

 **NOMAD**

Perspectivas para Investimentos Globais em 2026



Year Ahead 2026

Perspectivas para Investimentos Globais



Danilo Iglori
Economista
chefe



Paula Zogbi
Estrategista
chefe



Nickolas Lobo
Especialista de
Investimentos



Bruno Shahini
Especialista de
Investimentos



Luca Girardi
Analista de
Investimentos

Nos últimos 12 meses, a volatilidade, os desafios geopolíticos e as incertezas tornaram o ambiente de investimentos mais complexo. Os acontecimentos reforçam a necessidade de se preparar para o ano de 2026. Neste material, debatemos uma série de oportunidades e riscos aos investimentos globais.

Cenário Macro: Embora tarifas e questões fiscais reacendam temores de estagflação, os dados indicam moderação na atividade, com o Fed reduzindo juros gradualmente. O alto endividamento público e o risco de correção nas techs de IA exigem atenção, mas a solidez dos lucros corporativos diferencia o cenário atual da bolha “pontocom”. Prevalece um otimismo cauteloso, onde a estratégia ideal é tolerar uma

deterioração macroeconômica leve sem ceder ao pânico, focando na resiliência de longo prazo.

Renda fixa: Em 2025, a curva de juros dos EUA divergiu: taxas curtas cederam com a flexibilização monetária, enquanto as longas subiram devido a incertezas fiscais e maior prêmio de risco, favorecendo alocações intermediárias e o crédito de maior qualidade. A queda na volatilidade impulsionou a busca por rendimento no segmento de maior risco de crédito e comprimiu os prêmios de risco soberano na América Latina, beneficiando a região via fluxo global. O cenário exige cautela na seleção de ativos, priorizando o carregamento e a qualidade diante da assimetria de riscos e da incerteza fiscal americana.



Bolsa americana: Com nove trimestres consecutivos de ganhos e dividendos em alta, a discussão de bolha se choca com uma valorização que reflete boa saúde financeira das companhias. Esse cenário de qualidade corporativa valida a resiliência das empresas americanas, servindo de base para visitar e atualizar nossas teses de investimento para o futuro, sem negligenciar proteção.

Bolsa global: O desempenho superior da bolsa americana na última década foi impulsionado pela concentração em ações de tecnologia, favorecidas pelos juros baixos, o que resultou em valuations elevados e um baixo prêmio de risco (ERP). Atualmente, esses mercados internacionais oferecem prêmios de risco mais atrativos, indicando que podem estar relativamente mais baratos. Dessa forma, a alocação fora dos EUA é uma importante diversificação e uma aposta em uma potencial continuidade do ciclo de enfraquecimento do dólar, que pode impulsionar os retornos de ativos estrangeiros.



Sumário

Introdução	4
Macro	5
Renda Fixa	10
Renda Variável	18
Estados Unidos	18
China	34
Europa	39
Emergentes	48
Japão	54
Alternativos	60



Introdução

A arte de fazer as melhores perguntas

O time Nomad perdeu as contas de quantas vezes teve de responder se “estamos diante de uma bolha” no mercado de ações nos últimos 12 meses. Pelo andar da carruagem, vamos continuar respondendo ao longo de 2026. Embora inevitável, acreditamos que esta não é necessariamente a melhor pergunta para se fazer agora.

Em vez dela, neste material vamos buscar responder outra dúvida, menos frequente nas nossas interações recentes, mas extremamente relevante: “qual é a melhor maneira de navegar momentos de incerteza?”.

O medo do estouro da bolha superou as preocupações com juros, inflação e crédito entre gestores de fundos, de acordo com uma pesquisa do Bank of America publicada pelo Financial Times. Em si, o sentimento de incerteza pode resultar em correções em um mercado (S&P500) que valorizou mais de 50% no acumulado de 2023 e 2024, mesmo em um ambiente de juros elevados e incertezas políticas e econômicas.

A sensibilidade do cenário requer autoconhecimento, estratégia e paciência. Durante o bull market, é comum que investidores negligenciem seus perfis e apostem forte em risco. Se você fez isso, a hora é de rebalancear e voltar a focar no longo prazo.

Mas nada disso significa “abandonar o barco”. Estamos acompanhando um crescimento sustentado e sólido da economia americana, com o micro e o macro apontando para uma continuidade de oportunidades. Nas próximas páginas, traçamos uma perspectiva para o ambiente de investimentos em 2026, destacando as oportunidades e riscos no caminho.



Macro

Mantenha a calma e siga em frente

“Mantenha a calma e siga em frente” é uma das expressões mais conhecidas para orientar comportamentos em tempos de estresse. Oriunda da campanha motivacional do governo britânico durante a Segunda Guerra Mundial, passou a fazer parte da cultura popular em tempos recentes. Por que utilizá-la para motivar nossa análise sobre cenários macroeconômicos em 2026? A resposta conecta-se ao significativo balanço de riscos e ameaças que podem motivar decisões de investimento sem a devida serenidade.

O início do segundo mandato do presidente Trump adicionou camadas em um contexto já de elevado grau de incerteza. Entramos em 2025 com a economia global ainda digerindo os choques (e respostas a eles) causados pela pandemia do Coronavírus. Entre outros efeitos, as disrupções nas cadeias de valor (oferta) e padrões de consumo (demanda) produziram alta inflação nas principais economias do planeta e o seu combate disseminou políticas monetárias restritivas com fortes elevações de taxas de juros.





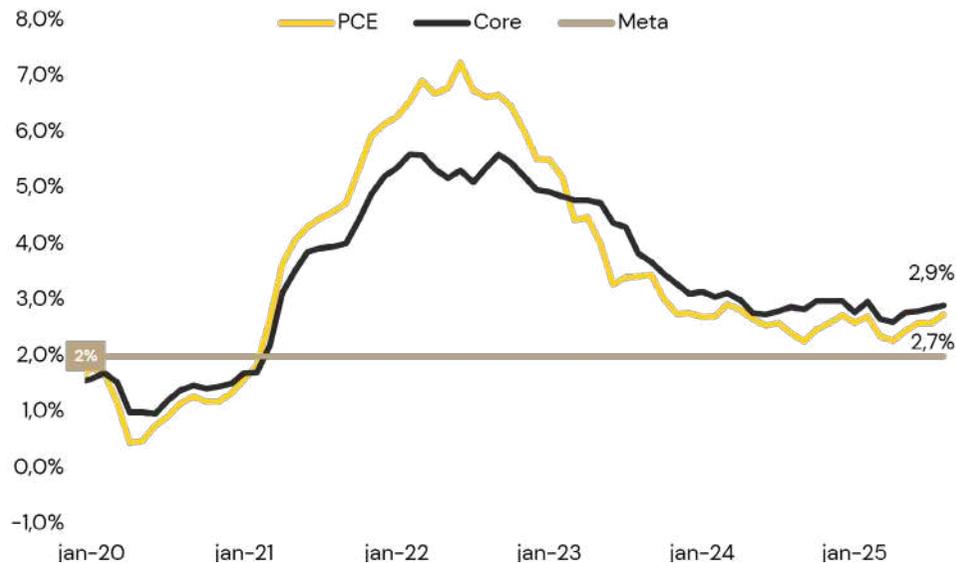
O período prolongado de juros altos fez despertar temores de que uma recessão seria inevitável, mas chegamos ao final de 2024 comemorando um expressivo processo de desinflação combinado com uma moderação amena nos indicadores de mercado de trabalho (imagens 5 e 6). De fato, a eleição de Trump foi acompanhada de otimismo por parte de agentes econômicos que acreditavam que uma abordagem pró-mercado iria virar a página da pandemia e impulsionar novo período de crescimento.

Mas, forma e conteúdo, de um conjunto de medidas da nova administração deram origem a turbulências que trouxeram

de volta as preocupações de que uma recessão poderia estar sendo gestada e que desta vez seria acompanhada de um recrudescimento da inflação: a temida estagflação. De um lado surgiram os expressivos aumentos de tarifas sobre importação. De outro, medidas anti-imigração começaram a ser implementadas.

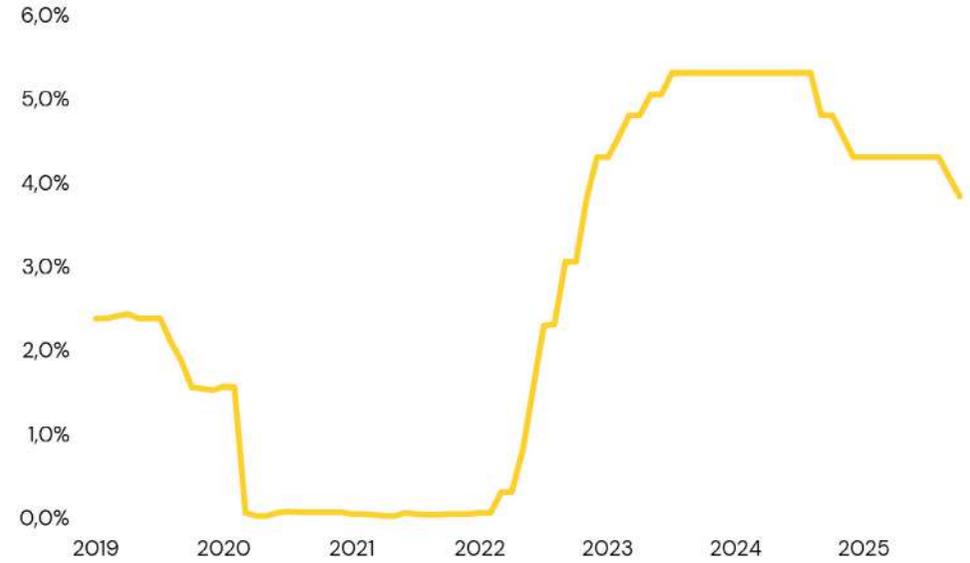
Além disso, estruturas do serviço público passaram a ser revistas e relações com países aliados reconsideradas. Como resultado, houve um reposicionamento de investidores sobre níveis de concentração de recursos nos EUA, desvalorizando a moeda americana.

Imagem 1: PCE x Meta de Inflação



Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025

Imagem 2: Taxa de Juros Americana – Fed Funds Rate



Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025



Ao mesmo tempo, o preço do ouro atingiu níveis recordes (imagem 4). Houve recuo para boa parte dos aumentos de tarifas inicialmente propostos, mas discussões sobre uma perda de espaço do dólar como reserva internacional e da própria hegemonia dos EUA passaram a fazer parte das conjecturas sobre o que pode vir pela frente.

Entretanto, os indicadores macroeconômicos não mostraram uma deterioração expressiva. Se a inflação não convergiu para a meta de 2% ao ano, também não iniciou nova trajetória de alta (os indicadores para consumo estão próximos de 3% -

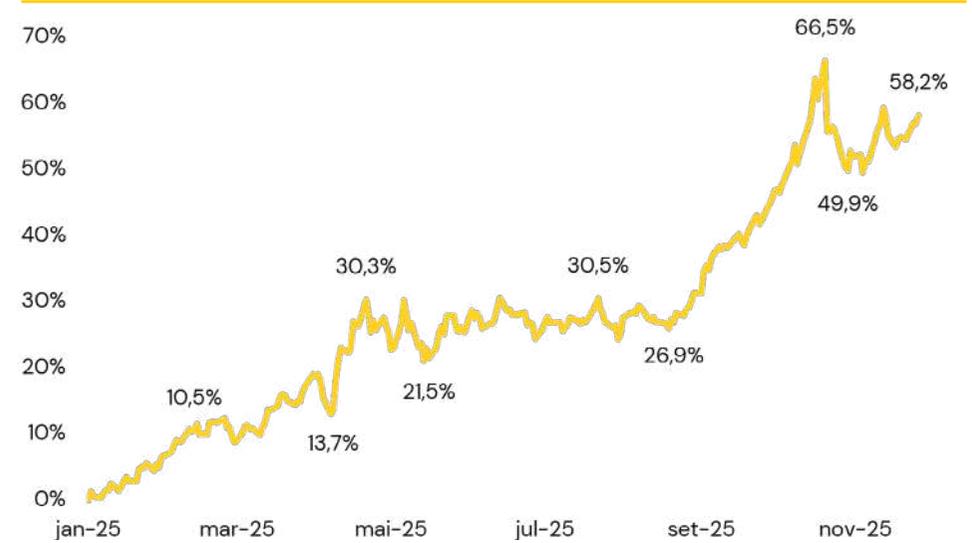
imagem 1). Já o mercado de trabalho apresentou sinais de moderação, com aumento gradual do desemprego e queda nas contratações e demissões. Esse enfraquecimento motivou o Fed a iniciar novo ciclo de corte, mas mesmo aqui ainda **não dá para cravar que teremos um processo de perda de atividade que leve a uma recessão.**

Imagem 3: Índice DXY



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025

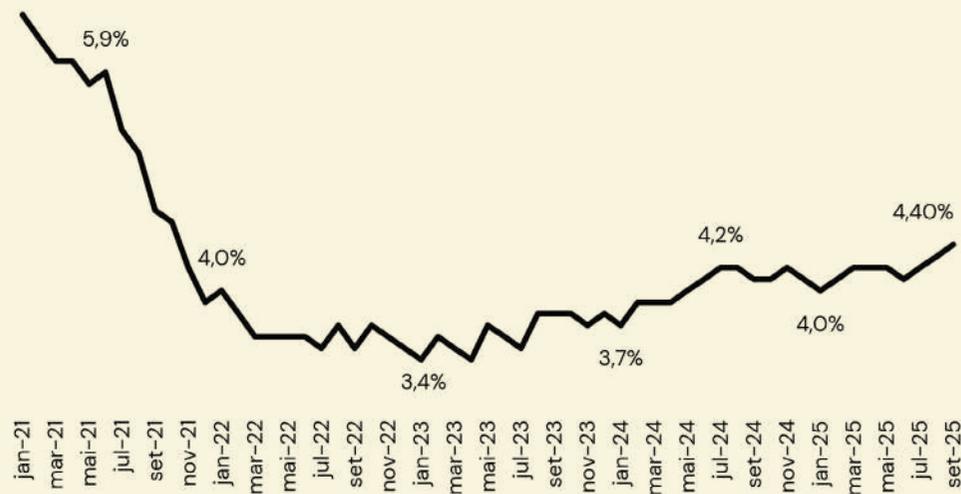
Imagem 4: Valorização do Ouro ao Longo de 2025



