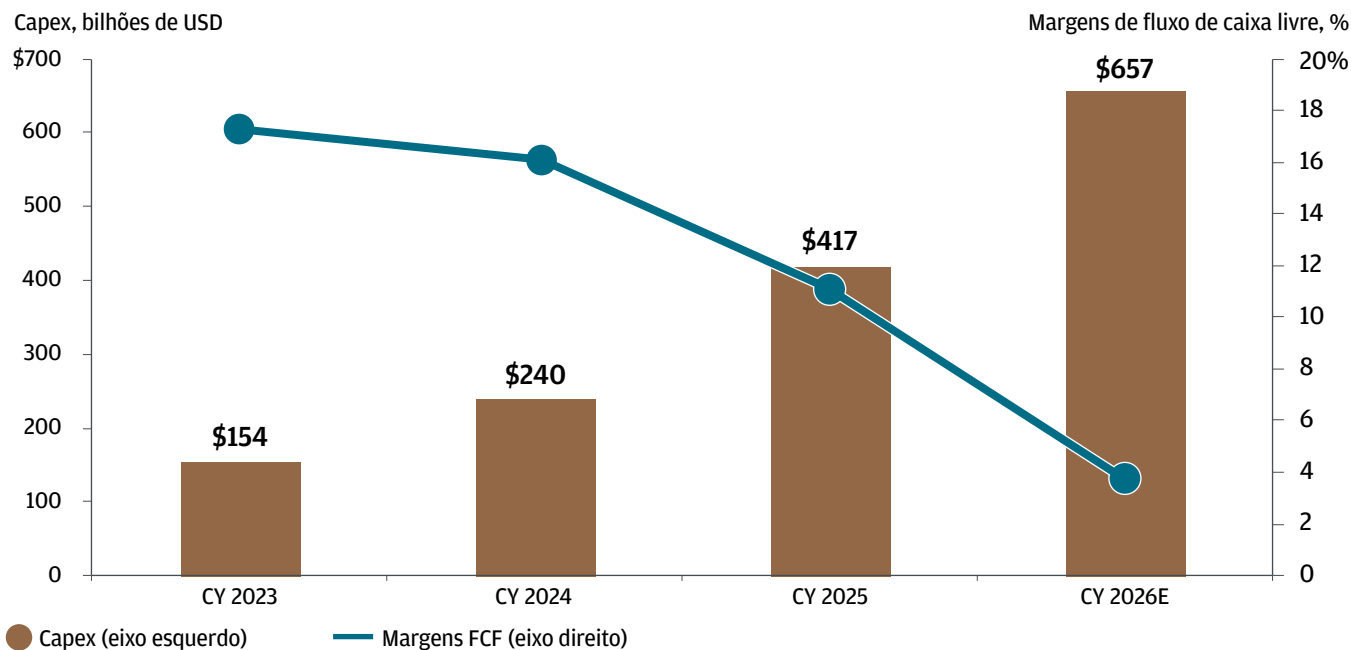
Alguns investidores temem que os investimentos dos hyperscalers em ativos pesados estejam alterando permanentemente as características que tornaram essas empresas tão atraentes. Os líderes dos hyperscalers acreditam claramente que a IA atual – incluindo ferramentas de workflow agentic para empresas e ferramentas de produtividade para consumidores sustentadas por publicidade – oferece oportunidades de receita que justificam os custos.

O mercado, porém, está descontando esse futuro de forma mais acentuada.

O fluxo de caixa livre dos hyperscalers atingiu o pico em 2024, em quase US\$ 240 bilhões, e deve cair para US\$ 73 bilhões até o fim de 2026. O P/L projetado da Microsoft caiu de um pico de 35x na era da IA para 22,5x atualmente. Além disso, a compressão dos múltiplos dos líderes de mega capitalização (não apenas dos hyperscalers) tem sido associada ao aumento do endividamento e à possível redução de programas de recompra de ações e pagamento de dividendos. O yield de fluxo de caixa livre agregado dos hyperscalers deve cair para menos de 4% – ante 18% em 2023.

Por anos, investidores justificaram as altas avaliações dos líderes de mega cap apontando para baixa alavancagem, altos índices de distribuição (dividendos e recompra), modelos operacionais asset-light e margens amplas. O superciclo de investimentos em IA desafia essas premissas.

HYPERSCALERS ESTÃO REDUZINDO SEU FLUXO DE CAIXA



Fonte: FactSet. Dados de 20 de abril de 2026.

⁷⁸ Hyperscalers são provedores de serviços em nuvem capazes de entregar recursos computacionais em escala e velocidade que suportam as maiores empresas e serviços de internet globalmente. Os cinco principais hyperscalers são Microsoft, Meta, Oracle, Google e Amazon. Outros incluem Alibaba, Apple, IBM, ByteDance e CoreWeave.

⁷⁹ Por exemplo, a Microsoft está programada para concluir o data center mais poderoso do mundo até setembro de 2027. O local, em Mount Pleasant, Wisconsin, deve custar pouco mais de US\$ 100 bilhões em dólares de 2025, consumirá mais energia do que toda a cidade de Los Angeles e abrigará 5,2 milhões de GPUs equivalentes H100.

O que pode dar errado?

3.

IPOs podem marcar o topo do ciclo

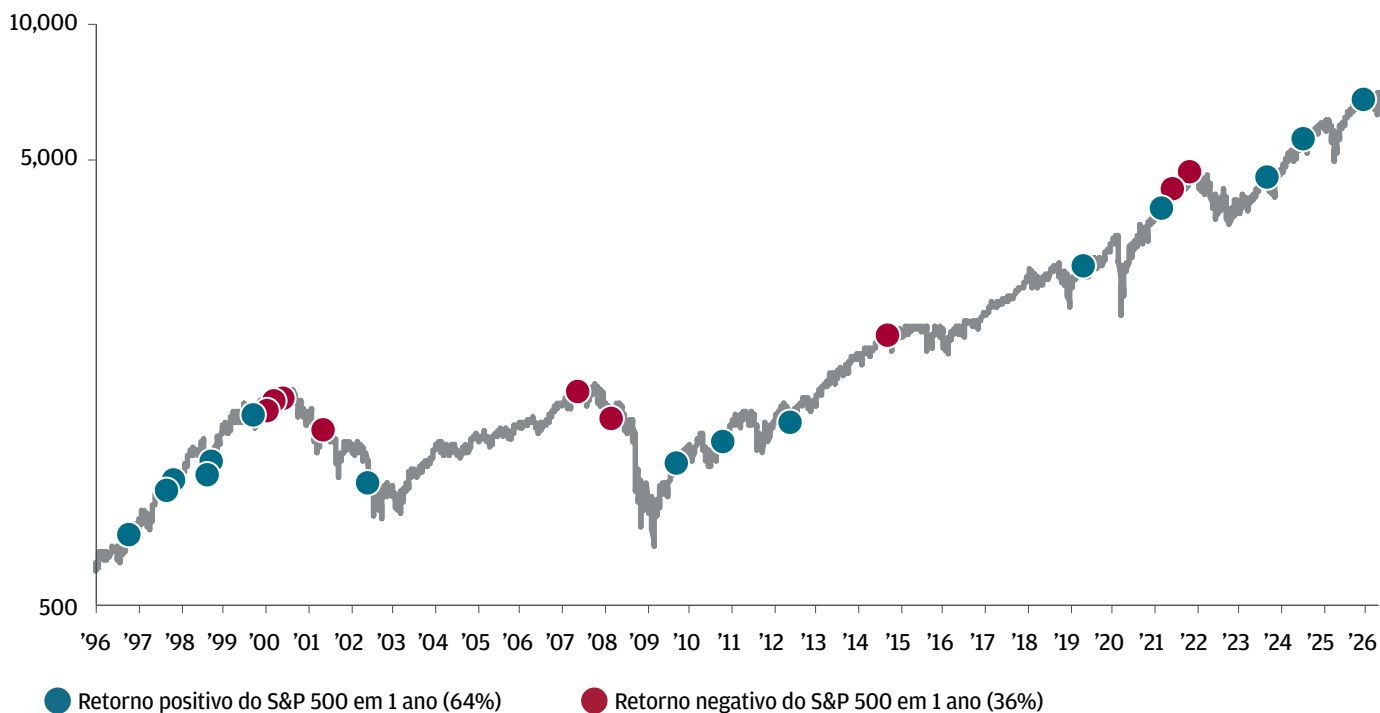
Talvez o teste mais rigoroso até agora para o futuro da IA como tema de investimento seja o calendário de IPOs que se aproxima. Em algum momento deste verão, a SpaceX, conhecida por suas ambições de colocar data centers no espaço, quase certamente fará a maior oferta pública inicial da história. Mercados de previsão atribuem 50% de chance de a Anthropic abrir capital antes de 2027 e 33% de chance para um IPO da OpenAI.⁸⁰ Se o mercado validar as avaliações do mercado privado, e até superá-las, isso provavelmente reforçará a confiança nos investimentos em infraestrutura de IA. No entanto, o histórico recente de IPOs de grande porte traz sinais preocupantes.⁸¹

Historicamente, o aumento da atividade de ofertas está associado a picos de preços das ações. Em 2007, IPOs, ofertas secundárias e operações de private equity e venture capital somaram 4,5% do valor de mercado das ações americanas, o maior percentual já registrado. Um ano depois, os investidores enfrentaram a crise financeira global de 2008 – o pior ano para as ações desde a década de 1930.

Da mesma forma, em 2021, as emissões e operações novamente superaram 4% do valor de mercado das ações dos EUA. Em 2022, o mercado teve de lidar com o choque de alta de juros do Fed e o choque energético decorrente da invasão da Ucrânia pela Rússia. O retorno anual das ações caiu 20%.

IPOS DE GRANDE PORTE SINALIZAM PICOS DE MERCADO?

O S&P 500 com as 25 maiores IPOs, escala logarítmica



Fonte: Renaissance Capital, Bloomberg Finance L.P. Dados de 20 de abril de 2026.

⁸⁰ Mercados de previsão são plataformas de troca onde participantes compram e vendem contratos baseados no resultado de eventos futuros, como eleições, dados econômicos e esportes, refletindo expectativas coletivas sobre probabilidades.

⁸¹ Esta seção baseia-se em pesquisas de Michael Goldstein e da equipe da Empirical Research Partners.

INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL: NÃO SUBESTIME O SUPERCICLO NEM SEU POTENCIAL DESINFLACIONÁRIO

O desempenho das ações nos primeiros dias após o IPO também oferece uma visão sobre possíveis excessos. Contrariando a intuição, retornos muito fortes no primeiro dia de grandes IPOs podem ser um sinal negativo para o mercado como um todo.

Durante a bolha pontocom (dotcom) do final dos anos de 1990 e novamente em 2021, os retornos médios no primeiro dia de IPOs chegaram a cerca de 50%. Em 2025, o mercado viveu um pequeno renascimento nas atividades de mercado de capitais: os retornos no primeiro dia de IPOs atingiram 35%.

A história mostra que, quando grandes empresas abrem capital, isso pode sinalizar um mercado acionário próximo do topo. Essas ações recém-listadas tendem a ter desempenho inferior posteriormente. Considerando 18 dos 25 maiores IPOs da história dos EUA (com dados completos de preços), a mediana dessas ações ficou 30% abaixo do S&P 500 em seu primeiro ano de negociação. Doze das 18 caíram no primeiro ano em bolsa. O retorno mediano do S&P 500 nos anos seguintes a mega-IPOs foi de apenas 3% – bem abaixo da média histórica do índice (quase 10%).

Em resumo: 36% desses 25 maiores IPOs sinalizaram retorno negativo para o índice no ano seguinte.

Estaremos atentos à demanda e à reação do mercado aos IPOs da SpaceX e de outros para avaliar o sentimento de risco e o ambiente de avaliação atuais.



O que pode dar certo?

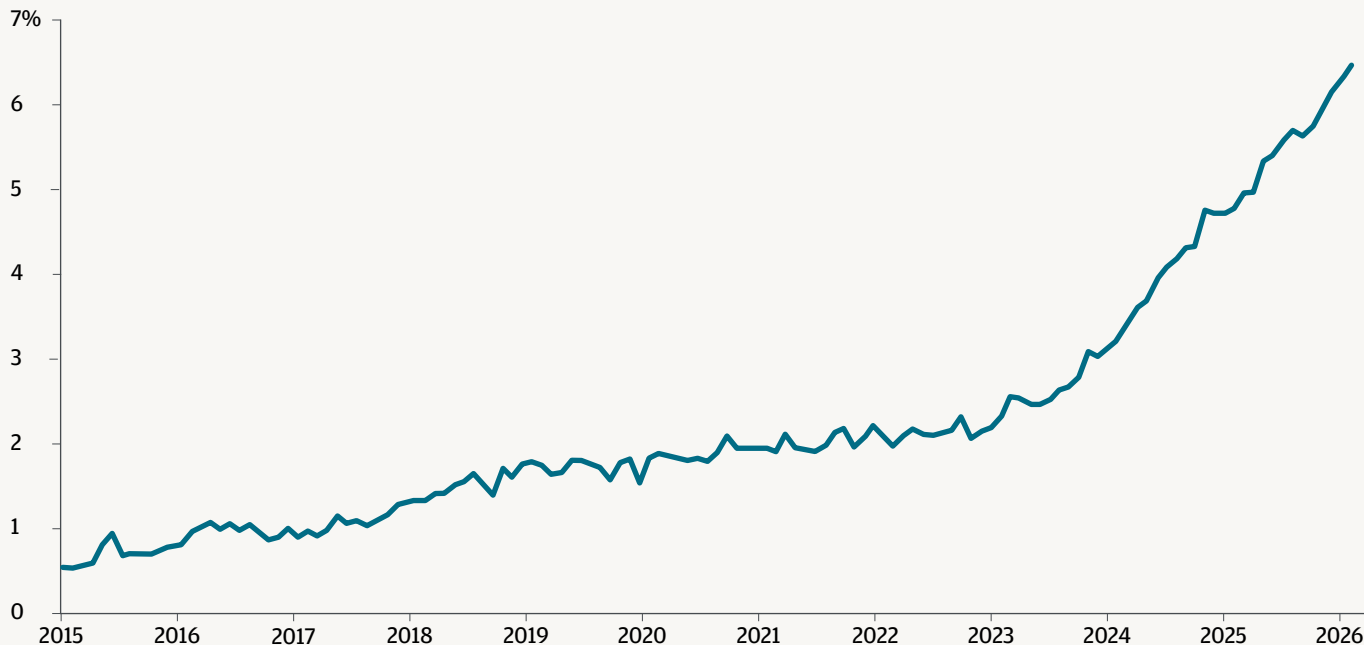
1. O ciclo de investimentos em IA pode continuar impulsionando a expansão

Em 2025, os investimentos em IA impulsionaram o crescimento econômico global. O PIB de Taiwan cresceu mais de 7%, o ritmo mais rápido desde 2010 (no quarto trimestre, a taxa anualizada superou 12,5%), e as exportações atingiram o recorde de US\$ 640 bilhões.⁸² A TSMC, responsável pela produção da vasta maioria dos chips da Nvidia Corp., contribuiu com 5%-6% do PIB de Taiwan em 2025.⁸³ As exportações da Coreia do Sul superaram US\$ 700 bilhões pela primeira vez em 2025, sendo um quarto desse total proveniente de semicondutores.⁸⁴

Após o ajuste das importações, os investimentos em IA adicionaram 25 bps ao crescimento real do PIB dos EUA no primeiro semestre do ano passado.⁸⁵ No quarto trimestre de 2025, os investimentos de empresas privadas em fabricantes de equipamentos de informática e pessoais cresceram 75% em relação ao ano anterior. A construção de data centers quase quadruplicou como proporção da atividade total de construção não residencial desde 2022.⁸⁶

A CONSTRUÇÃO DE DATA CENTERS SEGUE EM EXPANSÃO

Gastos com construção de data centers como parcela do total de construção não residencial, %



Fonte: U.S. Census Bureau, Haver Analytics. Dados de 31 de janeiro de 2026.

⁸² Diretoria-Geral de Orçamento de Taiwan, "Contabilidade e Estatísticas", dezembro de 2025.

⁸³ Gary Chen, "Silicon shield to 'global TSMC'", Taipei Times, 10 de março de 2026.

⁸⁴ Banco da Coreia, dezembro de 2025.

⁸⁵ Natixis Investment Managers, "Por que o gasto com IA não é realmente o único motor de crescimento", 5 de novembro de 2025.

⁸⁶ U.S. Census Bureau, janeiro de 2026.

Tudo indica que o ciclo de investimentos em IA pode continuar ao longo de 2026. Após a temporada de resultados do quarto trimestre (janeiro e fevereiro de 2026), os cinco principais hyperscalers (Microsoft, Meta, Oracle, Google e Amazon) elevaram suas projeções de capex para 2026 em US\$ 130 bilhões. Analistas de Wall Street agora esperam que, juntos, eles invistam mais de US\$ 650 bilhões até o fim de 2026, a maior parte para expandir a capacidade da IA baseada em nuvem.

Até mesmo a Oracle – que tem sido alvo de escrutínio por parte de analistas de mercado por adotar uma estratégia de investimento financiada por dívida e capital próprio – recentemente reportou US\$ 30 bilhões de crescimento em sua carteira de pedidos, inteiramente provenientes de clientes que estão pagando por seus próprios GPUs.⁸⁷ A Oracle pode não precisar captar novos recursos para cumprir esses contratos.

O fluxo de caixa livre dos hyperscalers pode estar em declínio. Mas a receita bruta de suas operações em nuvem está acelerando, dando sinal verde para que as diretorias continuem a investir agressivamente em IA.

⁸⁷ GPUs são unidades de processamento gráfico, chips de computador especializados de alto desempenho que impulsionam o treinamento de modelos de IA. Ben Thomson, "Oracle Earnings, Oracle's Cloud Growth, Oracle's Software Defense", Stratechery, 11 de março de 2026.



INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL: NÃO SUBESTIME O SUPERCICLO NEM SEU POTENCIAL DESINFLACIONÁRIO

Três dados do mercado de trabalho reforçam a visão de que, até agora, o impacto da IA sobre o emprego foi limitado. Primeiro, uma análise recente do Fed de Dallas não encontrou correlação entre o crescimento salarial recente e a vulnerabilidade ocupacional à IA.⁹⁰ Segundo, as vagas para engenheiros de software aceleraram recentemente, apesar das evidências de que a programação é uma área em que a IA mais se aproxima do desempenho humano.⁹¹ Terceiro, apenas um quarto de um por cento das demissões no setor privado em 2025 foi atribuído à IA.⁹²

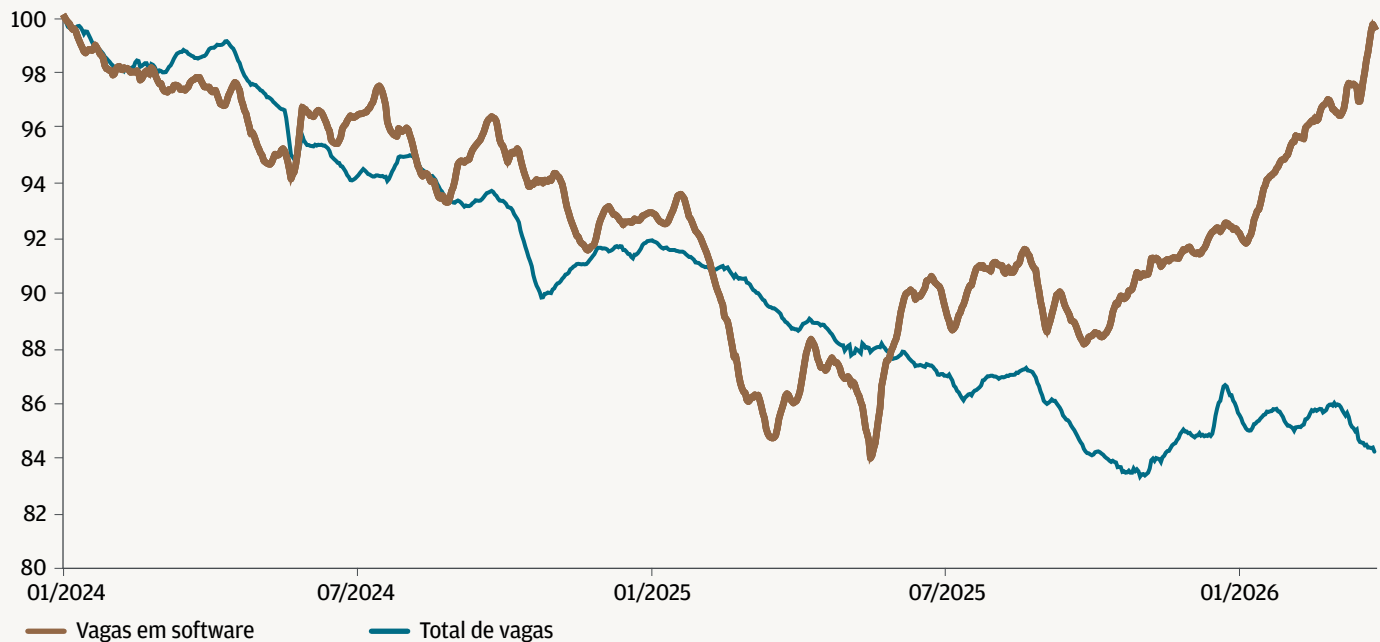
A automação do trabalho de escritório levará anos. Profissionais sabem raciocinar. Eles decidem o que fazer diante de instruções vagas ou incompletas.