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025

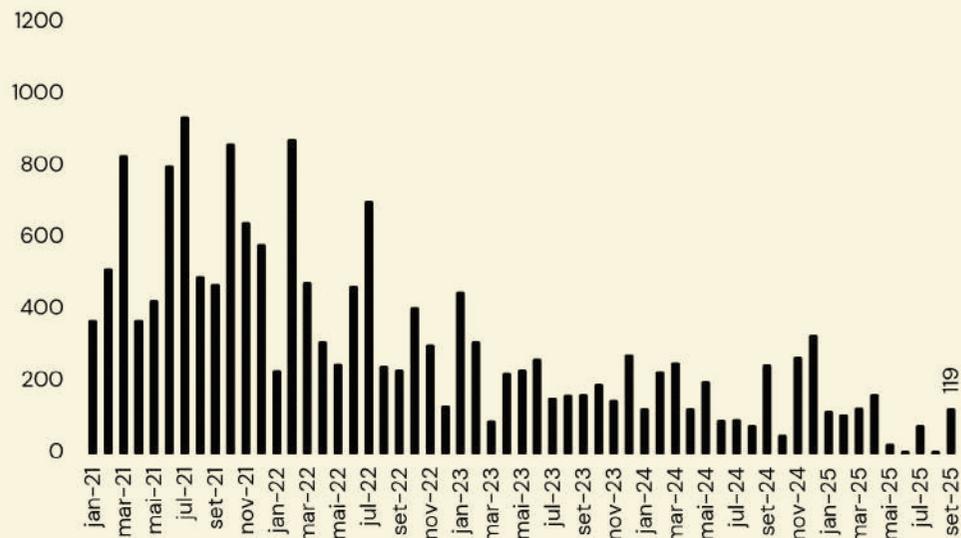


Imagem 5: Taxa de Desemprego (%)



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025

Imagem 6: Geração Líquida de Empregos (milhares)

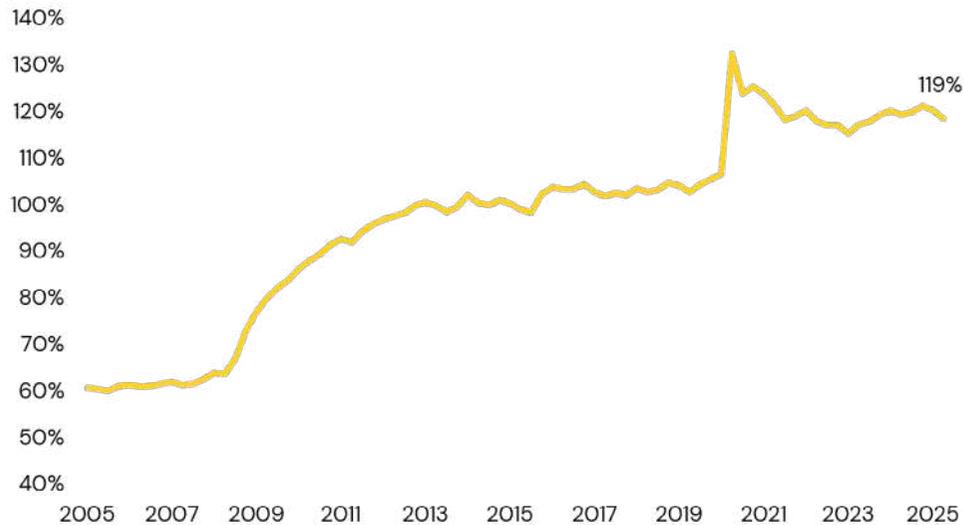


Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025

Já tivemos dois cortes de 0,25 ponto e a taxa anual dos Fed Funds encontra-se abaixo de 4%. No momento, as expectativas apontam para a continuidade do ciclo de afrouxamento monetário podendo levar a taxa base para mais perto de 3% ao longo de 2026. Mas o contexto aqui tem suas complicações. A possibilidade de que a economia evolua para um quadro de estagflação (ou algo próximo disso) impõe desafios, uma vez que a calibragem dos juros teria que optar por um dos objetivos do duplo mandato do Fed (por exemplo: reduzir os juros estimula a atividade, mas pode contribuir para o aumento da inflação). Os membros do Fomc têm expressado posições divergentes e há preocupações com a substituição do presidente do Fed em maio.

Também é necessário olhar para problemas fiscais. Mesmo com os aumentos de arrecadação com as tarifas e eventuais cortes de despesas, o quadro das contas públicas americanas preocupa. A dívida cresceu muito desde a pandemia, encontrando-se próxima de 100% do PIB (imagem 7), e as projeções do Congressional Budget Office (CBO) apontam para forte crescimento nas próximas décadas. Para deixar claro, a elevada dívida pública dos EUA não deve ser o catalisador de maiores problemas no ano que vem, mas pode dificultar a redução nas taxas de juros e contribuir para a deterioração da economia. Encontrar uma solução para a dinâmica do endividamento público vai ganhar cada vez mais relevância.

Imagem 7: Evolução da Dívida Pública dos EUA



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025

Existe bolha?

Finalmente, uma nota macro sobre a possibilidade de estarmos inflando uma bolha nas empresas de tecnologia que estão liderando a expansão de investimentos em IA. O constante aumento dos preços das ações e os gigantescos investimentos realizados estão assustando os analistas e a visão de que isso não pode continuar indefinidamente cresce. Diferente da bolha da internet na virada do milênio, as empresas que lideram o processo são consolidadas, possuindo receitas geradas por famílias de produtos demandados por todo o globo. Além disso, não vivemos qualquer clima de euforia típico de períodos em que bolhas são formadas.

Por outro lado, revoluções tecnológicas não tendem a exibir trajetórias lineares de crescimento e livres de turbulências. Ao contrário, os processos de inovação e difusão são intrincados e sujeitos a pausas e acelerações. Ou seja, mesmo que não tenhamos uma bolha convencional, a chance de uma correção relevante nos preços das ações é real. O que mais preocupa, no entanto, é que os efeitos negativos de uma queda expressiva no valor das empresas não fiquem limitados aos investidores, transbordando para os consumidores, e sirva de gatilho para uma deterioração do incerto contexto macroeconômico delineado acima.

Com tudo isso, olhamos o cenário macroeconômico para 2026 com um proverbial otimismo cauteloso. Neste caso, isso significa uma deterioração moderada nos principais indicadores (inflação, atividade, dívida pública) acompanhada de uma redução nas incertezas que clareie o horizonte de mais longo prazo. Mas reconhecemos que o balanço de riscos pode pender para um caminho mais pessimista. Seguir em frente com calma e serenidade permanece a melhor estratégia.



Renda Fixa

Economia em dois tempos: a mensagem da curva de juros

Uma das formas mais claras de enxergar o estado de espírito de um mercado é pela curva de juros. Ao longo de 2025, ela passou a contar duas histórias distintas sobre a economia americana — leituras que convivem, mas apontam para direções diferentes. Na ponta curta, o movimento foi quase imediato: indicadores de emprego, que por meses sustentaram a narrativa de resiliência, começaram a sinalizar uma perda gradual de fôlego. Nada dramático, mas suficiente para reativar a ideia de que o Federal Reserve terá de seguir reduzindo juros ao longo de 2026. Isso se refletiu nos títulos mais curtos, mais especificamente de 2 e 3 anos, que recuaram de forma consistente.

Os juros de longo prazo, no entanto, seguiram ou caminho oposto. As taxas de 10, 20 e 30 anos permaneceram persistentemente elevadas, mesmo diante da perspectiva de desaceleração econômica. O descasamento revela inquietação dos investidores com a trajetória fiscal americana e com a própria condução das políticas pública e monetária no país. Em um ambiente de debates intensos sobre institucionalidade americana e a sustentabilidade do endividamento, a remuneração exigida para carregar títulos longos aumentou, incorporando uma camada adicional de incerteza.



O resultado desse contraste — curto em queda, longo pressionado — moldou boa parte do comportamento dos ativos globais ao longo do trimestre. Para o investidor, a mensagem é clara: entender a dinâmica da curva de juros tornou-se fundamental. Em um cenário onde a política fiscal e a credibilidade institucional passam a influenciar tanto quanto os dados econômicos, no final o essencial não foi prever os juros — foi escolher bem onde se posicionar.

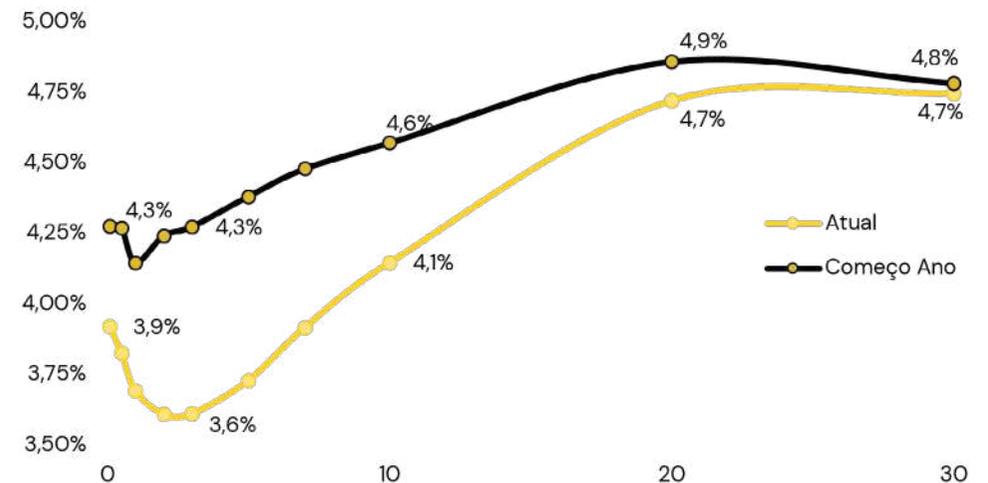
O que explica o aumento do prêmio de longo prazo nos EUA?

Nesse contexto, o term premium (prêmio por prazo) virou uma peça-chave para entender o mercado de títulos dos EUA. Basicamente, ele representa a compensação adicional que os investidores exigem para carregar títulos de prazo mais longo.

Por quase uma década, esse prêmio ficou artificialmente baixo, às vezes até negativo. Expectativas de inflação bem ancoradas, rodadas sucessivas de quantitative easing, política monetária expansionista e intervenções de controle da curva fizeram com que o risco percebido nos juros longos despencasse. O excesso estrutural de demanda por Treasuries comprimiu ainda mais esse prêmio, criando um ambiente onde a duration parecia quase livre de risco.

Esse regime está mudando de forma gradual, porém consistente. À medida que a situação fiscal dos EUA se deteriora, cresce a exigência de retorno para financiar seus déficits em um mundo menos disposto a absorver dívida americana sem questionar. E questões institucionais — como debates sobre a independência do Fed ou possíveis mudanças no arcabouço de política monetária — adicionam mais uma camada de incerteza. O resultado é um term premium que está se expandindo novamente, voltando a médias históricas à medida que investidores globais reprecificam o risco de carregar Treasuries longas.

Imagem 8: Curva de Juros Atual x Início do Ano



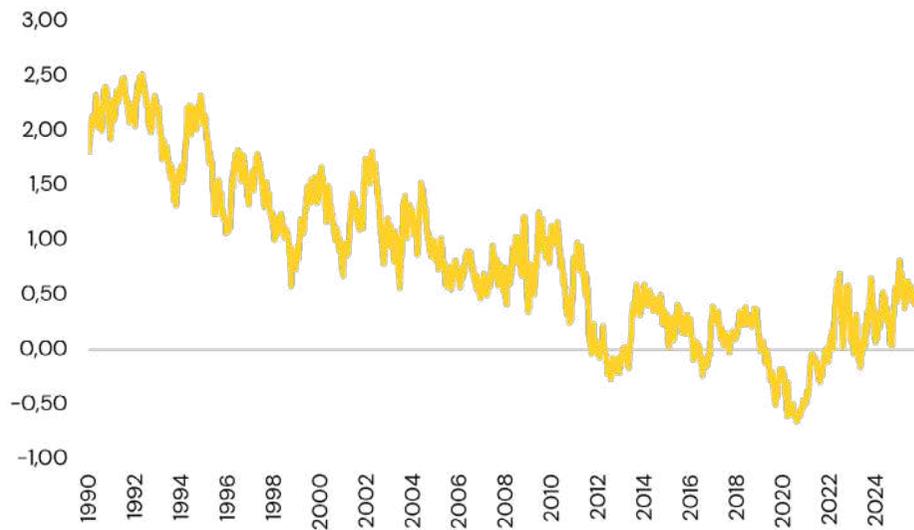
Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025



Nesse ambiente, uma das decisões mais críticas para portfólios de renda fixa passa a ser: **onde se posicionar ao longo da curva?**

A dinâmica atual — com a parte longa exigindo prêmio crescente e a parte curta refletindo o ciclo de flexibilização — tende a favorecer alocações na região intermediária, que captura boa parte da remuneração oferecida sem exposição excessiva à sensibilidade da duration longa.

Imagem 9: Term Premium



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025



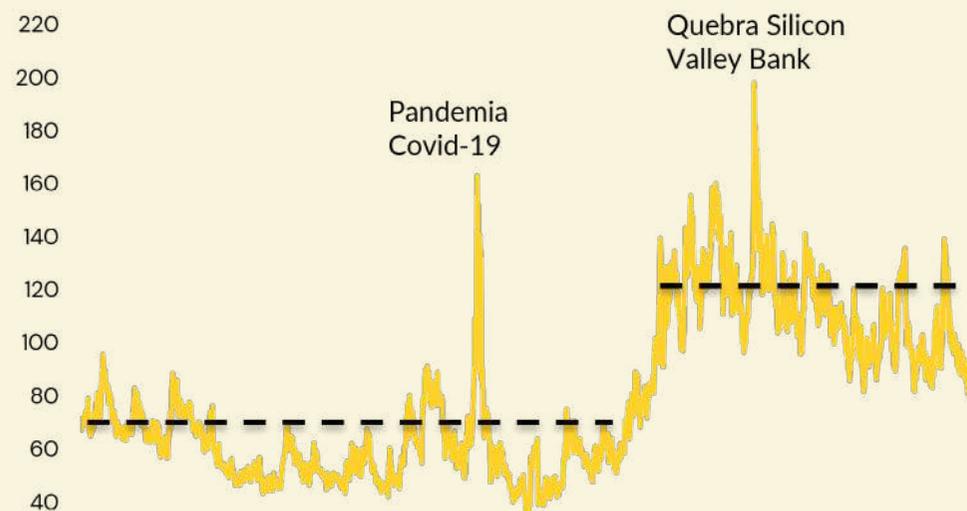
A Normalização do MOVE Index

Se a curva de juros conta uma história de divergência, a volatilidade dos mercados de renda fixa narra outra, complementar. O MOVE Index — frequentemente chamado de “VIX dos bonds” — tem mostrado queda consistente ao longo do segundo semestre, depois de meses marcados por choques de inflação, dúvidas sobre a política monetária e pressões geopolíticas (imagem 10).

Essa normalização não aconteceu por acaso. A comunicação do Federal Reserve ganhou previsibilidade, reduzindo o risco de mudanças abruptas no curto prazo. Ao mesmo tempo, parte das pressões de inflação e atividade, embora ainda presentes, deixou de surpreender negativamente. Some-se a isso o ambiente mais favorável nas bolsas, que ajudou a ancorar o sentimento dos investidores de forma mais ampla.