Utilizam anos ou décadas de experiência, intuição social, inteligência emocional, reconhecimento de padrões e conhecimento institucional para decidir se devem pedir desculpas, solucionar problemas ou escalar uma questão. A integração plena da IA à economia também exigirá anos para construir a infraestrutura necessária e reduzir as fricções institucionais e regulatórias.

Essas evidências sustentam a ideia de que a IA tende a ser, no saldo, mais um catalisador de produtividade do que um destruidor de empregos.

A DEMANDA POR VAGAS EM SOFTWARE CRESCE ENQUANTO O MERCADO DE TRABALHO GERAL ENFRAQUECE

Vagas de emprego no Indeed, 1º de janeiro de 2024 = 100



Fontes: Indeed, Bloomberg Finance L.P. Dados de 27 de março de 2026.

⁹⁰ Scott Davis, "IA está simultaneamente auxiliando e substituindo trabalhadores, sugerem dados de salários", Federal Reserve Bank of Dallas, 24 de fevereiro de 2026.

⁹¹ Indeed, 27 de março de 2026.

⁹² Relatório JOLTS; Challenger, Grey & Christmas, dezembro de 2025.

O que pode dar certo?

2.

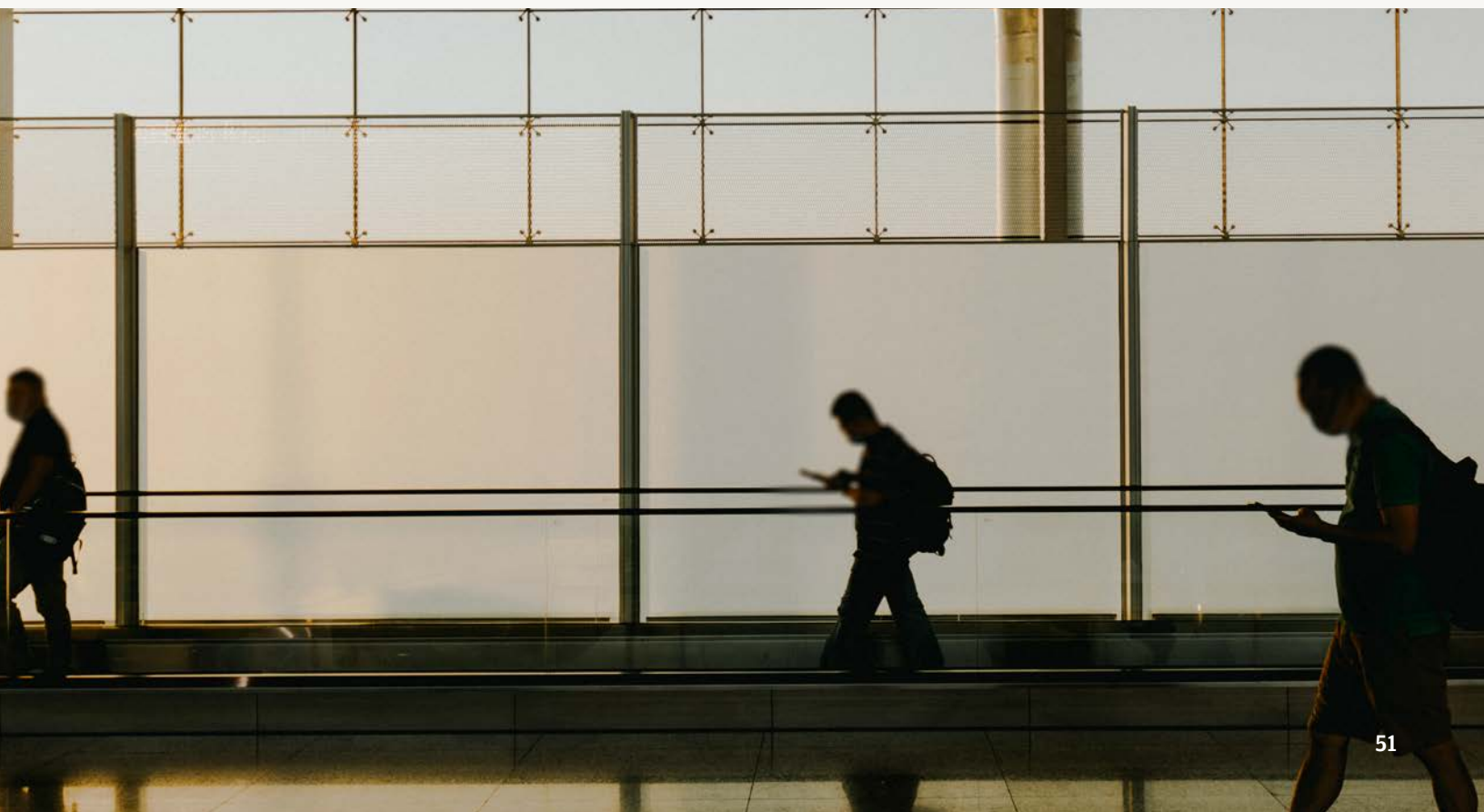
A IA pode gerar ganhos de produtividade e expansão de margens, sustentando as avaliações

As ferramentas de IA se destacam na automação de tarefas que permitem que trabalhadores e empresas sejam mais produtivos.

As margens das empresas do S&P 500 atingiram o recorde de 13,3% no quarto trimestre de 2025, e analistas esperam que avancem ainda mais, para 15,5%, até 2027. A adoção de IA provavelmente será parte fundamental dessa trajetória. Empresas que utilizam IA apresentaram margens médias maiores (17%) do que aquelas que não utilizam (13%) e vêm mostrando melhora mais rápida nas margens.⁹³ Manter essas margens dependerá de mais do que apenas adoção.

Empresas que conseguirem ir além da implementação da IA e fazer com que os funcionários realmente adotem a tecnologia – por meio de capacitação e uma transição transparente da força de trabalho – estarão mais bem posicionadas para entregar ganhos duradouros. A incorporação plena da tecnologia de IA tende a melhorar o perfil fundamental do negócio. Isso deve sustentar o poder de geração de lucros e as avaliações corporativas.

⁹³ J.P. Morgan Wealth Management Solutions e 22V, 1º de abril de 2026.



A agonia e o êxtase: ciclos catastróficos de destruição não são novidade em tecnologia

A disrupção inerente às transições tecnológicas é esperada e insuficiente para preocupar investidores de longo prazo e diversificados.

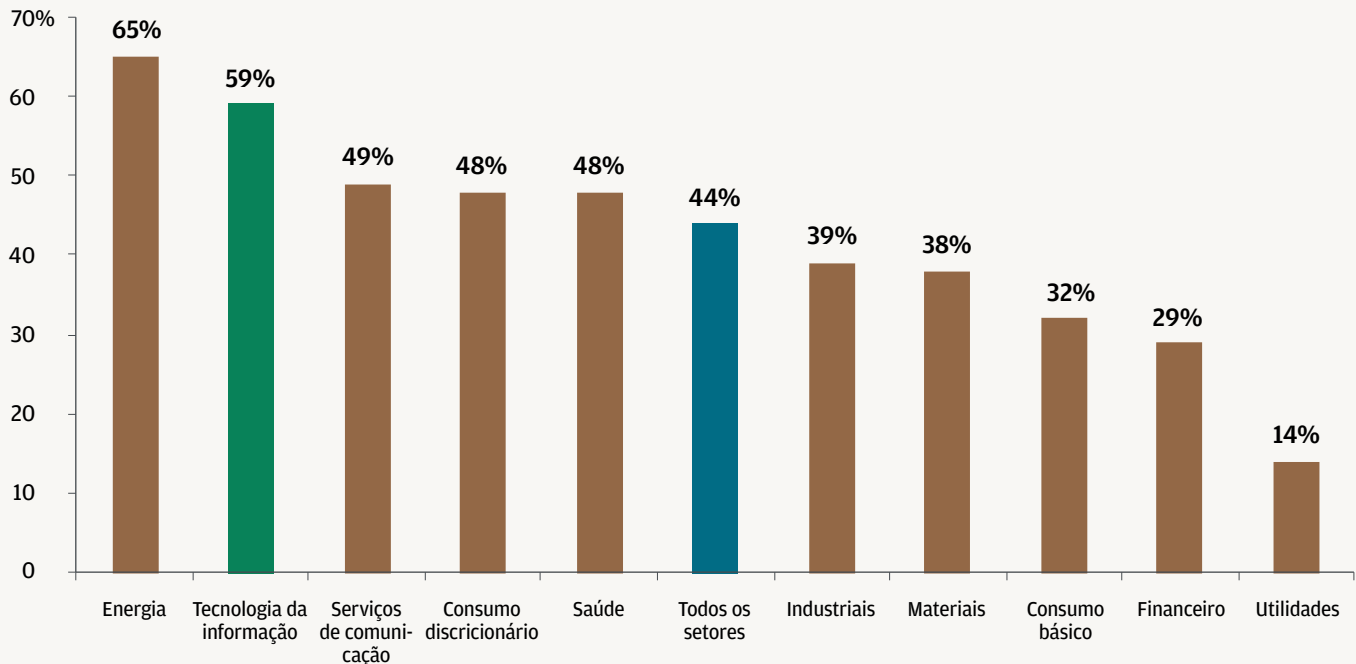
Quase 45% de todas as ações do Russell 3000 desde 1980 perderam 70% ou mais de seu valor máximo e nunca se recuperaram (o que definimos como perda catastrófica). O setor de tecnologia, de fato, é marcado por esse tipo de ciclo: a parcela de ações de tecnologia que sofreram perdas catastróficas historicamente é de 59%, considerando dados desde 1980.