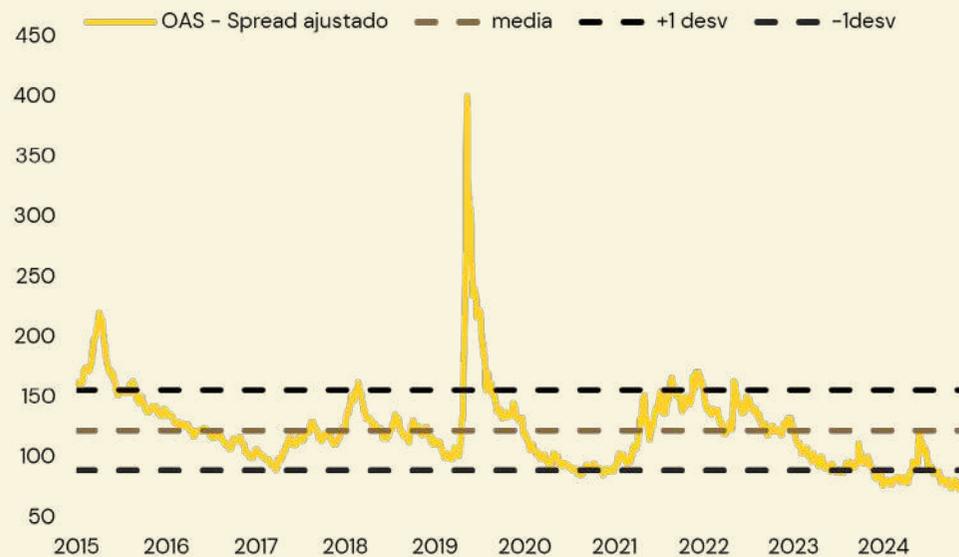
Mas é importante evitar interpretações ingênuas. Um MOVE mais baixo não significa ausência de risco — apenas indica que o mercado enxerga menor amplitude de variação por ora. O histórico mostra que choques repentinos, seja de inflação, seja de política, podem devolver volatilidade com pouquíssimo aviso. Ainda assim, a queda do MOVE ajudou a liberar fluxo para renda fixa e contribuiu para um ambiente mais construtivo nos spreads corporativos, especialmente investment grade (maior qualidade de crédito).

Imagem 10: MOVE Index



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025

Imagem 11: ICE BofA US Corporate - OAS



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025

O mercado Investment Grade

Com taxas mais previsíveis e uma busca clara por qualidade, o crédito investment grade nos Estados Unidos viveu em 2025 seu melhor momento desde o período pós-pandemia. A combinação de taxas atraentes, compressão adicional dos spreads e um mercado primário aquecido permitiu que o índice Bloomberg U.S. Corporate Bond acumulasse entre 7,5% e 7,8% no ano — um contraste marcante com 2024.

Os spreads atingiram patamares que poucos analistas imaginavam ver novamente: mínimas de quase quinze anos, aproximando-se de níveis observados apenas nos anos 1990. A mensagem por trás dessa compressão é nítida: demanda consistente por crédito de alta qualidade, sustentada por balanços fortalecidos e por um ambiente de menor incerteza cíclica.

No mercado primário, a história foi semelhante. Emissões superaram US\$ 1,5 trilhão, com transações bilionárias — muitas delas ligadas ao setor de tecnologia e consumo — sendo absorvidas com facilidade. A combinação de fundamentos sólidos e de um técnico excepcionalmente favorável consolidou 2025 como um ano de recuperação plena para o crédito de alta qualidade.

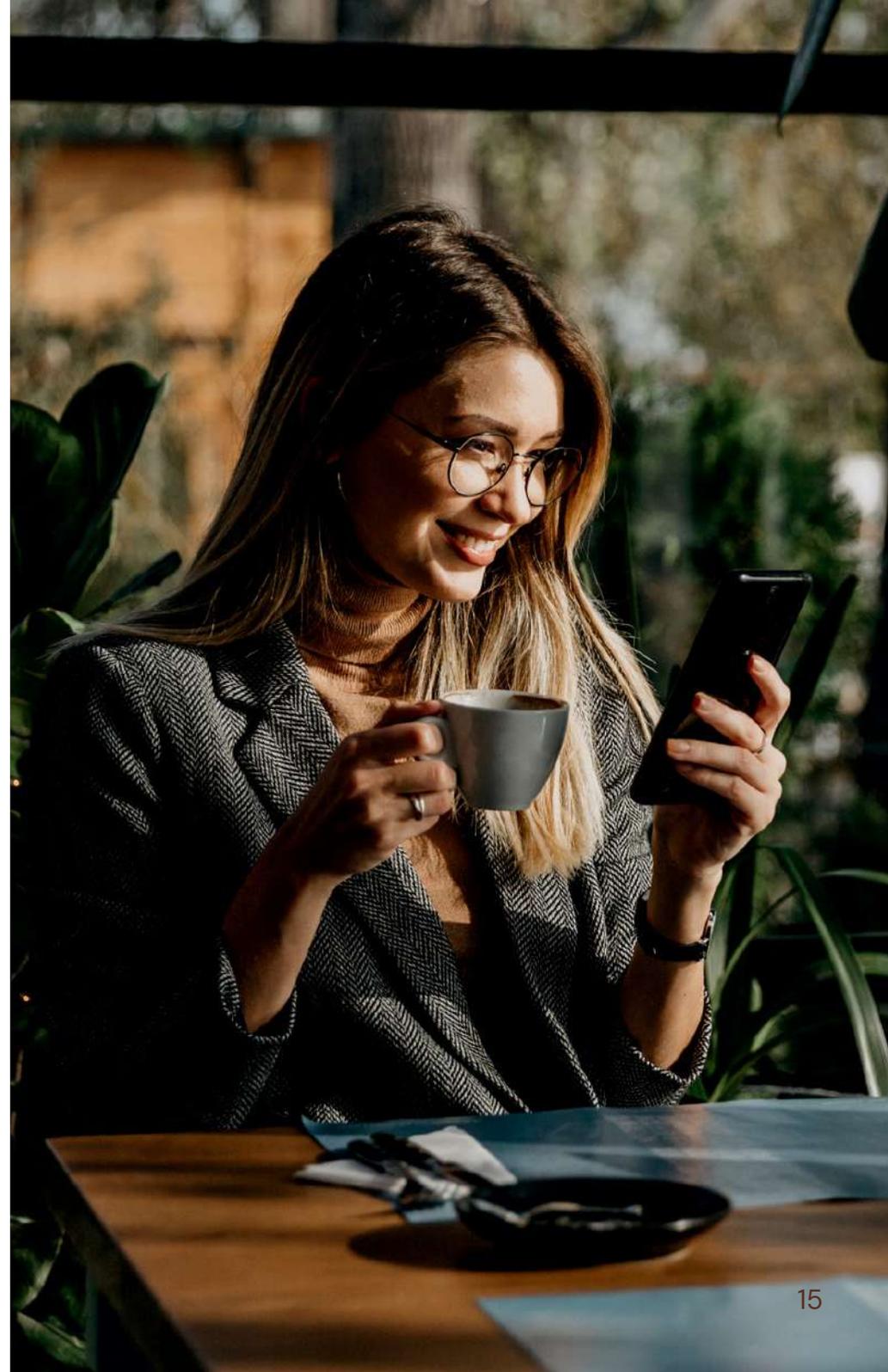


O carregamento como protagonista do High Yield em 2025

Se o investment grade se destacou pela compressão de spreads, o high yield brilhou pelo carregamento. Os retornos próximos de 7% ao longo do ano vieram majoritariamente dos cupons elevados, já que o espaço adicional para valorização de preços foi limitado. Ainda assim, o mercado se mostrou resiliente: spreads na região de 280–300 bps — patamares não vistos desde 2007 — evidenciaram um apetite firme por risco corporativo, ainda que dentro de uma assimetria evidente.

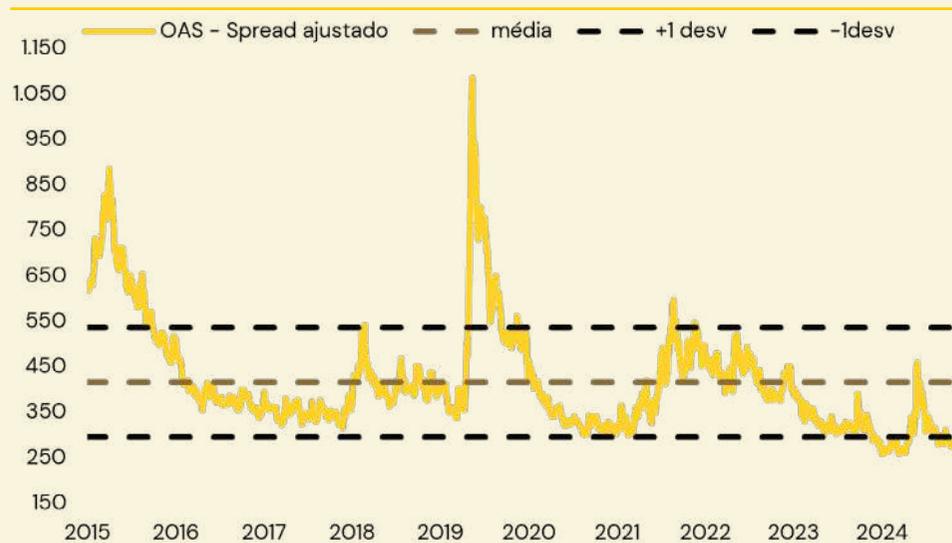
Essa assimetria é o ponto central. Com spreads apertados, o potencial de ganho adicional é pequeno, ao passo que choques negativos podem causar ajustes rápidos. Por outro lado, a duration curta e o carregamento alto funcionam como amortecedores naturais, oferecendo uma alternativa defensiva para quem busca renda em meio à transição da política monetária.

Para 2026, o mercado tem equilíbrio delicado: fundamentos ainda firmes, mas espaço reduzido para nova compressão. O high yield não está livre de riscos, mas continua oferecendo um dos caminhos mais consistentes para quem busca retorno nominal em um ambiente de juros moderadamente mais baixos.



Em resumo, 2025 consolidou um mercado de high yield forte, líquido e com spreads comprimidos, refletindo confiança nas métricas corporativas e apetite contínuo por rendimento. Com taxas de default ainda baixas, o setor atravessou o ano com estabilidade. O quadro atual, porém, exige cautela: o espaço para ganhos adicionais via compressão de spreads é limitado, e choques macro podem gerar correções rápidas. Em contrapartida, a duration baixa e o carregamento alto seguem como atrativos defensivos relevantes para quem busca renda consistente em 2026.

Imagem 12: ICE BofA US Corporate HY - OAS



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025

Da aversão ao apetite na América Latina

O mercado de risco soberano em emergentes viveu uma história de idas e vindas ao longo de 2025, e poucos lugares ilustram isso tão bem quanto a América Latina. O ano começou com sobressaltos: tarifas impostas pelos EUA desencadearam um episódio agudo de aversão ao risco, levando os CDS de países como México e Brasil a testar novamente níveis acima de 200 bps.

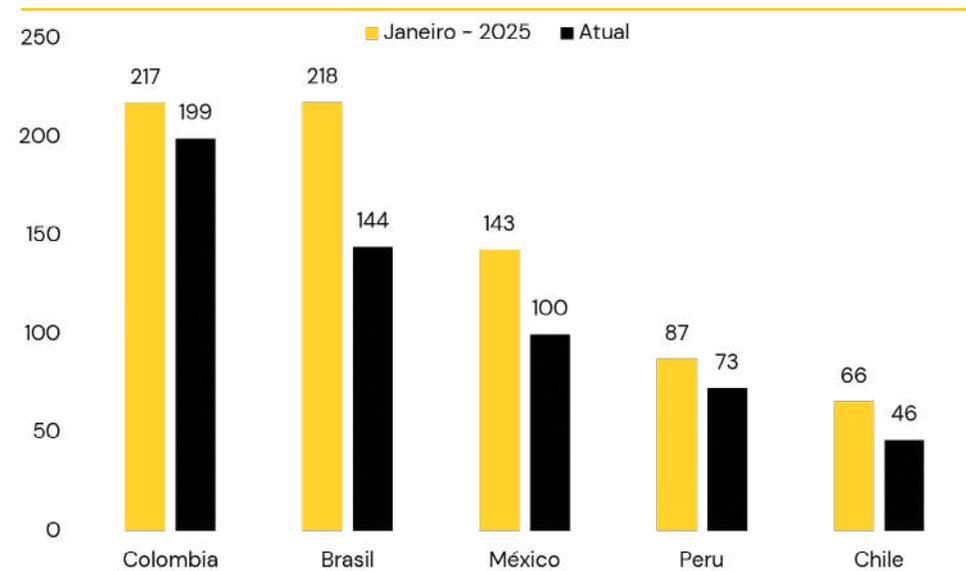
Mas o choque não durou. A partir da metade do ano, a trégua no noticiário comercial, a estabilidade das commodities e a melhora gradual dos indicadores de atividade criaram condições para uma reprecificação acelerada. Os CDS (seguro contra inadimplência) de 5 anos da região fecharam o ano em níveis substancialmente menores: Brasil ao redor de 140 bps, México próximo de 100, Colômbia na casa de 150, Peru e Chile abaixo de 100. Argentina permaneceu exceção, em terreno de estresse de crédito.

O destaque do período ficou por conta do Brasil, que exibiu a maior compressão de CDS entre os emergentes relevantes — reflexo de um processo de reconstrução gradual de confiança, mesmo diante de ruídos internos e externos. Com bancos centrais preservando a âncora de inflação e, em alguns casos, iniciando ciclos de corte, o prêmio de risco recuou de maneira consistente.



No fim das contas, porém, é importante reconhecer que a trajetória de convergência dos prêmios de risco na região deve mais ao ambiente global do que a uma melhora inequívoca nos fundamentos domésticos. A normalização das tensões comerciais, a recuperação do apetite por ativos de maior rendimento e a busca global por alternativas em um mundo ainda digerindo juros reais elevados criaram uma maré favorável que elevou todos os barcos — inclusive os latino-americanos.

Imagem 13: CDS - Países Latam



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025

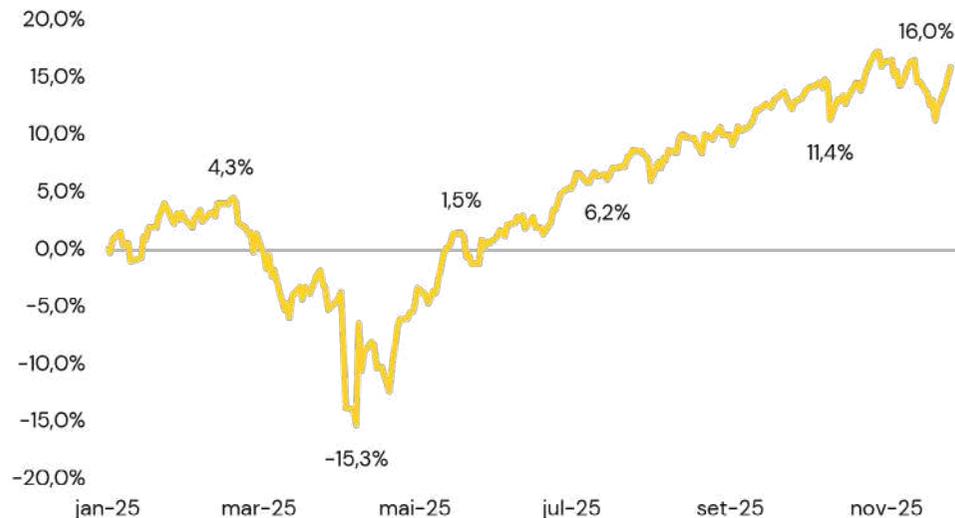


Renda Variável

Estados Unidos

O S&P 500 teve uma média de retornos anuais de aproximadamente 9,3% de 1950 a 2024. O desempenho de 2025, de 16,68% de retorno total, excedeu essa média de longo prazo, embora não por uma margem extraordinária em comparação com outros anos fortes de bull market.

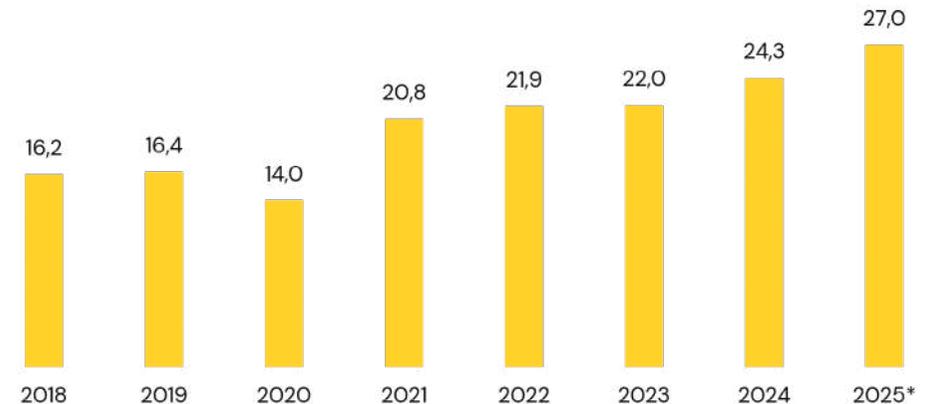
Imagem 14: Desempenho do S&P 500 em 2025



Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025

Uma característica do desempenho de 2025 foi sua base no crescimento dos lucros, com o EPS (Lucro por Ação) futuro continuando a subir, apesar de algumas revisões de estimativas para baixo. Ou seja, o movimento se baseia em crescimento dos lucros e fundamentos corporativos fortes, em vez de expansão de múltiplos. A seguir, atualizaremos nossas teses abordadas no Onde Investir em 2025, dentro do mercado americano.

Imagem 15: EPS (Lucro por Ação) do S&P 500



Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025

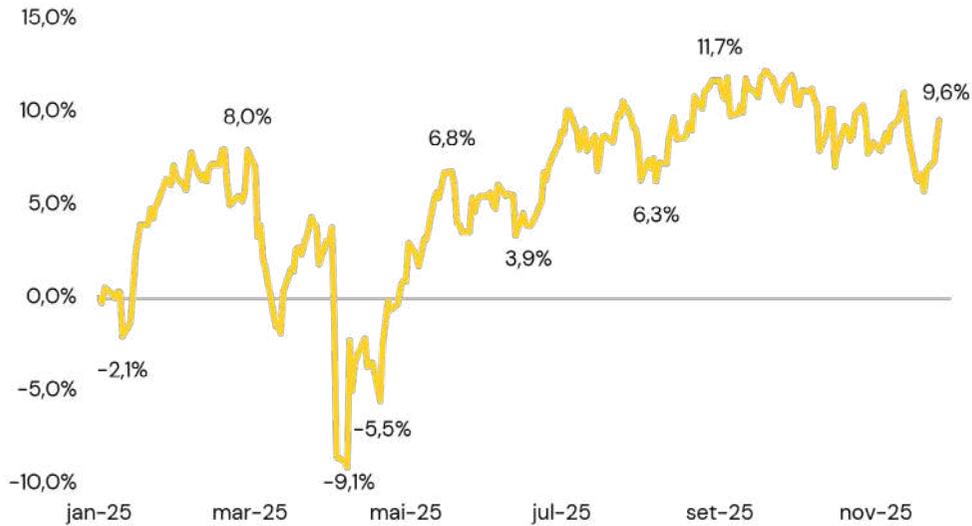


Bancos Americanos

O setor financeiro dos EUA (ETF: XLF) teve um ano notavelmente robusto, impulsionado por múltiplos fatores que convergiram para criar um dos melhores ambientes para estas companhias na memória recente.

Um catalisador foi a recuperação do investment banking após uma desaceleração nos 3 anos anteriores. A atividade de M&A (Fusões e Aquisições) aumentou à medida que as empresas ganharam confiança nas perspectivas econômicas, e os pipelines de IPO (aberturas de capital) se fortaleceram. Os seis maiores bancos dos EUA — JPMorgan Chase, Goldman

Imagem 16: Desempenho do XLF em 2025



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025





Sachs, Morgan Stanley, Bank of America, Citigroup e Wells Fargo — beneficiaram-se da retomada dos negócios, com Goldman Sachs e Morgan Stanley, em particular, apresentando os melhores resultados em relação ao esperado. A receita de trading atingiu seus níveis mais altos desde o primeiro trimestre de 2021.

Outro fator positivo foi a sustentabilidade do NII (receita líquida de juros). Apesar das expectativas de cortes nas taxas de juros, a receita líquida de juros permaneceu resiliente, com uma gestão eficiente dos custos de captação (depósitos) e rendimentos dos empréstimos.

O NII agregado aumentou 6% ano a ano, com base no resultado do 3º trimestre, impulsionada pela queda nos custos de financiamento de depósitos e aceleração do crescimento dos empréstimos. Os Big Four (JPMorgan, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo) viram aumento de ativos sob custódia combinados em US\$ 368,56 bilhões apenas no segundo trimestre. O teste de estresse de 2025 do Fed mostrou que os 22 grandes bancos sujeitos ao teste têm capital suficiente para absorver quase US\$ 550 bilhões em perdas em cenários severamente adversos.

Além disso, a flexibilização da regulação para empréstimos bancários no país é uma das próximas fases da agenda econômica do governo Trump. Encabeçada por Michelle Bowman no Fed, a nova gama de normas deve permitir que o excesso de capital seja usado em empréstimos, recompras de ações e pagamentos de dividendos. A consultoria Jefferies estima o destravamento de US\$ 2,6 trilhões decorrentes das mudanças nas normas.

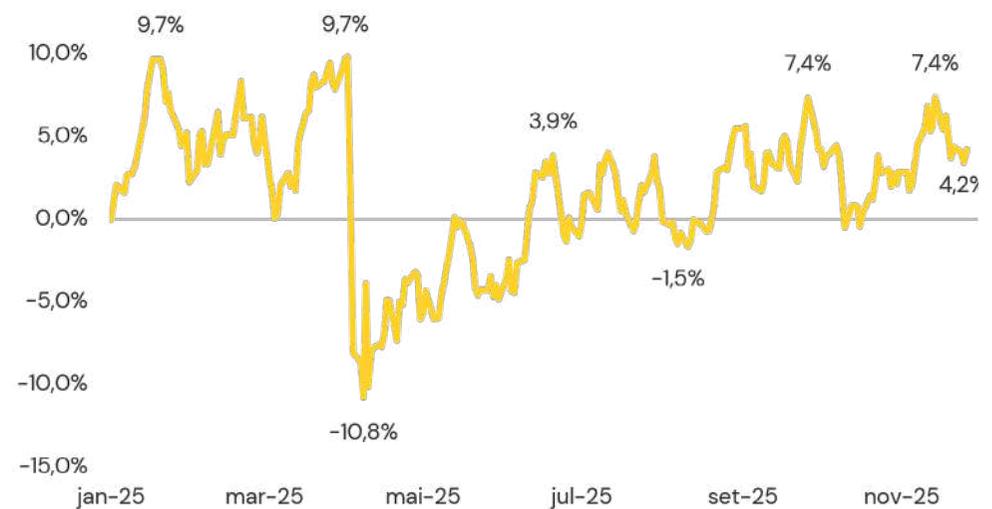
Perspectivas

A narrativa para o setor financeiro, especialmente para os grandes bancos, segue favorável à medida que parte dos principais gatilhos para 2025 ainda não foram acionados, incluindo uma série de mudanças regulatórias. Embora a recuperação de Investment banking já tenha apresentado resultados positivos em 2025, o patamar atual de juros ainda prejudica o ritmo de crescimento de volumes de M&As e IPOs: a expectativa de um ciclo de flexibilização monetária pelo Fed pode impulsionar o volume de atividades de Investment Banking à medida que o custo de capital diminui. Além disso, a captação de dívida para os investimentos relacionados a infraestrutura de IA traz sustentação para receitas de Investment Banking e NII no curto e médio prazo. A solidez de capital combinada com a gestão eficiente do passivo posiciona os grandes bancos para um maior retorno aos acionistas, através de buybacks (recompra de ações) e dividendos mais robustos, dado o excedente de capital para absorver perdas.

Energia

Como antecipamos no início de 2025, o setor de Energia (ETF: XLE) dos EUA enfrentou um período desafiador, principalmente por conta da dinâmica dos preços do petróleo. A queda dos preços da commodity gerou preocupações com o excesso de oferta e uma mudança estrutural em direção às energias renováveis, resultando em retornos modestos de ações e desempenho misto entre os subsetores.

Imagem 17: Desempenho do XLE em 2025



Fonte: Factset. Acesso em 29/04/2025



Para 2026, as projeções indicam desafios adicionais. A EIA (Agência de Informação de Energia dos EUA) previu, corretamente, que o petróleo Brent teria uma média de US\$ 69/barril em 2025, abaixo dos US\$ 81 em 2024. O movimento reflete um aumento do excesso de oferta global, à medida que o crescimento da produção superou a demanda, com a OPEP+ aumentando as metas de produção, enquanto outros países expandiram a produção em 2,0 milhões de b/d (barris por dia) em 2025. A previsão da EIA para 2026 é de um preço de US\$ 52/barril, o que pode trazer impactos negativos adicionais nas companhias do segmento.

Já para energia renovável, o cenário parece mais positivo. Pela primeira vez, as fontes solar e eólica ultrapassaram o carvão na geração de eletricidade nos EUA no início de 2025. O setor de energia elétrica consumiu 15% mais carvão no primeiro

semestre de 2025 em comparação com 2024, devido à maior demanda por eletricidade e aos preços mais altos do gás natural.

Contudo, a participação de energia renovável na geração de eletricidade nos EUA é projetada para aumentar de 24% em 2025 para 26% em 2026. O gás natural deve permanecer como a fonte mais utilizada, com 40%. Os preços do gás natural estão projetados para subir de menos de US\$ 3,00/MMBtu em setembro de 2025 para US\$ 4,10/MMBtu em janeiro de 2026. A capacidade de exportação de GNL dos EUA estava programada para aumentar em 5 Bcf/d (bilhões de pés cúbicos por dia) em 2025 e 2026, à medida que Plaquemines LNG e Corpus Christi LNG Stage 3 (Cheniere) entrassem em operação, elevando as exportações totais para 15 Bcf/d em 2025 e projetando acima dos 16 Bcf/d em 2026, acima dos 12 Bcf/d em 2024.



Perspectivas

Para 2026, assim como em 2025, o setor de energia apresenta uma narrativa dupla e potencialmente um ano volátil pela frente com sentimentos mistos. A projeção para o preço do petróleo impõe um teste para as margens das companhias de Exploração e Produção. Por outro lado, o Gás Natural e o LNG seguem como protagonistas de crescimento. A disparada projetada nos preços do gás combinada com o aumento estrutural da capacidade de exportação dos EUA criam uma oportunidade no setor. O importante é notar que a narrativa para a alocação em energia deixa de ser uma aposta em commodities fósseis para se voltar a diversificação e infraestrutura. Com renováveis projetadas para atingir 26% da matriz e o gás natural consolidado como o combustível de transição dominante, as companhias integradas e aquelas focadas na modernização da geração elétrica tendem a apresentar maior resiliência do que os players puros de petróleo.





Farmacêuticas (GLP-1)

A revolução dos GLP-1 na indústria farmacêutica dominou as manchetes e as receitas nos últimos anos, com a Eli Lilly e a Novo Nordisk travadas em uma competição pelos mercados de obesidade e diabetes, em rápida expansão. O mercado farmacêutico total atingiu US\$ 821 bilhões em 2025, com os GLP-1 representando a classe de medicamentos de crescimento mais rápido. O volume de vendas aumentou 78%, embora o preço não tenha desempenhado papel neste crescimento.

Os quatro medicamentos GLP-1 dominantes se tornaram blockbuster:

- Ozempic (Novo Nordisk): US\$ 35,4 bilhões em vendas, embora o crescimento tenha desacelerado para apenas +7% esperado em 2025 (abaixo dos +26% em 2024) projeção de desaceleração adicional para +3% em 2026.
- Wegovy (Novo Nordisk): US\$ 14,3 bilhões, com crescimento de +40% esperado em 2025 e +25% em 2026.
- Mounjaro (Eli Lilly): US\$ 23,9 bilhões, com vendas de US\$ 5,2 bilhões no segundo trimestre de 2025 e previsão de aumentar +60% ano a ano, para US\$ 18,4 bilhões em 2025, atingindo US\$ 22,8 bilhões até 2026.
- Zepbound (Eli Lilly): US\$ 7,9 bilhões, esperado mais do que dobrar de US\$ 4,9 bilhões em 2024 para US\$ 12,5 bilhões em 2025, atingindo US\$ 18,1 bilhões até 2026.

A participação de mercado de GLP-1 da Novo Nordisk era de 62% contra 35% da Eli Lilly no início de 2025. No entanto, o Zepbound demonstrou eficácia superior, impulsionando melhores resultados de perda de peso do que o Wegovy, o que pode posicionar a Lilly para potencialmente assumir a liderança subsequentemente. Além disso, o Mounjaro tornou-se o principal fornecedor de prescrições de incretina para diabetes tipo 2 nos EUA, solidificando o domínio do mercado.