Se o SaaS se juntar ao grupo de setores cujos modelos de negócios foram disruptados – como a primeira geração de mobile/telecom, o varejo físico ou jornais – os ganhos econômicos gerados por outras empresas beneficiadas pela mudança tecnológica provavelmente serão tão grandes que mais do que compensarão, do ponto de vista econômico, as perdas.

Desde 1980, as ações no decil superior de desempenho contribuíram por quase todo o retorno total do Russell 3000.

DESTRUIÇÃO CRIATIVA É UMA CARACTERÍSTICA DO INVESTIMENTO EM AÇÕES VIA ÍNDICES

Percentual total de empresas que sofreram “perda catastrófica” 1980-2020 por setor do S&P 500



Fontes: Michael Cembalest, The Agony & The Ecstasy report. FactSet, Bloomberg Finance L.P. J.P. Morgan Wealth Management. Dados de setembro de 2020. Nota: “Perda catastrófica” refere-se a uma queda de 70% em relação ao topo, não recuperada.

O que pode dar certo?

3.

A IA pode impulsionar a produtividade, permitindo juros e dívida/PIB mais baixos

No melhor cenário, a IA não apenas impulsiona a inovação, mas catalisa um boom desinflacionário sustentado pelo aumento da produtividade em toda a economia. Se a IA continuar se disseminando pela economia, pode aumentar a produtividade estrutural, reduzir o ritmo de crescimento dos custos unitários e conter as pressões inflacionárias subjacentes.

Embora não esperemos uma aceleração definitiva da produtividade vinda da IA antes do fim da década, o crescimento da produtividade do trabalho não agrícola nos EUA já pode estar se firmando. Após as últimas revisões, a produtividade do trabalho nos EUA cresce cerca de 3% ao ano.⁹⁴ Esse vigor elevou a média móvel de cinco anos para 2%, uma melhora significativa em re-lação ao ritmo de 1,5% do período pós-crise financeira global.

Assim, a inflação não precisaria cair dramaticamente para permitir que o Fed reduza os juros – bastaria que ela se tornasse menos volátil e menos sujeita a surpresas de alta. Nesse caso, os formuladores de política monetária poderiam manter as taxas em níveis mais baixos, reduzindo incertezas e prêmios de risco.

⁹⁴ U.S. Bureau of Labor Statistics, dezembro de 2025.



O principal canal pelo qual a IA pode conter a inflação é permitir que a produção por hora de trabalho cresça mais rápido do que a remuneração horária – mais produção por hora – mesmo com o crescimento salarial positivo. Em grande parte da economia, isso permitiria que as empresas atendessem à demanda sem precisar elevar preços para proteger margens.

Os membros do Fed estão cada vez mais atentos e explícitos sobre as conexões entre inovação, produtividade e seu duplo mandato (pleno emprego e estabilidade de preços). Além disso, agentes de IA que ampliam a capacidade produtiva da economia ajudam a combater os riscos que o envelhecimento populacional e políticas migratórias mais restritivas representam para os países desenvolvidos.

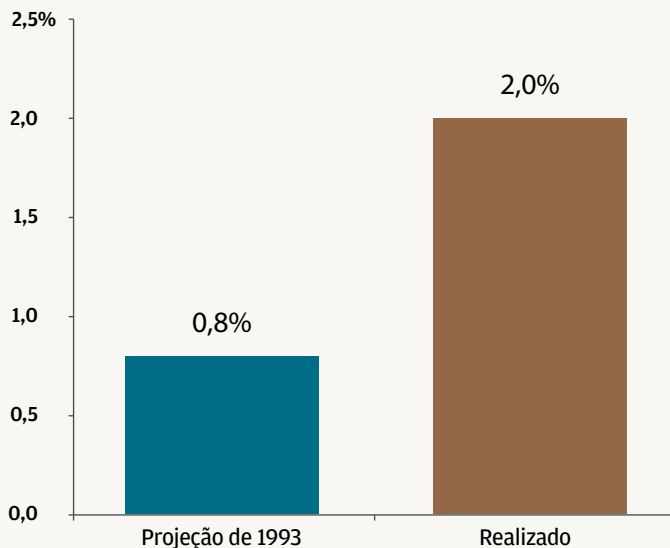
O segundo benefício da produtividade ampliada pela IA, e o segundo canal pelo qual ela pode conter a inflação, é fiscal. A relação dívida/PIB é amplamente determinada pela diferença entre a taxa de crescimento nominal da economia e o custo efetivo dos juros do governo, somada ao déficit primário. Uma produtividade mais alta eleva o crescimento real (e o PIB nominal), enquanto menor volatilidade inflacionária pode permitir uma trajetória de política monetária mais baixa ao longo do tempo.⁹⁵

Isso importa porque os Estados Unidos partem de uma base elevada de dívida: o Congressional Budget Office projeta que a dívida pública, equivalente a cerca de 100% do PIB em 2025, subirá para 118% do PIB até 2035, sob a legislação atual.⁹⁶ Mesmo avanços modestos e sustentados na produtividade tendencial poderiam mudar essa trajetória.⁹⁷

Um crescimento nominal mais forte também gera maior arrecadação tributária para o governo federal, melhorando sua cobertura de juros. O melhor paralelo histórico pode ser o boom de produtividade dos anos de 1990. Em 1993, as projeções apontavam para crescimento de produtividade de 0,8% e uma relação dívida/PIB de 61% em 2000. Em vez disso, impulsionados pelo computador pessoal e pela internet, os resultados reais no início do milênio foram crescimento de produtividade de 2,0% e dívida/PIB de 34%.

O BOOM DE PRODUTIVIDADE IMPULSIONADO PELA TECNOLOGIA DOS ANOS DE 1990 SUPEROU AS EXPECTATIVAS

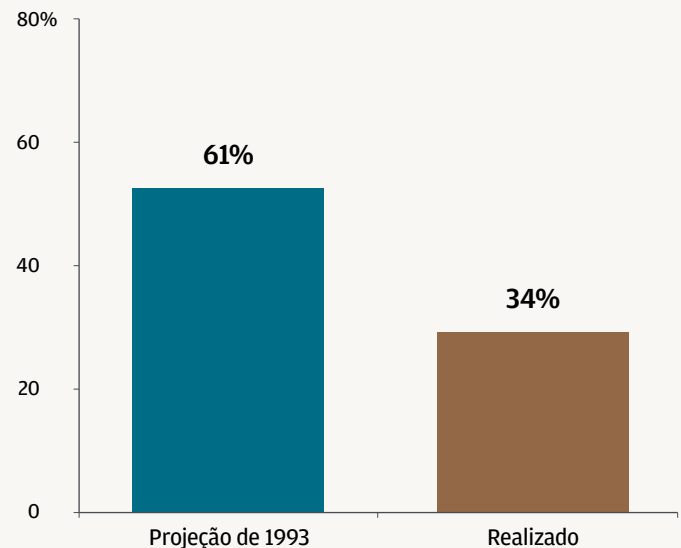
Crescimento da produtividade em 2000, %



Fonte: U.S. Congressional Budget Office.

MAIOR PRODUTIVIDADE REDUZIU O ENDIVIDAMENTO SOBRE O PIB

Dívida/PIB dos EUA em 2000, %



Fonte: U.S. Congressional Budget Office.

⁹⁵ Ao melhorar a aritmética ($r - g$) que determina se a dívida estabiliza ou se complica. R é a taxa de juros real; g é a taxa de crescimento real. Quando $r < g$, a relação dívida/PIB da economia pode estabilizar ou cair.

⁹⁶ Congressional Budget Office, "The Budget and Economic Outlook: 2025 to 2035", janeiro de 2025.

⁹⁷ Ao elevar o denominador do PIB e aliviar a pressão dos custos de juros na margem.

Implicações para investimentos

Acreditamos que a narrativa predominante sobre o superciclo de IA tornou-se excessivamente pessimista.

O fato de Wall Street estar pessimista — sobre uma tecnologia que está impulsionando adoção recorde por famílias e empresas, investimentos sem precedentes em energia e infraestrutura, e ganhos de produtividade observáveis, ao mesmo tempo em que potencialmente transforma saúde, educação, desafios demográficos e sustentabilidade da dívida — diz mais sobre como os mercados processam mudanças estruturais do que sobre a tecnologia em si.

É sempre mais fácil identificar o que a tecnologia irá substituir e destruir do que imaginar o futuro que ela pode viabilizar. O uso industrial da eletricidade eliminou a limitação de energia, liberando níveis de produção que um economista em 1886 jamais poderia imaginar.

O computador eliminou a limitação de informação, permitindo formas de escala e coordenação que um economista em 1966 nunca teria modelado.

Da mesma forma, a IA está agora eliminando a limitação de expertise. Os participantes de mercado em 2026 enfrentam dificuldades porque o potencial de seu impacto é difícil de precificar. Em nossa visão, as evidências sugerem investir para um superciclo contínuo de IA reconhecendo que a disrupção traz consequências tanto para o trabalho quanto para modelos de negócios. Isso é especialmente relevante considerando que cerca de 50% do S&P 500 está no setor de tecnologia, incluindo as “Sete Magníficas”.⁹⁸

⁹⁸ Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta Platforms, Nvidia e Tesla.

Propomos uma abordagem diversificada para capturar esse potencial:

◇ Continue investindo em empresas que se beneficiam da construção de data centers

As indústrias que controlam os gargalos físicos que limitam a construção da infraestrutura de IA devem continuar a apresentar bom desempenho. Empresas da cadeia de suprimentos de semicondutores, fabricantes de equipamentos de rede e ópticos, e ativos de geração e transmissão de energia se beneficiam do aumento dos investimentos em capital. Crucialmente, trata-se de um tema global. Essas empresas se destacam por serem algumas das ações fundamentalmente mais atraentes. Elas não apenas cumprem o benchmark “Rule of 40,” (métrica que exige que a soma do crescimento da receita e da margem de rentabilidade seja superior a 40%) popular em investimentos privados em tecnologia, como o redefinem.⁹⁹

A Nvidia, maior vencedora do ciclo de IA até agora, é uma empresa Rule of 140. Ainda assim, investidores podem já estar precificando um pico nas vendas. No momento da escrita desse texto, as ações da Nvidia negociavam com um desconto de 40% em relação à média de 10 anos do P/L projetado.