Os GLP-1 se tornaram os 4 produtos farmacêuticos de crescimento mais rápido globalmente. Mounjaro e Zepbound foram os únicos produtos de lançamento (além do Harvoni) a ultrapassar US\$ 5 bilhões em vendas no primeiro ano, com o Mounjaro vendendo cerca de US\$ 3 bilhões/mês quase três anos após o lançamento. O Goldman Sachs estima que os GLP-1 poderiam impulsionar o PIB dos EUA em 0,4% por meio do aumento da produtividade e economia nos cuidados com a saúde. Além disso, ambas as empresas buscaram expansões de bula (indicações):

- Wegovy (Novo Nordisk): Aprovado para mitigar incidentes cardiovasculares, aliviar sintomas de ICfEP (insuficiência cardíaca com fração de ejeção preservada) e aliviar a dor no joelho em pacientes com obesidade. Uma formulação oral de semaglutida estava sob revisão da FDA, com decisão esperada até o final do ano.
- Ozempic (Novo Nordisk): O único GLP-1 autorizado a retardar a progressão da doença renal e reduzir a mortalidade cardiovascular em pacientes com Diabetes Tipo 2 com doença renal crônica.
- Orforglipron (Eli Lilly): GLP-1 oral em ensaios de fase 3 mostrando 12% de perda de peso em aproximadamente 1 ano, já submetido à FDA, mas ainda não aprovado.

Perspectivas

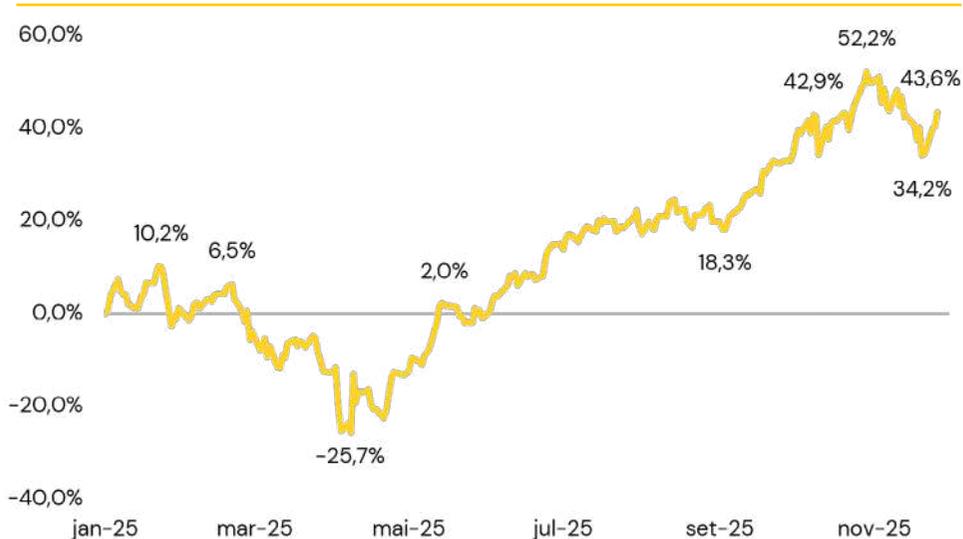
Para 2026, a expectativa é de que o segmento farmacêutico de GLP-1 deixará de ser apenas sobre a demanda reprimida para focar na batalha pela supremacia clínica e na diversificação de formatos. A próxima fronteira de crescimento não está nos injetáveis, mas na conveniência das formulações orais. A aprovação iminente de opções como o Orforglipron (Lilly) e a versão oral da semaglutida (Novo) tem o potencial de democratizar o acesso e explodir os volumes de vendas, superando as barreiras logísticas da cadeia de frio e a resistência de pacientes a agulhas, potencialmente aumentando a receita das companhias.

Além disso, o crescimento de benefícios de efeito secundário para indicações contra doenças renais, cardiovasculares e apneia do sono é estratégico para garantir a cobertura de seguradoras e governos, fazendo com que o acesso seja ampliado. Ao provar que esses fármacos reduzem custos hospitalares e mortalidade, as farmacêuticas protegem suas receitas contra pressões de preço, validando a tese de que os GLP-1 são impulsionadores de produtividade econômica.

Semicondutores

As vendas globais de semicondutores foram projetadas para atingir US\$ 697–701 bilhões em 2025, representando um crescimento de 11,2–12% ano a ano e estabelecendo um novo recorde. O relatório “State of the U.S. Semiconductor Industry” de 2025 reforçou essa trajetória, com a organização World Semiconductor Trade Statistics (WSTS) projetando um crescimento de 15,4%, para quase US\$ 728 bilhões.

Imagem 18: Desempenho do SMH em 2025



Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025

A indústria busca a meta aspiracional de US\$ 1 trilhão em vendas de chips até 2030, exigindo apenas um CAGR (taxa de retorno) de 7,5% entre 2025–2030. A Deloitte enxerga US\$ 2 trilhões até 2040 como uma meta mais próxima da realidade. Para ilustrar, a CEO da AMD, Lisa Su, elevou sua estimativa para o mercado endereçável total (TAM) de chips aceleradores para US\$ 500 bilhões em 2028 — maior do que todas as vendas da indústria de chips em 2023.

A computação de alto desempenho (HPC), incluindo IA, 5G e chips de data center, impulsionou o crescimento mais forte. Para a TSMC, por exemplo, o HPC representou 57% das vendas do terceiro trimestre de 2025, com a empresa registrando recordes: o lucro saltou 39% ano a ano.

A maior parte da produção focou em tecnologias de ponta:

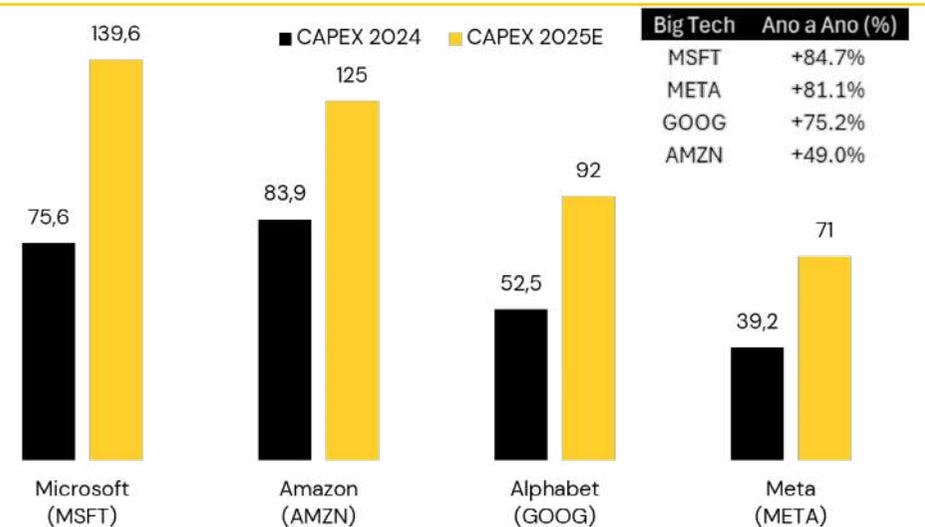
- Chips de 3 nanômetros: 23% da receita total de wafers da TSMC
- Chips de 5 nanômetros: 37%
- Chips de 7 nanômetros: 14%
- Total de nódulos avançados (3nm, 5nm, 7nm): 74% das vendas de wafers

Esses chips menores e mais eficientes foram essenciais para treinar modelos de IA, alimentar a computação em nuvem e suportar dispositivos móveis de última geração. Por segmento, os chips lógicos lideraram o crescimento com +29%, seguidos pela memória com +17% e sensores com +16%. O crescimento regional foi liderado pelos EUA, Ásia e, especialmente, China.

A escassez de chips que assolou 2020–2022 foi amplamente resolvida até 2025. Os prazos de entrega para peças comuns caíram dos atrasos máximos, governos lançaram programas de incentivo como o CHIPS Act dos EUA e o EU Chips Act e a demanda do consumidor por PCs e smartphones desacelerou, dando tempo para as cadeias de suprimentos se recuperarem. No entanto, ainda existem entraves por conta do ciclo e os gargalos de materiais persistem devido à escassez de fornecimento.

A Nvidia (NVDA) permaneceu dominante. A empresa se beneficiou do Plano de Ação de IA do presidente Trump, que visava eliminar a burocracia regulatória e facilitar a expansão de data centers. O aumento dos gastos de capital (CAPEX) das big techs foi crucial (imagem 19), e passa a ser questionado em meio a discussões sobre bolha de preços e ausência de resultados significativos comprovados até o momento.

Imagem 19: Capex das Hyperscalers Americanas (\$Bn)



Fonte: Factset e Relatórios de resultado das companhias.

Acesso em 26/11/2025

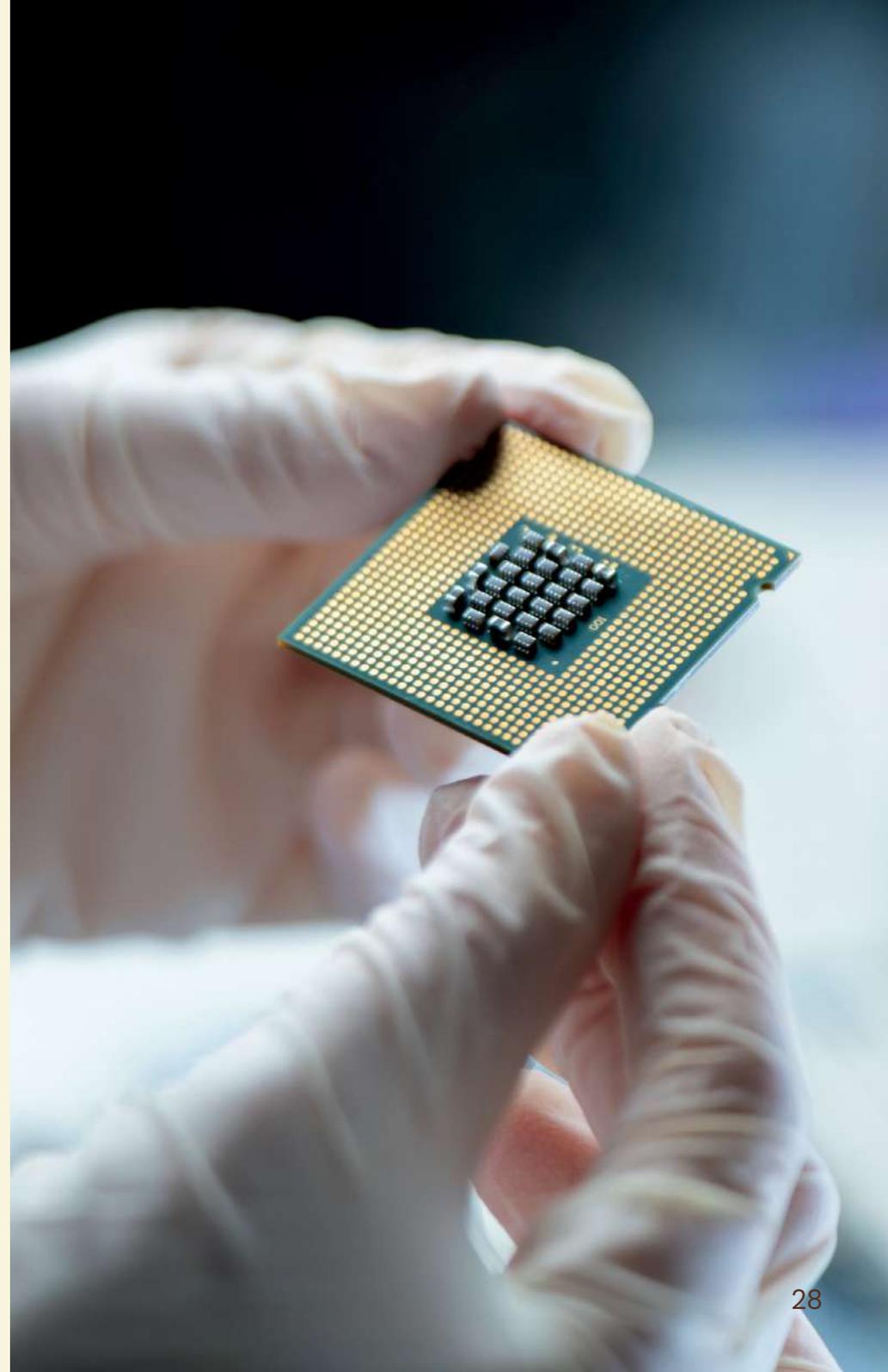


Perspectivas

As maiores companhias de tecnologia, as chamadas Hyperscalers, reafirmaram investimentos ainda mais significativos em chips e tecnologias viabilizadoras da IA para 2026. A sustentabilidade dessa estratégia, e, conseqüentemente, da tese de semicondutores, começa a gerar mais dúvidas, principalmente por conta da necessidade de capital das hyperscalers, que começaram a levantar dívidas para financiar esse crescimento, até então sustentado exclusivamente por um nível robusto de caixa. Nos preços atuais, a tese se mostra mais sensível ao noticiário, mas o entusiasmo continua, e o custo de ficar de fora pode ser elevado.

Enquanto isso, embora a crise de oferta de 2020–2022 tenha sido resolvida, o risco migrou da capacidade de fabricação para a disponibilidade de materiais críticos.

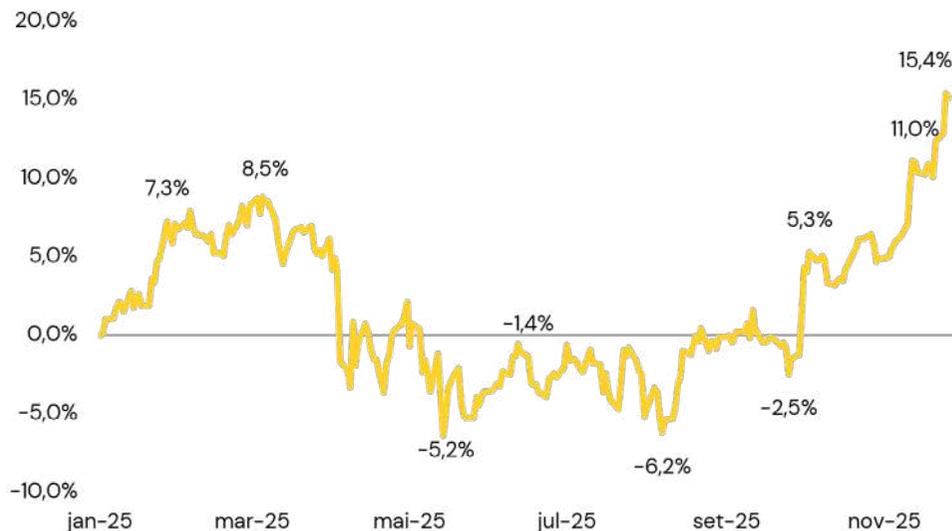
O desafio para 2026 não será apenas fabricar o chip, mas garantir o acesso aos substratos e químicos de alta pureza necessários para os processos de 3nm e além. A geopolítica e a nacionalização das cadeias de suprimento (CHIPS Act) continuarão a ditar onde as novas fábricas serão construídas, mas a eficiência dessas novas plantas será o teste real de rentabilidade. O valor real está na fronteira tecnológica (3nm e 5nm). Neste cenário, as empresas que dominarem a litografia avançada e o empacotamento de chips (packaging) tendem a capturar a maior fatia das margens, enquanto os fabricantes de chips legados enfrentarão maior competição de preços.



Saúde

O setor de Saúde dos EUA enfrentou um ano desafiador devido à incerteza política, pressões regulatórias e desafios específicos das empresas, embora as características defensivas do setor e alguns fatores favoráveis de longo prazo tenham permanecido intactos. O ETF representativo (XLV) mostrou retornos no acumulado do ano de 15,12% até 26 de novembro.

Imagem 20: Desempenho do XLV em 2025



Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025

As políticas de saúde da administração Trump criaram riscos:

- Precificação de medicamentos prescritos, com esforços para alinhar os preços dos EUA com as taxas internacionais.
- Tarifas diretamente aplicadas sobre o setor farmacêutico.
- Cortes orçamentários, com reduções no financiamento de pesquisa em saúde e no Medicaid.
- Incerteza regulatória em meio à expiração de patentes e obstáculos regulatórios.

Essa persistente incerteza política e regulatória afastou investidores. Contudo, apesar dos desafios de curto prazo, o setor manteve suas características defensivas. Segundo a Deloitte, 69% dos executivos esperam receitas mais altas até o fim de 2025, embora a pressão sobre as margens e as mudanças regulatórias continuem sendo preocupações. Além disso, os Centros de Serviços Medicare e Medicaid projetaram que os gastos com saúde nos EUA aumentarão 5,8% anualmente até 2033, apresentando oportunidades demográficas de longo prazo à medida que a geração “baby boomer” envelhece.

Perspectivas

A perspectiva para 2026 é de recuperação cautelosa. O “prêmio de risco político” continuará pesando sobre as ações, mas a solidez dos fluxos de caixa e a demanda estrutural garantida oferecem refúgio, especialmente se as empresas conseguirem navegar o abismo das patentes através de M&As estratégicos e inovação interna.

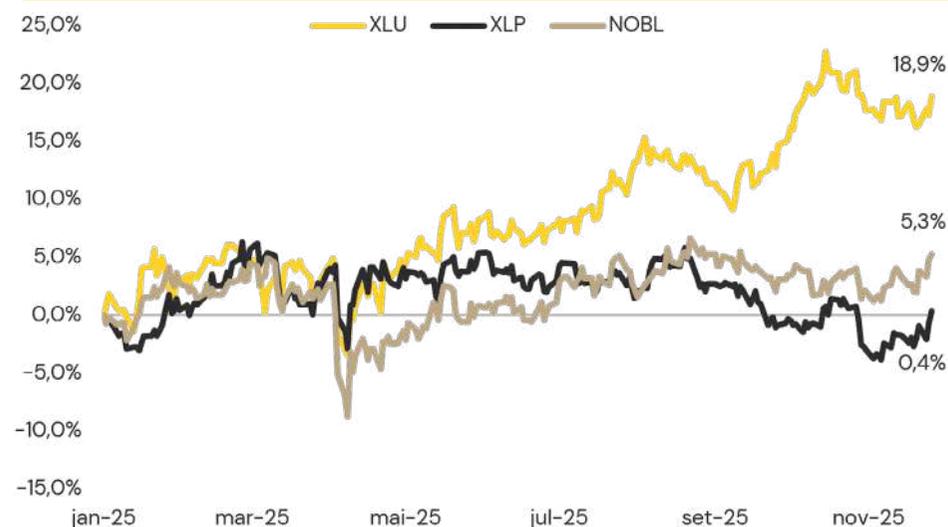
Mas a incerteza política não deve se dissipar rapidamente. Com a pressão sobre o preço de medicamentos e tarifas comerciais, as empresas de saúde terão que focar na proteção de margens. A expectativa de aumento de receita sugere que a estratégia corporativa pivotará de “aumento de preços” para “ganho de eficiência e volume”, buscando compensar a compressão de margens unitárias.

Enquanto a regulação cria um teto para o crescimento explosivo, a demografia cria um piso sólido. A projeção de crescimento de 5,8% ao ano nos gastos com saúde até 2033 (impulsionada pelos Baby Boomers) funciona como um estabilizador automático de receitas. Além disso, o setor pode ver perspectivas positivas caso a economia desacelere ou os setores de alto crescimento enfrentem correções. Isso se dá pelo caráter defensivo: como a demanda por tratamentos médicos não é discricionária, o setor permanece como um hedge vital contra a volatilidade macroeconômica.

Investimentos Defensivos

As ações defensivas — concentradas em utilities (ETF: XLU), bens de consumo básicos (XLP) e dividendos (NOBL) — demonstraram seu papel tradicional como estabilizadores de portfólio em 2025, mostrando resiliência em meio à volatilidade, embora as taxas de crescimento tenham moderado.

Imagem 21: Desempenho de ETFs Defensivos em 2025



Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025



Utilidades Públicas

O setor de utilities foi destaque, superando os índices mais amplos, unindo relativa estabilidade com perspectivas positivas ligadas ao uso intensivo de energia por data centers. Isso tornou as utilities o terceiro setor de melhor desempenho do S&P 500, atrás de tecnologia (25,9%) e comunicações (25,8%).

Bens de Consumo Básicos

O crescimento dos bens de consumo básicos moderou, mas permaneceu positivo. O ETF Consumer Staples Select Sector SPDR (XLP) registrou ganhos de 4,8% no acumulado do ano até outubro, com desempenho inferior ao do mercado geral, mas proporcionando estabilidade.

Aristocratas de Dividendos

Muitos líderes defensivos pertenciam aos “Aristocratas de Dividendos” — empresas que aumentaram os pagamentos por mais de 25 anos, em geral companhias com estabilidade de receitas e defensivas por consequência. Esse histórico de dividendos proporcionou estabilidade de renda e preservação de capital durante a volatilidade.

Perspectivas

Considerando a volatilidade de 2025 e o receio de uma possível correção, com dúvidas sobre a sustentabilidade do ritmo de crescimento de tech daqui para frente, os investimentos defensivos podem continuar fornecendo proteção para uma carteira diversificada. Dado o cenário de possível correção em 2026, com incertezas fiscais e geopolíticas, a volatilidade do mercado pode aumentar, mas o mais importante é seguir em frente com calma e consistência. Defensivos possuem justamente a função de controlar a volatilidade da carteira com a diversificação da composição setorial, uma vez que fornecem menor exposição ao risco de correção tech, contando com empresas mais consolidadas e menos sensíveis a eventos de incerteza ou reversão de expectativas sobre o crescimento futuro.

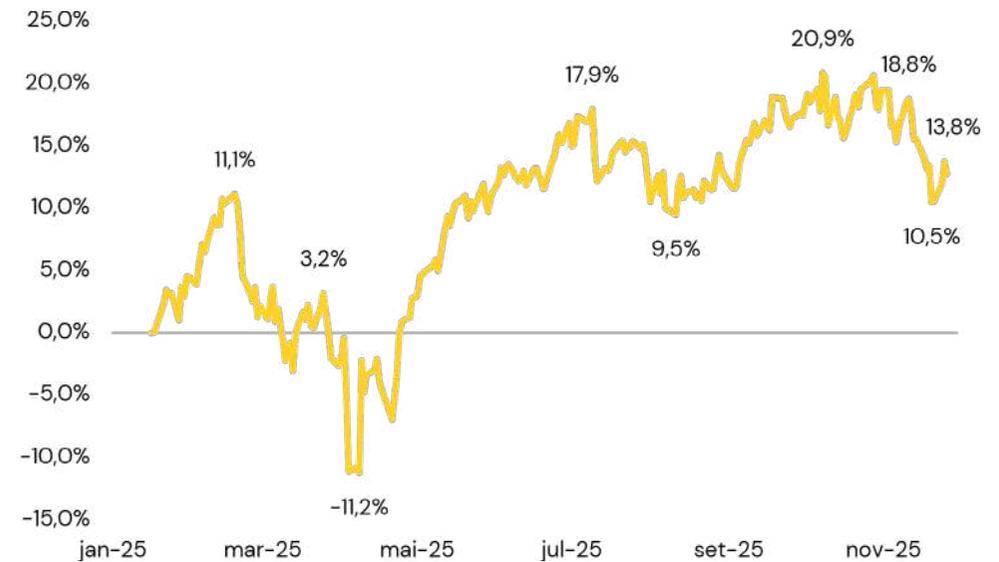
Cibersegurança

As ações de cibersegurança entregaram fortes retornos em 2025, à medida que ameaças impulsionadas por IA, vulnerabilidades quânticas e arquiteturas de “confiança zero” (zero-trust) impulsionaram aumentos nos gastos da indústria em 12,2%, um pouco abaixo do mercado geral.

As projeções para o crescimento do mercado global de cibersegurança crescem até 2032, com a Fortune Business Insights prevendo um CAGR de 14,4%. Esse crescimento seria sustentado pela escalada das ameaças cibernéticas e requisitos de conformidade obrigatórios: 45% das organizações enfrentaram ataques à supply chain em 2025, estabelecendo novos recordes de custo de violação.

A mudança para arquiteturas de “confiança zero” e criptografia resiliente à computação quântica acelerou. Empresas dos EUA e Europa lideraram os aumentos de gastos, com a indústria adicionando 12,2% em despesas totais. O Global Cybersecurity Outlook 2025 do Fórum Econômico Mundial e o Cyber Security Report 2025 da Check Point destacaram o aumento das ameaças impulsionadas por IA e a necessidade de defesas avançadas.

Imagem 22: Desempenho de Ciberseg. (CIBR) em 2025

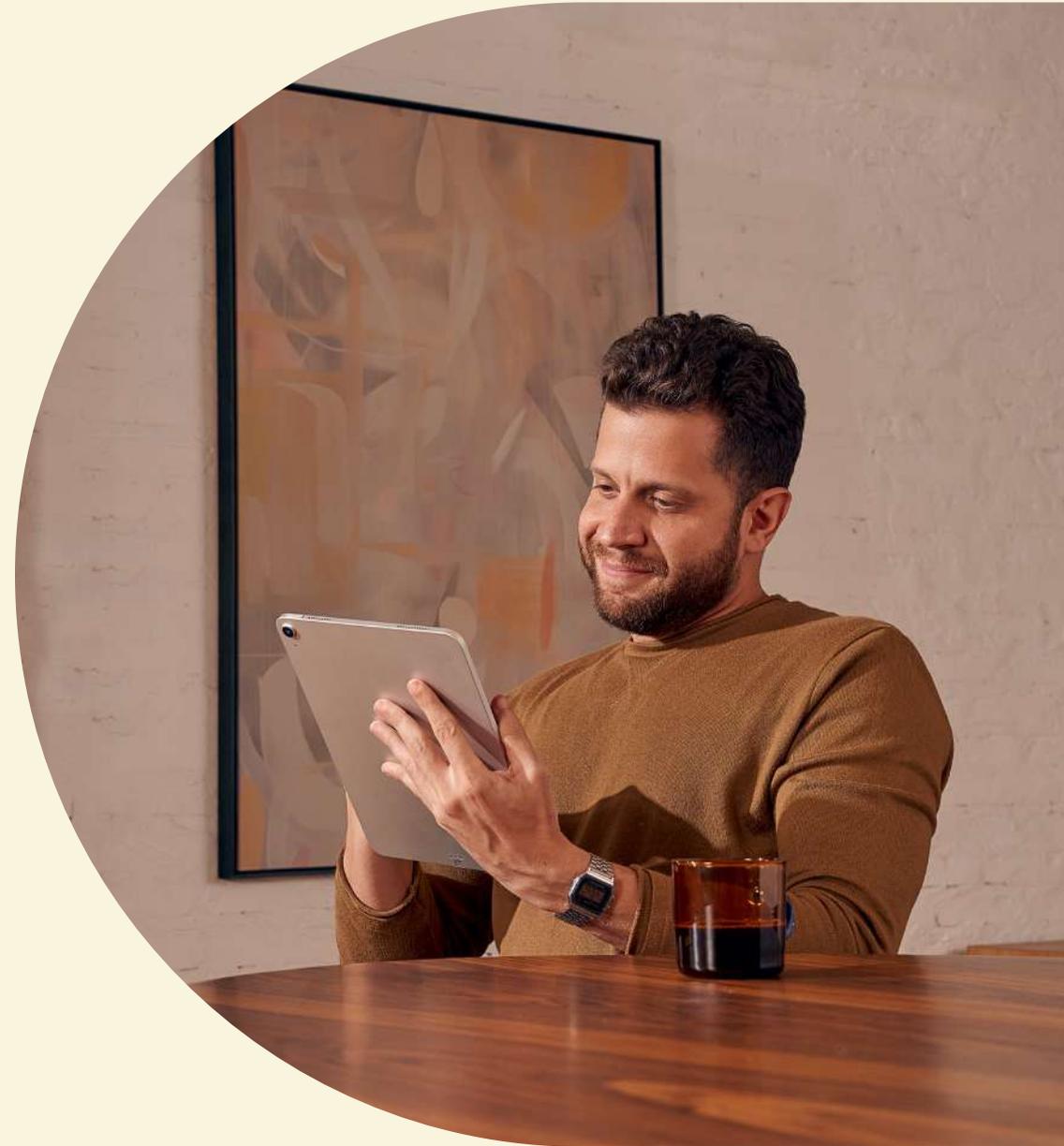


Fonte:Factset. Acesso em 26/11/2025



Perspectivas

A tese continua apresentando uma perspectiva de crescimento associada ao desenvolvimento tecnológico, à medida que as ameaças aumentam em nível de complexidade de maneira correlacionada. A projeção de aceleração do crescimento (CAGR de 14,4% até 2032) indica que o mercado ainda não atingiu seu pico de maturidade e que há espaço para crescimento. Vale ressaltar que a dinâmica de investimento será ditada não apenas pela conformidade básica, mas pela necessidade de combater ameaças assimétricas impulsionadas por IA.





Renda Variável

China

Após meia década definida por um grande controle regulatório, desalavancagem do setor imobiliário e um cenário geopolítico deteriorado (principalmente com uma maior competição estratégica frente aos EUA), resultando em desconfiança de investidores em relação principalmente ao caráter regulatório, o cenário na China parece estar mudando para um novo paradigma: desenvolvimento de alta qualidade. Esta doutrina, centro do 15º Plano Quinquenal (2026–2030), prioriza a soberania tecnológica, a atualização industrial e a integração generalizada da Inteligência Artificial (IA) na economia real em detrimento da expansão de infraestrutura impulsionada por dívida do passado. Por isso, focaremos nossa análise em um setor específico no mercado chinês: tecnologia.