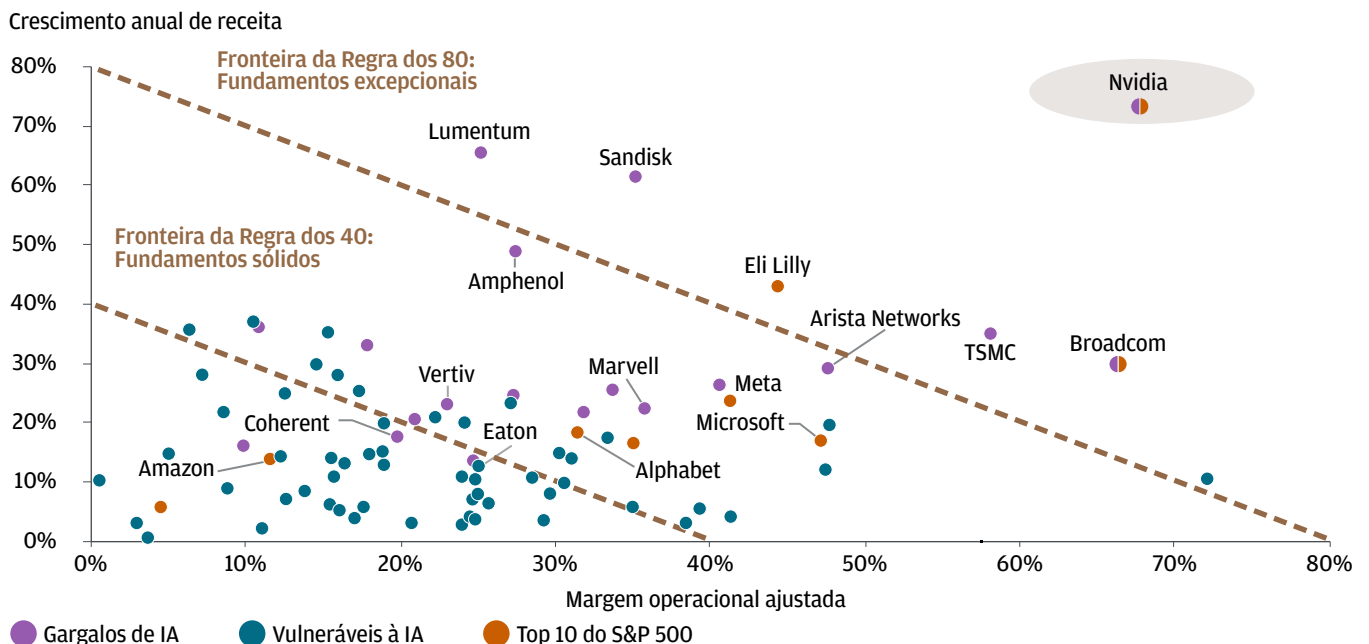
◇ Foque em oportunidades de geração, transmissão e armazenamento de energia

O tempo de espera para fabricantes se conectarem à rede elétrica é de três a cinco anos. A fila para tecnologias de geração “behind-the-meter”,¹⁰⁰ de fabricantes como GE Vernova e Caterpillar, se estende até o fim da década.

Essas empresas provavelmente terão cautela em ampliar sua capacidade, dado o histórico de excesso de otimismo do setor de energia durante a bolha tecnológica do final dos anos de 1990. A IA é intensiva em eletricidade, e ativos ligados à energia parecem bem posicionados para se beneficiar. Preferimos implementar essa ideia por meio de fundos privados de infraestrutura, dada a propriedade direta de ativos de geração, transmissão e armazenamento de energia. Utilities listadas em bolsa e notas estruturadas vinculadas a empresas selecionadas também devem ser consideradas.

BENEFICIÁRIOS DE IA TÊM FUNDAMENTOS SÓLIDOS

Crescimento anual de receita vs. margem operacional ajustada



Fonte: Bloomberg Finance L.P. FactSet. Dados de 20 de abril de 2026. Nota: Para empresas que não reportam margem operacional ajustada, foi utilizada a margem operacional. Os dados são do trimestre mais recente disponível.

⁹⁹ A Regra dos 40 estabelece que, quando a soma da margem operacional de uma empresa e sua taxa de crescimento de receita excede 40, suas ações devem negociar a preços premium e entregar retornos excessivos.

¹⁰⁰ Geração behind-the-meter significa que a capacidade de geração de energia é instalada, produzida e utilizada no local por uma empresa, fábrica ou cliente residencial, em vez de ser enviada para a rede elétrica, de modo que a energia é gerada e consumida antes de chegar ao medidor de cobrança da concessionária.

¹⁰¹ Houve uma tese semelhante sobre energia durante o boom da internet. Na época, empresas que produziam turbinas de gás natural responderam aumentando a capacidade e acabaram sofrendo com o estouro da bolha.



◇ Considere os hyperscalers, alguns negociando com desconto em relação ao mercado

Acreditamos também que os hyperscalers estão bem posicionados para se beneficiar da continuidade da adoção de IA, mesmo com o aumento do ceticismo do mercado em relação aos planos de capex dessas empresas. Executivos continuam afirmando que a demanda por capacidade de nuvem para aplicações, projetos e empresas de IA excede a oferta disponível.

O custo do acesso sob demanda ao poder computacional de IA (aluguel de GPU) subiu 40% desde outubro de 2025.¹⁰² A ascensão dos modelos agentivos e de raciocínio deve elevar ainda mais a demanda, beneficiando os provedores de tokens¹⁰³ (ex.: Microsoft Azure, Google Cloud).¹⁰⁴

◇ Examine oportunidades em mercados privados

Continuamos encontrando alguns dos exemplos mais interessantes de empresas desenvolvendo aplicações de consumo e corporativas nos mercados privados. Em poucos anos, não nos surpreenderia se algumas dessas startups representassem a próxima geração de líderes de tecnologia de capital aberto. Temos especial interesse em temas emergentes dentro do conceito de “IA física”, incluindo robótica.

◇ Se estivermos errados, ações fora dos EUA e renda fixa core podem ajudar a proteger portfólios com forte exposição americana

As ações fora dos EUA têm, em geral, menor exposição ao setor de tecnologia e à IA. A resiliência das ações internacionais durante o estouro da bolha tecnológica do início dos anos 2000 sugere que podem ter desempenho relativamente melhor em um cenário de queda da IA.¹⁰⁵

Um cenário de colapso da IA também beneficiaria a renda fixa core. É difícil imaginar a expansão econômica resistindo a um colapso do ciclo de investimentos em IA, e os títulos podem superar as ações em um ambiente de contração do crescimento. Nos cinco anos após o pico da bolha pontocom em 2000, a renda fixa core retornou 5,9% ao ano, enquanto as ações globais retornaram 2,7% ao ano.

¹⁰² SemiAnalysis, abril de 2026.

¹⁰³ Provedores de tokens são plataformas de nuvem hyperscale que vendem acesso a modelos de linguagem e sistemas de raciocínio em grande escala, cobrando por token processado (tokens de entrada, saída e raciocínio), e fornecem a computação, rede e orquestração necessárias para operar esses modelos em escala.

¹⁰⁴ Para ilustrar, o múltiplo valor empresarial/EBITDA da Microsoft caiu para 12x pela primeira vez desde 2018, mesmo com o EBITDA aumentando 3,7x nesse período.

¹⁰⁵ Do final de 2000 ao final de 2005, ações de mercados desenvolvidos, excluindo os Estados Unidos, superaram as ações americanas em 25 pontos percentuais.



Conclusão

Choques e disrupções
criam pontos
de entrada para
investidores pacientes

Entramos em 2026 acompanhando três temas – fragmentação, inflação e IA – porque acreditávamos que seriam os principais motores dos retornos de portfólio, não apenas neste ano, mas além dele. Continuamos acreditando nisso.

Diversos choques reprecificaram o risco em todos os três temas, e essa disrupção está criando pontos de entrada para investidores pacientes.

Nossa *Perspectiva de meio de ano* enquadra o que pode dar certo e errado, e onde os participantes de mercado podem estar interpretando mal o equilíbrio. Mas nosso objetivo não é prever os choques. É construir portfólios que ajudem você a permanecer investido com intenção: alinhar seu portfólio ao seu plano, rebalancear diante de disrupções e manter uma abordagem disciplinada de reavaliação quando as condições mudarem.

Sua equipe J.P. Morgan está à disposição para apoiar você e sua família.

EXECUTIVE SPONSORS

Clay Erwin

Global Head of Investment Sales & Trading

Stephen Parker

Co-Head of Global Investment Strategy

Grace Peters

Co-Head of Global Investment strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative Solutions

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Aussenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Senior EMEA Strategist

Kriti Gupta

Senior U.S. Strategist

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Joshua Lewin

Head of APAC Investment Strategy

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Sitara Sundar

Head of Alternative Investment Strategy

Brigid Whelan

Head of Investment Content Strategy

Alexander Wolf

Global Head of Macro & FICC Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

DEFINIÇÕES DE ÍNDICES E TERMOS

Os índices são apresentados apenas para fins ilustrativos. Um índice não é gerido, não constitui um produto de investimento e não pode ser considerado para investimento direto. Os retornos dos índices não refletem a dedução de quaisquer taxas ou despesas e presumem a reinversão de dividendos e juros. Todos os índices estão denominados em dólares americanos, salvo indicação em contrário. Índices são, por natureza, instrumentos frágeis para fins preditivos ou comparativos. Eles fornecem uma representação hipotética para uso como referência (“benchmark”).

Ativos alternativos: Categorias de investimento fora dos mercados tradicionais de ações e renda fixa, incluindo private equity, crédito privado, fundos multimercado (hedge funds), ativos reais e outras estratégias que frequentemente apresentam características de risco, retorno e liquidez distintas dos mercados públicos.

Iniciativa Cinturão e Rota: Estratégia global de infraestrutura e investimento lançada pela China para promover o comércio, transporte e conectividade econômica entre Ásia, Europa, África e outras regiões, por meio de projetos de desenvolvimento em larga escala.

Portfólios de buyout: Portfólios de private equity focados na aquisição de participações de controle em empresas estabelecidas, normalmente utilizando alavancagem, com o objetivo de aprimorar operações, rentabilidade e valor de longo prazo antes da saída do investimento.

Índice Cliffwater de Empréstimo Direto: Índice que mede o desempenho de fundos de empréstimo direto, que concedem crédito a empresas de porte médio. Oferece insights sobre as características de risco e retorno dessa classe de ativos, refletindo as tendências e o desempenho do mercado de dívida privada.

Provedores de serviços em nuvem: Empresas que fornecem recursos computacionais, como armazenamento de dados, processamento, redes e serviços de software via internet, permitindo aos usuários acesso sob demanda a uma infraestrutura tecnológica escalável.

Índice de Preços ao Consumidor (CPI): Medida de inflação que acompanha a variação média, ao longo do tempo, dos preços pagos pelos consumidores por uma cesta representativa de bens e serviços, sendo amplamente utilizada para avaliar mudanças no custo de vida.

Renda fixa core: Categoria de investimentos em renda fixa composta, tipicamente, por títulos de alta qualidade e grau de investimento, como títulos públicos e debêntures corporativas de primeira linha, frequentemente utilizada como alocação fundamental em portfólios diversificados.

Spreads de crédito: Diferença de rendimento entre um título de crédito e um título público de vencimento comparável, refletindo a remuneração adicional exigida pelos investidores pelo risco de crédito.

Relação dívida/PIB: Relação entre a dívida pública de um país e seu produto interno bruto, amplamente utilizada para avaliar a sustentabilidade fiscal e a capacidade do governo de honrar suas obrigações.

Ações de mercados desenvolvidos (DM): Ações de países com economias avançadas, mercados financeiros consolidados e altos padrões de vida, como Estados Unidos, Europa Ocidental e Japão.

Empréstimo direto: Modalidade de crédito privado em que credores não bancários concedem empréstimos diretamente a empresas, frequentemente de porte médio, fora dos mercados públicos tradicionais de títulos ou empréstimos sindicalizados.

Ações de mercados emergentes (EM): Ações de países com economias em desenvolvimento, em processo de maior industrialização e integração de mercado, geralmente caracterizadas por maior potencial de crescimento e volatilidade.

Índice de Custo do Trabalho: Indicador publicado pelo Bureau of Labor Statistics dos EUA que acompanha as variações no custo da mão de obra, incluindo salários, remunerações e benefícios pagos pelos empregadores, fornecendo informações sobre tendências de inflação salarial.

Investimento estrangeiro direto (IED): Investimento realizado por uma empresa ou indivíduo de um país em operações comerciais ou ativos de outro país, normalmente envolvendo interesse gerencial duradouro e relação econômica de longo prazo.

Fluxo de caixa livre: Caixa gerado pelas operações de uma empresa após deduzidos os investimentos em capital, frequentemente utilizado como indicador de flexibilidade financeira e capacidade de pagar dividendos, amortizar dívidas ou reinvestir.

Índice FTSE EPRA NAREIT Global REITs: Índice que acompanha o desempenho de fundos de investimento imobiliário (REITs) negociados em bolsa globalmente, proporcionando uma visão abrangente do mercado imobiliário mundial em diversos setores e regiões.

Grupo dos Sete (G-7): Fórum informal composto por sete das principais economias avançadas – Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos – que se reúnem para discutir políticas econômicas, questões globais e cooperação internacional.

Unidades de processamento gráfico (GPUs): Chips especializados em computação paralela, amplamente utilizados em data centers e aplicações de inteligência artificial para acelerar cálculos complexos.

Fundos multimercado (hedge funds): Veículos de investimento coletivo que empregam uma ampla gama de estratégias, incluindo posições compradas/vendidas, alavancagem e derivativos, com o objetivo de gerar retornos menos correlacionados aos ativos tradicionais.

Índices Hedge Fund Research, Inc. (HFRI): Conjunto de índices que acompanham o desempenho de diversas estratégias de fundos multimercado, servindo como referência para performance em estilos como equity hedge, event-driven, macro e relative value.

Ofertas públicas iniciais (IPOs): Processo pelo qual uma empresa privada oferece suas ações ao público pela primeira vez, tornando-se uma companhia de capital aberto em bolsa de valores.

Software como serviço (SaaS) legado: Empresas de software consolidadas que fornecem aplicações por meio de modelos baseados em assinatura e hospedados na nuvem, frequentemente precificados por usuário ou licença.

Spreads de empréstimos alavancados: Diferença de rendimento entre empréstimos alavancados e taxas de referência, refletindo a remuneração exigida pelos investidores para emprestar a empresas de menor classificação de crédito.

Gás natural liquefeito (GNL): Gás natural resfriado até o estado líquido para facilitar armazenamento e transporte, amplamente utilizado nos mercados globais de energia para viabilizar o comércio internacional.

Fundos multimercado macro: Fundos multimercado que buscam lucrar com tendências econômicas amplas, investindo em diversas classes de ativos – ações, renda fixa, moedas e commodities – com base em visões macroeconômicas.

Magnificent Seven: O grupo “Magnificent Seven” refere-se a empresas influentes no mercado acionário dos EUA: Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA e Tesla.

Índice MSCI All-Country World (ACWI): Índice ajustado pelo free float e ponderado por valor de mercado, que mede o desempenho dos mercados acionários desenvolvidos e emergentes globalmente.

Índice MSCI Ásia exceto China: Índice que mede o desempenho dos mercados acionários de países asiáticos, excluindo a China, proporcionando exposição à região ao mesmo tempo em que isola dinâmicas específicas do mercado chinês.

Índice MSCI China: Índice que oferece cobertura abrangente de ações de grande e médio porte de diversas classes de ações chinesas, incluindo A shares, H shares, B shares, Red chips, P chips e listagens estrangeiras, representando aproximadamente 85% do mercado acionário chinês.

Índice MSCI EUA: Índice que mede o desempenho dos segmentos de grande e médio porte do mercado acionário dos EUA, oferecendo ampla representação das tendências do mercado americano.

Campeãs nacionais: Empresas que desempenham papéis estratégicos em suas economias domésticas, frequentemente beneficiadas por escala, apoio governamental ou posicionamento estratégico em setores-chave.

Índice NCREIF de Propriedades – ODCE: Referência que acompanha o desempenho de fundos imobiliários core abertos nos Estados Unidos, focando em propriedades comerciais diversificadas e geradoras de renda.

PIB nominal: Valor total dos bens e serviços produzidos por uma economia, medido a preços de mercado correntes, sem ajuste por inflação.

OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico): Organização internacional composta majoritariamente por países desenvolvidos, que promove políticas para aprimorar o bem-estar econômico e social por meio de pesquisa, análise e cooperação internacional.

Margens operacionais: Medida de rentabilidade calculada como o lucro operacional dividido pela receita, indicando a eficiência da gestão das operações principais de uma empresa.

Índice de Despesas de Consumo Pessoal (PCE): Medida abrangente dos preços pagos por bens e serviços por residentes nos EUA, amplamente utilizada pelo Federal Reserve como indicador de inflação.

Múltiplo preço/lucro (P/L): Métrica de avaliação calculada dividindo o preço da ação pelo lucro por ação, utilizada para avaliar quanto os investidores estão dispostos a pagar pelo lucro.

Desconto preço/valor patrimonial (BDCs): Diferença percentual entre o preço de mercado da ação de uma business development company e seu valor patrimonial líquido por ação, frequentemente utilizada para avaliar a precificação em relação aos ativos subjacentes.

Índice preço/vendas: Métrica de avaliação que compara o valor de mercado de uma empresa com sua receita, frequentemente utilizada quando os lucros são voláteis ou negativos.

Crédito privado: Empréstimos concedidos a empresas por meio de negociações privadas, fora do sistema bancário, oferecendo exposição a renda de taxa flutuante e, geralmente, menor liquidez que os mercados públicos de dívida.

Private equity: Investimentos em empresas de capital fechado ou aquisições de empresas de capital aberto, normalmente visando a criação de valor de longo prazo por meio de melhorias operacionais e crescimento estratégico.

Índice de Preços ao Produtor (PPI): Medida de inflação que acompanha as variações nos preços recebidos pelos produtores de bens e serviços, frequentemente vista como indicador antecipado das pressões de preços ao consumidor.

Russell 3000: Índice amplo de ações que mede o desempenho de aproximadamente 3.000 empresas dos EUA, representando a maior parte do mercado acionário investível americano.

S&P 500®: Considerado o principal indicador do mercado acionário dos EUA, este índice inclui 500 das maiores empresas de diversos setores, focando no segmento de grande capitalização e representando cerca de 80% da capitalização total de mercado.

Índice S&P Expanded Technology Software (IGV): Índice que acompanha o desempenho de empresas de software listadas nos EUA dentro do setor de tecnologia, sendo referência para ações do segmento de software.

Provedores de tokens: Plataformas de nuvem em escala hipersuficiente que comercializam acesso a grandes modelos de linguagem e outros sistemas de IA com base no uso, normalmente precificados por token processado, fornecendo a infraestrutura e capacidade computacional subjacentes.

Yield do Treasury de 10 anos dos EUA: Taxa de juros paga pelo governo dos EUA em seu título de 10 anos, servindo como referência fundamental para taxas de juros e expectativas dos investidores.

USMCA (Acordo Estados Unidos-México-Canadá): Tratado que regula as relações econômicas entre os três países, substituindo o Acordo de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA).

Venture capital: Modalidade de private equity que investe em empresas em estágio inicial e de alto crescimento, normalmente em troca de participação acionária e com maior potencial de risco e retorno.

Índice de Volatilidade VIX: Medida da volatilidade esperada do mercado acionário, derivada dos preços das opções do S&P 500, frequentemente referida como indicador de incerteza do mercado.

JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions

Diante das complexas relações de risco e retorno envolvidas, recomendamos que os clientes utilizem tanto o julgamento quanto abordagens quantitativas de otimização ao definir alocações estratégicas. Ressaltamos que todas as informações apresentadas baseiam-se em análise qualitativa. Não é aconselhável confiar exclusivamente nas informações acima. Este material não constitui recomendação de investimento em qualquer classe de ativo ou estratégia específica, tampouco promessa de desempenho futuro. As premissas de classes de ativos e estratégias são exclusivamente passivas – não consideram o impacto da gestão ativa. Referências a retornos futuros não são promessas nem estimativas dos retornos efetivos que um portfólio do cliente poderá alcançar. As premissas, opiniões e estimativas são fornecidas apenas para fins ilustrativos. Não devem ser consideradas recomendações de compra ou venda de valores mobiliários. Projeções de tendências de mercado financeiro baseadas nas condições atuais refletem nosso julgamento e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Consideramos as informações aqui fornecidas confiáveis, mas não garantimos sua precisão ou integridade. Este material foi preparado exclusivamente para fins informativos e não se destina a fornecer, nem deve ser utilizado como, aconselhamento contábil, jurídico ou tributário. Os resultados das premissas são apresentados apenas para ilustração/discussão e estão sujeitos a limitações significativas.