Para o investidor global sofisticado, a narrativa de “ininvestível” que assolou os ativos chineses no início da década de 2020 pode perder força em um ambiente de Smart Beta, apoiado em 3 fatores principais:

Re-rating de valuation: ativos de tecnologia chineses são negociados com desconto em relação a pares globais, apesar de capacidade de inovação comparável em IA Generativa e computação em nuvem.



Estímulos soberanos: a nacionalização forçada das cadeias de suprimentos de semicondutores e software está criando mercados domésticos praticamente garantidos para campeões nacionais como SMIC, Huawei e CXMT, efetivamente socializando seus custos de P&D (pesquisa e desenvolvimento) e garantindo uma maior recorrência de receita.

Camada de aplicação: enquanto os mercados dos EUA focam na “Camada de Infraestrutura” (chips), a China está monetizando rapidamente a “Camada de Aplicação”, alavancando bases de usuários em ecossistemas sociais (WeChat, Douyin) para impulsionar a receita de IA sem exigir a mesma intensidade de investimentos que os hyperscalers dos EUA.

No entanto, há riscos idiossincráticos. A “Guerra dos Chips” intensificou-se, criando gargalos em Memória de Alta Largura de Banda (HBM) que ameaçam o teto das capacidades computacionais. Simultaneamente, um fenômeno doméstico conhecido como “involução” (competição intensa e destrutiva de margens) está levando os preços pelos serviços de LLM (modelos de linguagem) a quase zero, desafiando a lucratividade dos provedores de modelos fundamentais.

Imagem 23: Desempenho de China (MCHI) em 2025



Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025



Perspectiva Macro

O fator favorável crítico para 2026 é a reversão do ciclo global de taxas de juros. À medida que o Federal Reserve retoma o ciclo de cortes, espera-se que a pressão sobre o Yuan (RMB) diminua, permitindo ao Banco Popular da China (PBOC) mais flexibilidade para implantar estímulos monetários sem arriscar fuga de capitais. Taxas mais baixas nos EUA também se correlacionam historicamente com um dólar mais fraco, o que impulsiona ativos de mercados emergentes e melhora as condições de liquidez para empresas de tecnologia listadas em Hong Kong.

Do lado fiscal, o clima de investimento em 2026 estará ligado ao lançamento do 15º Plano Quinquenal. Ao contrário dos planos anteriores, focados na urbanização, este ciclo foca nas “Novas Forças Produtivas”: manufatura de alta tecnologia e soberania digital.

Espera-se que o plano institucionalize o AI Plus como uma política organizacional central, obrigando a integração da IA na governança municipal, manufatura industrial e logística. Isso implica que empresas estatais (SOEs) e agências governamentais serão obrigadas a migrar cargas de trabalho para nuvens domésticas (Alibaba Cloud, Huawei Cloud) e usar software doméstico, isolando essas empresas da concorrência estrangeira.

Além disso, o plano enfatiza o “desenvolvimento de alta qualidade” sobre números brutos de crescimento do PIB. Isso sugere que, embora o crescimento econômico possa moderar para a faixa de 4,6% em 2026, a composição desse crescimento mudará em direção a setores de tecnologia de margem mais alta e maior valor agregado.

A Batalha de IA na China

Impossibilitadas de depender exclusivamente de chips importados de ponta, as empresas chinesas criaram um ecossistema onde a inovação arquitetural compensa a escassez física, criando plataformas com alto engajamento de usuários e ecossistemas integrados.

Nesse cenário, observa-se uma bifurcação entre os gigantes tecnológicos: um grupo aposta na reestruturação completa para se tornar a base da infraestrutura de nuvem e IA, investindo pesadamente e abrindo códigos para criar dependência em seus ambientes, apesar do ceticismo quanto ao retorno sobre o capital. Outro grupo adota integração vertical, utilizando a IA para gerar retornos através de ganhos de eficiência e retenção.

Simultaneamente, o mercado foi abalado por avanços em eficiência que permitiram alcançar paridade técnica com modelos globais a uma fração do custo. Isso desencadeou uma guerra de preços agressiva, conhecida como “involução”, que corrói as margens dos desenvolvedores de modelos e transfere o valor econômico para as aplicações finais e para a camada de hardware. Em última análise, o teto das ambições chinesas em IA permanece atrelado à capacidade da indústria doméstica de alcançar autossuficiência na cadeia de suprimentos de semicondutores.

Riscos Estruturais

Embora os argumentos tecnológicos e de valuation sejam convincentes, o macroambiente em 2026 retém fragilidade significativa. A transição para o “Desenvolvimento de Alta Qualidade” não é indolor.

O termo “involução” (neijuan) mudou do discurso sociológico para a análise financeira. Ele descreve um estado de competição intensa onde os participantes trabalham mais por retornos decrescentes. Isso é evidente no setor de IA, onde os cortes de preços da DeepSeek evaporaram as margens, e no setor de aviação, onde as companhias aéreas se engajaram em subcotação agressiva de tarifas apesar do aumento de volumes.

Para investidores, isso sinaliza uma divergência entre crescimento de receita e crescimento de lucro. As empresas podem reportar números crescentes de usuários e métricas de uso em 2026 (por exemplo, consumo de tokens), mas se o preço unitário desse uso colapsar, o valor patrimonial não acompanhará.

Além disso, a economia subjacente enfrenta pressão deflacionária persistente. O 15º Plano Quinquenal prioriza a oferta industrial sobre a demanda das famílias. Sem uma recuperação robusta nos gastos das famílias, a potencial valorização para ações de comércio eletrônico e consumo discricionário é limitado. O crescimento em 2026 é impulsionado pelo lado da oferta e não necessariamente da demanda.



Perspectivas

Para 2026, a narrativa de aversão ao mercado chinês cede lugar a uma tese de transformação estrutural. Contudo, o cenário é misto. O conjunto positivo é composto da tentativa chinesa de realizar uma migração forçada para um ecossistema de soberania tecnológica e manufatura avançada, e do alívio de pressão cambial, potencializando o rerating de ativos de tecnologia atualmente descontados, gera um fator de maior atratividade.

Como ponto de atenção, o novo paradigma enfrenta o desafio de converter inovação técnica e volume de uso em retorno financeiro real. Enquanto a restrição de hardware forçou uma engenhosidade na camada de aplicação e eficiência de software, o fenômeno da involução cria um paradoxo onde o crescimento da receita digital pode não acompanhar a expansão do uso, devido a guerras de preços que comprimem as margens de lucro.

Além disso, a estratégia de crescimento permanece desequilibrada: ao priorizar o lado da oferta e as “Novas Forças Produtivas” em detrimento do estímulo ao consumo das famílias, a China corre o risco de criar uma infraestrutura tecnológica robusta sem uma demanda interna correspondente para absorvê-la plenamente e com um menor estímulo de consumo interno.





Renda Variável

Europa

Se por uma década os retornos globais de ações foram dominados pelos Estados Unidos, 2025 sinalizou uma possível inversão desta tendência, ou pelo menos uma menor concentração, e a Europa passou a chamar mais a atenção de investidores globais, especialmente através da lente do Equity Risk Premium (ERP) — o retorno excedente que investidores demandam para manter ações sobre ativos livres de risco.

Estados Unidos: O ERP americano comprimiu a níveis historicamente baixos, estimado em aproximadamente 4,64% em agosto, abaixo da média histórica de 5–6%. Alguns segmentos de crescimento apresentam prêmio de risco negativo, ou seja: preços dos ativos americanos apreciaram mais rápido que os lucros, embutindo expectativas de crescimento excepcionalmente altas. Com pouco espaço para “re-rating” (expansão de múltiplos), retornos futuros dependem de “perfeição” nos lucros.

Europa: a Zona do Euro oferece ERP próximo de 5,5%, apesar da forte performance do ano. Este prêmio mais amplo fornece uma margem de segurança, sugerindo que ativos europeus



estão precificados com cautela ao invés de euforia. Para investidores, isto se traduz em maior compensação por risco e maior potencial para upside através de reversão à média (4,5%–5%), independente de crescimento agressivo de lucros.

Além disso, os mercados europeus trazem um componente de diversificação (não apenas geográfico), pela maior ponderação em setores de Valor — como Financeiro, Industrial e Materiais Básicos. No atual ambiente geopolítico e econômico, a composição de “Velha Economia” pode ser vista como um benefício estratégico. Um regime de taxas de juros estruturalmente mais altas e inflação persistente favorece estes setores de geração de caixa previsível e consistente, oferecendo hedge contra o risco de concentração.



Imagem 24: Equity Risk Premium em 2025

<i>Regiões</i>	<i>ERP</i>
Japão	5.25%
EUA	4.61%
Europa	5.43%
Mercados emergentes	7.00%
Índia	7.46%
China	5.25%
Global	5.88%

Fonte: Damodaran. Acesso em 22/08/2025

Panorama Macroeconômico

Após um período de estagnação, a Zona do Euro deve apresentar crescimento moderado, com FMI e OCDE projetando expansão do PIB na faixa de 1,0% a 1,2% para 2026. O processo desinflacionário, embora amplamente bem-sucedido, apresenta nuances para 2026. BCE e FMI preveem inflação entre 1,7% e 1,9% em 2026, criando uma janela para flexibilização monetária. Contudo, a fase final da desinflação permanece sensível a choques de commodities energéticas e efeitos sobre o salário no setor de serviços.

Estímulo Alemão vs. Déficit Francês

Uma variável crítica para 2026 é a divergência crescente na saúde fiscal do bloco, exemplificada pelas suas duas maiores economias:

- **Alemanha:** O “Freio da Dívida”, há muito uma vaca sagrada da política fiscal alemã, está sendo contornado para permitir estímulo necessário em infraestrutura e defesa. Este impulso fiscal deve reverberar através da cadeia de suprimentos industrial, beneficiando empresas de bens de capital e construção.
- **França:** Déficits orçamentários projetados em torno de 5% do PIB até 2026, levando dívida pública a 120% do PIB até 2027. O spread crescente entre yields franceses e alemães reflete apreensão do mercado quanto à sustentabilidade fiscal na ausência de austeridade rigorosa—medidas que enfrentam desafios políticos significativos dado o parlamento fragmentado.

Esta divergência cria ambiente complexo para a moeda única: o estímulo alemão pressiona por taxas mais altas para combater a inflação localizada, enquanto a sustentabilidade da dívida francesa requer taxas mais baixas para gerenciar custos de serviço de juros. Um ciclo de afrouxamento pode favorecer o crescimento de crédito e aliviar pressão nos setores imobiliário e de construção.

Bancos Europeus

O setor financeiro europeu apresenta boas perspectivas de desenvolvimento em 2026. Diferente da era pós-GFC, quando bancos europeus eram assolados por empréstimos não performantes e déficits de capital, o panorama atual é definido por capital excedente, balanços robustos e mudança estrutural na rentabilidade.

Apesar da queda nas taxas de juros, margens líquidas de juros devem permanecer resilientes devido a hedges estruturais e spreads de yield crescentes. A curva de juros inclinada permite aos bancos emprestar a taxas de longo prazo mais altas enquanto os custos de funding declinam.

Além disso, a gestão de custos permanece um fator positivo da recuperação bancária, com programas de enxugamento de pessoal em meio a uma possível substituição estrutural de trabalho por tecnologia, especificamente aplicação de IA em serviços ao cliente e automação de compliance.

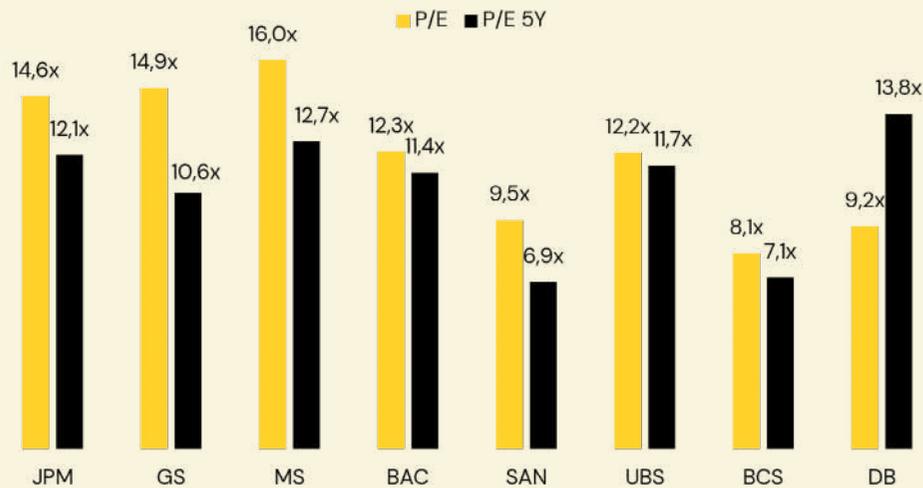
Outro ponto favorável é notar que o setor passa por um alto retorno de capital aos acionistas. Retornos devem superar o recorde de 2024 de €210 bilhões, impulsionados por buybacks e dividendos. Esta redução na contagem de ações (redução mediana de 6% em 2022–24) atua como impulsionador ao crescimento do EPS, independente de expansão da receita.



Perspectivas

Existe uma vantagem comparativa dos bancos de investimento europeus sobre suas contrapartes americanas em termos de valuation. J.P. Morgan sinalizou valuations de bancos americanos (ex: Goldman Sachs, Morgan Stanley negociando a 14-15x) mais caros relativos a pares europeus como Barclays e Deutsche Bank, que negociam a aproximadamente 8,5x a 10x. Este diferencial de valuation fornece margem de segurança e espaço para re-rating conforme o prêmio europeu aumente.

Imagem 25: P/E NTM x Média dos Últimos 5 anos



Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025





Defesa Europeia

O ano de 2025 marcou um ponto de inflexão para o setor de defesa na Europa. O que começou como uma reação emergencial a tensões geopolíticas se transformou em uma tese de investimento secular, alimentada por aumentos orçamentários e uma mudança estrutural na mentalidade de soberania do continente.

As ações do setor experimentaram uma valorização explosiva, mas uma análise mais atenta revela que o motor desse crescimento está mudando de engrenagem: estamos saindo da era da especulação orçamentária para entrar na era da exigência industrial.

Enquanto as superpotências militares tradicionais mostram sinais de estabilização nos gastos, a Europa iniciou uma corrida de recuperação agressiva. As projeções indicam que os orçamentos de defesa europeus crescerão 6,8% ao ano entre 2024 e 2035, superando os Estados Unidos (1,7%), a Rússia (3,2%) e a China (3,1%). O resultado é um ganho de relevância global: a participação da Europa nos gastos mundiais com defesa saltará de 16% para 22% até 2030.