As estimativas de retorno “esperado” ou “alfa” estão sujeitas a incertezas e erros. Por exemplo, alterações nos dados históricos utilizados para a estimativa resultarão em diferentes implicações para os retornos das classes de ativos. Os retornos esperados para cada classe de ativo são condicionais a um cenário econômico; retornos efetivos, caso o cenário se concretize, podem ser superiores ou inferiores, como já ocorreu no passado, portanto o investidor não deve esperar alcançar retornos semelhantes aos apresentados. Referências a retornos futuros, seja para estratégias de alocação de ativos ou classes de ativos, não constituem promessas de retornos efetivos para portfólios de clientes. Dadas as limitações inerentes a todos os modelos, potenciais investidores não devem basear suas decisões exclusivamente no modelo. O modelo não pode considerar o impacto de fatores econômicos, de mercado e outros que possam afetar a implementação e a gestão contínua de um portfólio real. Diferentemente dos resultados de portfólios reais, os resultados do modelo não refletem negociações efetivas, restrições de liquidez, taxas, despesas, impostos e outros fatores que podem impactar os retornos futuros. As premissas do modelo são exclusivamente passivas – não consideram o impacto da gestão ativa. A capacidade do gestor de alcançar resultados semelhantes está sujeita a fatores de risco sobre os quais pode ter controle limitado ou inexistente.

As opiniões aqui contidas não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de compra ou venda de qualquer investimento em qualquer jurisdição, nem como compromisso do J.P. Morgan Asset Management ou de suas subsidiárias de participar de quaisquer transações mencionadas. Quaisquer projeções, números, opiniões, técnicas ou estratégias de investimento apresentadas têm caráter meramente informativo, baseiam-se em determinadas premissas e condições de mercado vigentes e podem ser alteradas sem aviso prévio. Todas as informações apresentadas são consideradas precisas no momento da produção. Este material não contém informações suficientes para fundamentar uma decisão de investimento e não deve ser utilizado para avaliar o mérito de investir em quaisquer valores mobiliários ou produtos. Além disso, os usuários devem realizar uma avaliação independente dos impactos legais, regulatórios, fiscais, de crédito e contábeis e determinar, juntamente com seu profissional financeiro, se algum investimento mencionado é adequado para seus objetivos pessoais. Os investidores devem garantir que obtenham todas as informações relevantes disponíveis antes de tomar qualquer decisão de investimento. É importante observar que investimentos envolvem riscos; o valor dos investimentos e a renda deles proveniente podem oscilar conforme as condições de mercado e acordos tributários, e os investidores podem não recuperar o valor total investido. Tanto o desempenho passado quanto o rendimento não são indicadores confiáveis de resultados atuais ou futuros.

Compreendendo as estimativas de longo prazo

Nossa pesquisa em gestão de investimentos incorpora projeções proprietárias de retornos e volatilidade de cada classe de ativo no longo prazo, bem como estimativas de correlação entre as classes. É evidente que instituições financeiras não podem prever o desempenho futuro dos mercados. No entanto, acreditamos que, ao analisar as condições econômicas e de mercado atuais, tendências históricas e, principalmente, ao projetar crescimento econômico futuro, inflação e juros reais para cada país, é possível estimar o desempenho de longo prazo de uma classe de ativo, considerando os níveis atuais e de equilíbrio estimados. O nível de “equilíbrio” representa a média ou tendência central de uma variável de mercado ou macroeconômica, como taxa de juros ou spread de crédito, esperada para prevalecer no longo prazo, pois reflete o valor intrínseco de determinado mercado. As premissas de retorno baseiam-se em nosso processo proprietário de construção de blocos para cada classe de ativo. Por exemplo, os blocos para ações incluem projeções de inflação, crescimento real dos lucros, rendimento de dividendos e impacto das avaliações. Para renda fixa, consideram-se projeções de taxas futuras e variação dos preços dos títulos.

As estimativas para alternativas são fundamentadas em análise histórica e julgamento sobre a relação com os mercados públicos. É possível – e até provável – que os retornos efetivos variem consideravelmente em relação a essa expectativa, mesmo por vários anos. Mas acreditamos que os retornos de mercado sempre retornarão, em algum momento, à tendência de equilíbrio. Acreditamos ainda que avaliações prospectivas desse tipo são muito mais precisas do que tendências históricas para decidir qual será o desempenho das classes de ativos e como determinar a melhor composição de portfólio.

Ao analisar este material, entenda que todas as referências a retorno esperado não constituem promessas, nem mesmo estimativas, de retornos efetivos que possam ser alcançados. As premissas não se baseiam em produtos específicos e não refletem taxas, como taxas de administração, supervisão, custos de transação ou outras despesas que poderiam reduzir o retorno. Elas simplesmente indicam qual deveria ser o retorno de longo prazo, segundo nossas melhores estimativas das condições atuais e de equilíbrio. Ressaltamos ainda que o desempenho efetivo pode ser impactado pela expertise do gestor responsável pelos investimentos, tanto na seleção de ativos individuais quanto no ajuste periódico da composição para aproveitar subavaliações e sobreavaliações de classes de ativos causadas por tendências de mercado.

Para fins desta análise, volatilidade é definida como uma medida estatística da dispersão dos retornos de uma determinada alocação, mensurada pelo desvio padrão do retorno aritmético da alocação. O índice de Sharpe é uma métrica de retorno/risco, em que o retorno (numerador) é definido como o retorno anual incremental de um investimento acima da taxa livre de risco. O risco (denominador) é definido como o desvio padrão (volatilidade) do retorno da alocação, descontada a taxa livre de risco. A taxa livre de risco utilizada é a premissa de longo prazo para caixa do J.P. Morgan.

Correlação é uma medida estatística do grau de relação entre os movimentos de duas variáveis, neste caso, os retornos das classes de ativos. A correlação pode variar de -1 a 1, sendo que 1 indica que os retornos de dois ativos se movem em perfeita sintonia, ou seja, comportam-se da mesma forma no mesmo período. Uma correlação de 0 indica que os retornos se movem de forma independente, e -1 indica que se movem em direções opostas.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Principais Riscos

Investimentos alternativos: Investir em ativos alternativos envolve riscos superiores aos investimentos tradicionais, incluindo, mas não se limitando a, liquidez restrita e risco de avaliação, sendo adequado apenas para investidores com conhecimento e sofisticação suficientes para avaliar os méritos e riscos dessas aplicações. Investimentos alternativos não devem ser considerados um programa de investimento completo e as distribuições não são garantidas. Podem não ser eficientes do ponto de vista fiscal, e o investidor deve consultar seu profissional tributário antes de investir. Frequentemente, investimentos alternativos apresentam taxas mais elevadas do que investimentos tradicionais e podem ser altamente alavancados, empregando técnicas especulativas que podem amplificar ganhos ou perdas – incluindo o risco de perda total do capital investido. Para detalhes abrangentes sobre o conjunto específico de riscos de cada investimento alternativo, consulte o memorando de oferta.

Renda fixa: Os títulos de renda fixa estão sujeitos ao risco de variação das taxas de juros, risco de crédito e risco de inadimplência do emissor. Os preços dos títulos geralmente caem quando as taxas de juros sobem.

Commodities: Investimentos em commodities podem apresentar volatilidade superior à de valores mobiliários tradicionais, especialmente se os instrumentos envolverem alavancagem. O valor de instrumentos derivativos vinculados a commodities pode ser impactado por movimentos gerais do mercado, volatilidade de índices de commodities, alterações nas taxas de juros ou fatores que afetam uma indústria ou commodity específica, como secas, enchentes, condições climáticas, doenças em rebanhos, embargos, tarifas e desenvolvimentos econômicos, políticos e regulatórios internacionais. O uso de derivativos alavancados vinculados a commodities cria oportunidade de retorno ampliado, mas, simultaneamente, aumenta a possibilidade de perdas significativas.

Diversificação: Diversificação e alocação de ativos não garantem lucro nem protegem contra perdas.

Mercados emergentes: Investir em mercados emergentes implica um grau de risco e volatilidade superior em relação a mercados desenvolvidos. Alterações nas taxas de câmbio e diferenças em políticas contábeis e tributárias fora da jurisdição do investidor podem aumentar ou reduzir os retornos. Alguns mercados podem não ser tão estáveis política e economicamente, além de diferenças em políticas tributárias e sistemas jurídicos fora da jurisdição do investidor, que podem criar riscos adicionais. Investidores devem considerar cuidadosamente esses riscos e consultar assessores financeiros e jurídicos antes de investir em mercados emergentes.

Ações: O preço de valores mobiliários de renda variável pode subir ou cair em função de mudanças no mercado amplo ou na condição financeira de uma empresa, por vezes de forma rápida ou imprevisível. Os valores das ações podem se valorizar com resultados sólidos ou expectativas positivas de mercado, mas também podem se depreciar devido a resultados fracos ou sentimento negativo, e os dividendos não são garantidos.

Renda fixa: Investir em produtos de renda fixa (como títulos) está sujeito a determinados riscos, incluindo, mas não se limitando a, risco de taxa de juros, crédito, inflação, resgate antecipado, inadimplência, pré-pagamento e reinvestimento. Qualquer título de renda fixa vendido ou resgatado antes do vencimento pode estar sujeito a ganhos ou perdas substanciais.

Títulos de alto rendimento: Títulos de Alto Rendimento (classificados em BB+/Ba1 ou abaixo, ou não classificados) são valores mobiliários especulativos, de grau não-investimento, com risco elevado de inadimplência e perda. Esses investimentos são adequados apenas para investidores capazes de suportar riscos superiores.

Investimentos internacionais: Investimentos internacionais podem não ser adequados para todos os investidores. Investir internacionalmente envolve grau de risco e volatilidade superiores. Alguns mercados internacionais podem não ser estáveis política ou economicamente. Participações estrangeiras estão sujeitas ao risco cambial, pois flutuações nas taxas de câmbio entre a moeda estrangeira do investimento e a moeda doméstica do investidor podem afetar o valor do investimento.

Títulos municipais: Investidores devem compreender os potenciais encargos tributários relacionados à compra de títulos municipais. Certos títulos municipais são tributados federalmente se o titular estiver sujeito ao imposto mínimo alternativo. Ganhos de capital, se houver, são tributados federalmente. O investidor deve observar que a renda de fundos de títulos municipais isentos de impostos pode estar sujeita à tributação estadual e local, bem como ao Imposto Mínimo Alternativo (AMT).

Preferenciais: Valores mobiliários preferenciais compartilham características de ações e títulos. São normalmente títulos de longo prazo com proteção de resgate, situando-se entre dívida e patrimônio na estrutura de capital. Valores preferenciais apresentam diversos riscos e considerações, incluindo: risco de concentração; risco de taxa de juros; classificações de crédito inferiores às de títulos individuais; menor prioridade sobre ativos em relação aos títulos da empresa; rendimentos superiores devido a essas características de risco; e implicações de “resgatabilidade”, significando que a empresa emissora pode resgatar o papel a determinado preço após certa data.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Ações de empresas de pequena capitalização: Investimentos em empresas de menor capitalização frequentemente envolvem riscos significativamente superiores aos valores mobiliários de empresas maiores e mais conhecidas, pois podem carecer de expertise gerencial, recursos financeiros, diversificação de produtos e vantagens competitivas das empresas de maior porte. Os preços dos valores mobiliários de empresas menores podem estar sujeitos a movimentos de mercado mais abruptos ou erráticos do que empresas maiores e estabelecidas, já que esses papéis normalmente são negociados em volumes inferiores e os emissores estão mais sujeitos a mudanças nos resultados e perspectivas. Além dos riscos de liquidez, ao vender posições relevantes em valores de pequena capitalização, o vendedor pode ter que negociar a preços inferiores aos cotados ou realizar uma série de vendas pequenas ao longo do tempo, e os dividendos não são garantidos.

Perspectivas e desempenho passado não garantem resultados futuros. Não é possível investir diretamente em um índice. Todas as empresas mencionadas são apresentadas apenas para fins ilustrativos, não constituindo recomendação ou endosso do J.P. Morgan neste contexto. Todos os dados de mercado e econômicos são referentes a 20 de abril de 2026 e têm como fontes Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics e FactSet, salvo indicação em contrário.

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

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

RISCOS E CONSIDERAÇÕES GERAIS

Qualquer visão, estratégia ou produto discutido neste material pode não ser adequada a todas as pessoas e estão sujeitos a riscos. **Os investidores podem receber menos do que investiram e o desempenho no passado não é um indicativo confiável de resultados futuros.** A alocação de ativos não garante lucro ou protege contra perdas. Nenhum item deste material deve ser utilizado de forma isolada com o objetivo de tomar uma decisão de investimento. Você deve avaliar cuidadosamente se os serviços, produtos, classes de ativos (ex.:

títulos, renda fixa, investimentos alternativos, *commodities*, etc.) ou estratégias discutidas estão adequados às suas necessidades. Também é necessário considerar os objetivos, riscos, encargos e despesas associados com um serviço, produto ou estratégia de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Para isso e para informações mais completas, inclusive discussões sobre os seus objetivos/situação, entre em contato com a sua equipe do J.P. Morgan.

NÃO-COMPROMETIMENTO

Algumas informações contidas neste material são consideradas confiáveis; entretanto, o JPM não garante a sua exatidão, confiabilidade ou completude, nem se responsabiliza por perdas ou danos (diretos ou indiretos) resultantes do uso de todo ou de parte deste material. Não há declaração ou garantia alguma referente aos cálculos, gráficos, tabelas, diagramas ou comentários neste material, que são fornecidos apenas para fins ilustrativos/de referência. As visões, opiniões, estimativas e estratégias expressas neste material constituem nossa avaliação com base nas atuais condições de mercado e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. O JPM não assume qualquer obrigação de atualizar as informações neste material caso essas venham a mudar. Visões, opiniões, estimativas e estratégias expressas no presente documento podem diferir daquelas expressas por outras áreas do JPM, visões expressas em outros contextos e para outros fins, e **este material não deve ser considerado um relatório de pesquisa.** Os resultados e riscos projetados estão embasados exclusivamente nos exemplos hipotéticos citados, e resultados e riscos reais poderão variar dependendo das condições específicas. Declarações prospectivas não devem ser consideradas garantias ou previsões de eventos futuros.

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

INFORMAÇÃO IMPORTANTE SOBRE SEUS INVESTIMENTOS E POTENCIAIS CONFLITOS DE INTERESSE

Os conflitos de interesse surgem quando o JPMorgan Chase Bank, N.A. ou alguma de suas coligadas (juntos, "J.P. Morgan") têm um incentivo econômico ou de outra espécie, real ou percebido, na gestão dos portfólios de nossos clientes para agir de forma a beneficiar o J.P. Morgan. Os conflitos resultarão, por exemplo (desde que as seguintes atividades sejam permitidas

na sua conta): (1) quando o J.P. Morgan investe em um produto de investimento, como um fundo mútuo, produto estruturado, conta gerida separadamente ou fundo hedge emitido ou gerido por JPMorgan Chase Bank, N.A. ou uma coligada, tal como o J.P. Morgan Investment Management Inc.; (2) quanto uma entidade do J.P. Morgan obtém serviços, incluindo a execução e compensação de transações, de uma coligada; (3) quando o J.P. Morgan recebe pagamento como resultado da compra de um produto de investimento para a conta de um cliente; ou (4) ou quando o J.P. Morgan recebe pagamento pela prestação de serviços (incluindo serviços a acionistas, registros e custódia) em relação a produtos de investimentos adquiridos para o portfólio de um cliente. Outros conflitos resultarão do relacionamento que o J.P. Morgan tem com outros clientes ou quando o J.P. Morgan age em nome próprio.

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

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

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

PESSOA JURÍDICA, MARCA E INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS

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

O **JPMorgan Chase Bank, N.A.** e suas coligadas (coletivamente "**JPMCB**") oferecem produtos de investimento, que podem incluir contas de investimento geridas pelo banco e de custódia, como parte de seus produtos de trust e fiduciários. Outros produtos e serviços de investimento, tais como contas de consultoria e corretagem, são oferecidos através do **J.P. Morgan Securities LLC ("JPMS")**, associado da FINRA e SIPC. Produtos de seguros estão disponíveis por meio da Chase Insurance

Agency, Inc. (CIA), uma agência de seguros licenciada, operando como Chase Insurance Agency Services, Inc., na Flórida. JPMCB e JPMS são empresas coligadas sob o controle comum de JPMorgan Chase & Co. Os produtos não estão disponíveis em todos os estados.

Na **Alemanha**, este material é emitido por **J.P. Morgan SE**, com sede em Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Alemanha, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE). No **Luxemburgo**, este material é emitido por **J.P. Morgan SE - Sucursal de Luxemburgo**, com sede no European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxemburgo, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE - Sucursal de Luxemburgo também é supervisionada pela Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF); registrado sob RCS Luxemburgo B255938. No **Reino Unido**, este material é emitido por **J.P. Morgan SE - Sucursal de Londres**, com sede em 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE - Sucursal de Londres também é supervisionada pela Financial Conduct Authority e pela Prudential Regulation Authority. Na **Espanha**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE, Sucursal en España**, com sede em Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Espanha, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE, Sucursal en España também é supervisionado pela Comissão do Mercado de Valores da Espanha (CNMV); registrado no Banco da Espanha como sucursal do J.P. Morgan SE sob o código 1567. Na **Itália**, este material é distribuído pelo **J.P. Morgan SE - Sucursal de Milão**, com sede na Via Cordusio, n.3, Milão 20123, Itália, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE - Sucursal de Milão também é supervisionada pelo Banco da Itália e pela Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); registrado no Banco da Itália como uma sucursal do J.P. Morgan SE sob o código 8076; Número registrado da Câmara de Comércio de Milão: REA MI 2536325. Na **Holanda**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE - Sucursal de Amsterdã**, com sede no World Trade Center, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Holanda, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central

DEFINIÇÕES E INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Europeu (BCE); J.P. Morgan SE - Sucursal de Amsterdã também é supervisionada pelo De Nederlandsche Bank (DNB) e pela Autoriteit Financiële Markten (AFM) na Holanda. Registrada no Kamer van Koophandel como uma filial do J.P. Morgan SE sob o número de registro 72610220. Na **Dinamarca**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE - Sucursal de Copenhagen, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland**, com sede em Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Dinamarca, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE - Sucursal de Copenhagen, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland também é supervisionada pela Finanstilsynet (FSA dinamarquesa) e está registrada na Finanstilsynet como uma filial do J.P. Morgan SE sob o código 29010. Na **Suécia**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE - Stockholm Bankfilial**, com sede em Hamngatan 15, Estocolmo, 11147, Suécia, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE - Stockholm Bankfilial também é supervisionado pela Finansinspektionen (FSA sueca); registrado com Finansinspektionen como uma sucursal do J.P. Morgan SE. Na **Bélgica**, este material é distribuído pelo **J.P. Morgan SE - Filial de Bruxelas**, com sede em 35 Boulevard du Régent, 1000, Bruxelas, Bélgica, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, pelo Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e pelo Banco Central Europeu (BCE); a filial do J.P. Morgan SE em Bruxelas também é supervisionada pelo Banco Nacional da Bélgica (NBB) e pela Autoridade de Serviços e Mercados Financeiros (FSMA) na Bélgica; com registro no NBB sob o número 0715.622.844. Na **Grécia**, este material é distribuído pelo **J.P. Morgan SE - Filial de Atenas**, com sede em 3 Haritos Street, Atenas, 10675, Grécia, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, pelo Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e pelo Banco Central Europeu (BCE); a filial do J.P. Morgan SE em Atenas também é supervisionada pelo Banco da Grécia; registrada no Banco da Grécia como filial do J.P. Morgan SE sob o código 124; com registro na Câmara de Comércio de Atenas sob o número 158683760001; Número de IVA 99676577. Na **França**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE - Sucursal de Paris**, com sede social em 14, Place Vendôme, 75001 Paris, França, autorizado pela Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado em conjunto com a BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE) com o código 842 422 972. O J.P. Morgan SE - Sucursal de Paris também é supervisionado pelas autoridades bancárias francesas, a Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) e a Autorité des Marchés Financiers (AMF). Na **Suíça**, este material é distribuído por **J.P. Morgan (Suisse) SA**, com sede na rue du Rhône, 35, 1204, Genebra, Suíça, autorizada e supervisionada pela Autoridade

Supervisora do Mercado Financeiro da Suíça (FINMA), como banco e corretor de valores mobiliários na Suíça.

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

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

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

registro prévio dos títulos desse fundo em conformidade com as leis da jurisdição correspondente.

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

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

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

© 2026 JPMorgan Chase & Co. Todos os direitos reservados.

J.P.Morgan PRIVATE BANK