Simultaneamente, o piso de gastos da OTAN está subindo. Os membros europeus não apenas atingiram a meta histórica de 2% do PIB, como já caminham para um novo consenso de 3,5% até 2035. Para a indústria, isso se traduz em visibilidade

de receita de longuíssimo prazo, blindada contra ciclos econômicos tradicionais.

Outro vetor para a alta de 50% nas ações no último ano foi a entrada de novos fluxos de capital. Pelo menos 30 grandes fundos europeus ligados à sustentabilidade adicionaram posições em aeroespço e defesa. O setor de defesa deixou de ser evitado por critérios ESG e passou a ser classificado como um pilar de investimento responsável para a proteção das democracias, da soberania e das populações civis.

Perspectivas

Apesar do otimismo, a tese de investimento está sofrendo uma mudança crítica. O lado da demanda aparentemente já está resolvido. Os gastos da UE subiram 19% em 2024 e devem atingir 381 bilhões de euros em 2025. As carteiras de pedidos (backlogs) das empresas expandiram para uma média de 3,9 anos de vendas, bem acima da média histórica de 3,0 anos. A receita de 2026 já está, na prática, contratada.

O problema agora é no lado da oferta, uma vez que a variável crítica deixou de ser quanto os governos vão gastar e passou a ser quão rápido as fábricas conseguem produzir. O alerta vermelho acendeu com a Hensoldt AG, cujas ações caíram 8,4% após um guidance decepcionante, ilustrando o perigo da fase atual, no qual o mercado já precificou grande parte do crescimento. Agora, restrições na cadeia de suprimentos, a escassez aguda de mão de obra qualificada e os altos custos para aumentar a capacidade produtiva (ramp-up) começam a pressionar as margens.

Até 2026, os investidores potencialmente darão menos atenção a anúncios de novos contratos e passarão a focar na execução industrial. As empresas que conseguirem converter seus backlogs recorde em entregas pontuais, mantendo as margens sob controle, serão as vencedoras. O setor transitou da narrativa de dividendos para o imperativo de segurança, mas para o acionista, o foco agora deve transitar da euforia do crescimento para a disciplina da entrega.

Tecnologia

O setor de tecnologia europeu em 2026 é definido pela interseção de inovação e regulação. Diferente do mercado americano, a tese tech da Europa é construída sobre uma tentativa de soberania digital e aplicação industrial.

Imagem 26: Desempenho de Tech Europa em 2025



Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025



Gastos em TI europeus são projetados para disparar 11,1% em 2026, segundo a Gartner, atingindo ~\$1,5 trilhão. Este crescimento é fortemente ponderado em software e serviços de TI ao invés de hardware. O catalisador primário é a integração de IA Generativa em fluxos empresariais. Segundo a Gartner, gastos em GenAI sozinhos são previstos para crescer 78,2% em 2026. Além disso, tensões geopolíticas e a implementação do EU AI Act (totalmente aplicado até 2026) estão impulsionando soluções de Cloud, com organizações europeias cada vez mais movendo infraestrutura para perto de casa para atender a demandas regulatórias e de segurança.

Perspectivas

Similar aos catalisadores regulatórios japoneses, o setor de tecnologia europeu pode apresentar perspectivas positivas, mas não necessariamente sendo um vetor do fluxo de investimentos em tecnologia e AI, principalmente considerando que existe competição extensiva com as Big Techs americanas. A possível vantagem para o setor é o desconto de valuation em relação às tech americanas, que pode apresentar um re-rating com o crescimento potencial após os catalisadores regulatórios.



Luxo

O setor de bens de luxo europeu, dominado pelos conglomerados LVMH, Kering, Ferrari, Richemont e Hermès, é afetado tanto pelas oportunidades quanto vulnerabilidades da tese mais ampla de investimento na região.

O mercado global de bens de luxo pessoais está em um ponto de potencial mudança estrutural. Após o boom sem precedentes de “revenge spending” da era pós-pandêmica e a subsequente normalização corretiva de 2024–2025, o setor está transitando para uma fase de calibração. O consenso emergente de instituições financeiras líderes, incluindo J.P. Morgan, Morgan Stanley e Goldman Sachs, ao lado de insights estratégicos de Bain & Company e McKinsey, indica que a indústria está se afastando de uma era de expansão impulsionada por volume rumo a um foco em consolidação de valor, preservação de brand equity e integração de luxo experiencial.

Um estudo da Altagamma estimou um crescimento moderado de mercado de aproximadamente +2% a +4% para 2025, estabelecendo baseline contido para 2026. Contudo, esta cifra mascara divergências profundas:

- Hard Luxury (especificamente joalheria) e Beleza estão posicionados para superar significativamente
- Soft Luxury (couro, vestuário) enfrenta desafios de fadiga de preços e retração da classe média aspiracional





O cenário geopolítico também introduz risco por conta da fricção comercial. Sob cenários envolvendo tarifas de até 20% sobre importações, bens de luxo europeus poderiam se tornar proibitivamente caros para o consumidor americano aspiracional. Além disso, a desaceleração esperada da economia desafia a tese de pricing power em que marcas de luxo se apoiaram fortemente, onde aumentos de preço contabilizaram mais de 80% do crescimento do setor entre 2019 e 2023. Conseqüentemente, casas de luxo europeias permanecerão estruturalmente dependentes de fluxos de capital cross-border, especificamente o poder de compra de turistas entrantes dos Estados Unidos e da China.

Contudo, existem nuances mais críticas relacionadas ao consumo chinês, porque, embora consumidores chineses estejam viajando novamente, seus padrões de gastos mudaram.

O fenômeno de “Luxury Shame” identificado em 2024-2025, agora está vinculado diretamente a diretrizes governamentais de anti-extravagância lideradas pelo governo desde o final de 2023. O impacto direto foi a destruição de crescimento de categorias de “bens de pecado” como licores premium (Baijiu) em banquetes corporativos. O risco para 2026 é o contágio desta austeridade corporativa para luxo pessoal visível.

Enquanto luxo ocidental desacelera, a categoria de joias na China está superando varejo geral – De acordo com o NBS da China, enquanto o varejo geral de bens de consumo cresceu cerca de 3,7% em julho (uma recuperação modesta), o setor de Ouro, Prata e Joias registrou um crescimento de 8,2% no mesmo período, o que pode ser reflexo do cenário de incerteza imobiliária e econômica do consumidor chinês, reforçando as joias como reserva de valor em meio a um mercado imobiliário em crise.





Renda Variável

Emergentes

Uma das principais teses de 2025, em meio à rotatividade dos investimentos rumo a uma maior diversificação global, foi a de países emergentes. As taxas de juros elevadas e a força das commodities ajudaram a sustentar a procura por este segmento, onde grandes economias oferecem estruturas institucionais robustas, enquanto uma lista crescente oscila à beira do estresse da dívida soberana.

A composição do Índice MSCI Emerging Markets (MSCI EM) no final de 2025 desafia a percepção antiquada de MEs como meros exportadores de commodities. O índice transformou-se em um benchmark mais tecnológico, tornando-se efetivamente uma aposta alavancada no ciclo global de despesas de capital (Capex).

Imagem 27: Principais Constituintes de EM

Empresa	País	Setor	Peso
TSMC	Taiwan	Tec. da Informação	11,9%
Tencent Holdings	China	Serv. de Comunicação	5,1%
Alibaba	China	Consumo Discricionário	3,6%
Samsung	Coreia do Sul	Tec. da Informação	3,5%
SK Hynix	Coreia do Sul	Tec. da Informação	2,1%
HDFC Bank	Índia	Financeiro	1,3%
Hon Hai (Foxconn)	Taiwan	Tec. da Informação	1,0%
Reliance Industries	Índia	Energia/Telecom	1,0%

Fonte: Dados iShares – Índice MSCI Emerging Markets.



Esses dados ilustram que quase 20% de todo o índice MSCI Emerging Markets está concentrado em apenas cinco empresas de tecnologia (TSMC, Tencent, Alibaba, Samsung, SK Hynix). Consequentemente, uma alocação em ME não é mais uma aposta no preço do cobre ou do petróleo bruto. É importante notar que existe uma correlação alta entre essa concentração de 20% do índice e o Nasdaq 100, mas eles negociam a múltiplos de valuation significativamente mais baixos, desconto que vem, normalmente, por conta de outros riscos externos.

Os pesos setoriais dentro dos Mercados Emergentes corroboram ainda mais essa mudança em direção aos fatores de Crescimento e Qualidade. A Tecnologia da Informação constitui agora aproximadamente 24,94% do índice, superando o setor Financeiro (21,91%) como o maior setor, ainda que concentrado em poucas empresas.

Imagem 28: Principais Setores de EM

Setor	MSCI Emerging Markets	Desenvolvidos (Proxy)
Tecnologia da Informação	24,9%	~23,0%
Financeiro	21,9%	~15,0%
Consumo Discricionário	12,1%	~11,0%
Serviços de Comunicação	9,9%	~7,0%
Materiais/Energia	~15,0%	~8,0%

Fonte: Dados iShares - Índice MSCI Emerging Markets.



Cenário Macro

Durante a maior parte da última década, um dólar forte atuou como um fator desfavorável para os Mercados Emergentes, apertando as condições financeiras e aumentando o custo do serviço da dívida externa. Com o início de ciclo de cortes de juros pelo Fed, essa dinâmica se inverteu.

Os fluxos para fundos de ações da China continental dispararam a partir de outubro, movimento motivado por valuations atingindo mínimas históricas e pelo anúncio de medidas agressivas de estímulo fiscal por Pequim. As entradas não se limitam à China. Dados da EPFR indicam que os fundos de Mercados Emergentes Globais e fundos regionais específicos viram seus níveis de entrada mais altos desde meados de 2024. O apetite por risco também é evidente nos mercados de crédito. Fundos de dívida de Mercados Emergentes registraram fortes entradas, com a dívida em moeda forte se beneficiando da compressão nos rendimentos dos títulos do Tesouro dos EUA.

À medida que os alocadores globais reequilibram seus portfólios, mesmo uma mudança marginal de 1-2% do AUM global para Mercados Emergentes representa centenas de bilhões de dólares em pressão de compra, suficiente para impulsionar um bull market.

Além disso, há mais uma vez o argumento da disparidade de valuations entre os Estados Unidos e o resto do mundo. Os investidores estão precificando uma execução perfeita para as empresas dos EUA, enquanto descontam riscos geopolíticos e estruturais nos emergentes.

- P/E do MSCI Emerging Markets: ~12,7x
- P/E do MSCI World (Desenvolvidos): ~14,6x
- P/E do MSCI ACWI (mundo): ~17,11x.

Esta lacuna de avaliação fornece uma “margem de segurança”. Mesmo uma modesta reversão à média — onde os múltiplos dos EUA se contraem ligeiramente e os múltiplos de ME se expandem — resultaria em um desempenho superior significativo para as ações de ME.



O Cenário do Prêmio de Risco de Ações (ERP)

A atualização de julho de 2025 do Professor Aswath Damodaran sobre os prêmios de risco fornece a base teórica para essa oportunidade.

O ERP representa o retorno excedente que os investidores exigem sobre uma taxa livre de risco para manter ações. Em 2025, a compressão dos rendimentos nos EUA reduziu o retorno esperado sobre os ativos dos EUA, enquanto os prêmios de risco em ME permanecem elevados.

Parte do mercado explora essa ineficiência, comprando ativos em jurisdições onde o risco percebido (alto ERP) é maior do que o risco fundamental real. Por exemplo, a elevação da classificação de crédito da Arábia Saudita para 'A' pela S&P sugere um menor risco de inadimplência, mas seu mercado de ações continua a oferecer um prêmio de risco atraente para o capital estrangeiro.

Para investidores focados em renda, o diferencial de rendimento é igualmente atraente.

- Dividend Yield do MSCI Emerging Markets: ~2,27%
- Dividend Yield do MSCI ACWI: ~1,65%
- Dividend Yield do MSCI World: ~1,58%.



Em um mundo onde a taxa livre de risco está caindo, a capacidade de garantir um dividend yield inicial de quase 2,3%, com o potencial para crescimento de lucros de dois dígitos, cria um perfil de retorno total atraente para os emergentes.

Contudo, a narrativa não é apenas sobre comprar barato, porque poderia ser uma retórica de value trap; é sobre comprar crescimento a um preço razoável. Hoje, o epicentro desse crescimento é a cadeia de suprimentos de IA na Ásia Emergente.



Taiwan e Coreia

Enquanto as empresas dos EUA projetam os chips (Nvidia, AMD), as empresas de emergentes, principalmente de países asiáticos, os fabricam. O gargalo na revolução da IA não é o código de software; é a capacidade física, como empacotamento avançado (CoWoS), memória de alta largura de banda (HBM) e litografia de ponta.

Como exemplo, a TSMC (Taiwan), empresa mais importante na cadeia de suprimento global de chips para IA, tem peso de ~12% no índice MSCI EM. Seu monopólio na fabricação de nós avançados a torna um ativo sistêmico. O crescimento da receita da empresa em 2025 foi impulsionado pela demanda insaciável dos hyperscalers. Complementarmente, os servidores de IA requerem exponencialmente mais memória do que a infraestrutura de computação tradicional. A mudança estrutural beneficia empresas coreanas como a SK Hynix (líder em HBM, um componente crítico para as GPUs da NVIDIA) e a Samsung Electronics. Juntas, elas são cerca de ~5,5% do MSCI EM.



América Latina

A América Latina oferece uma mistura de descontos maiores de valuation e exposição estratégica a commodities. Com a transição energética global para eletrificação e data centers de IA (que são intensivos em energia), esses mercados são estruturalmente apoiados pela demanda de commodities metálicas como Cobre, Prata, Lítio, e outros.

Ciclos políticos na região constam como um risco generalizado, justificando parte dos descontos de valuation, mas que constam com o potencial para mudanças favoráveis. Olhando para o Brasil, por exemplo, o cenário eleitoral pode gerar oscilações significativas em meio a discussões especialmente sobre a saúde das contas públicas, em uma disputa que promete ser acirrada. Já a Colômbia sediará Eleições legislativas, enquanto um novo presidente será empossado no Chile.

A compressão de valuation na região é maior do que as regiões anteriormente abordadas, pelo perfil de crescimento e por conta dos riscos exógenos. A Colômbia negocia a um P/E de 7,1x e o México a 12,7x, ambos significativamente abaixo de suas médias históricas e do índice mais amplo de ME. Isso precifica um “pior cenário” para política e comércio que pode não se concretizar.

Imagem 29: Múltiplos Latam x Média Histórica

País	P/E NTM Atual	P/E NTM 5Y AVG
Colômbia	8,4x	8,1x
México	12,3x	12,7x
Chile	11,8x	10,1x
Brasil	9,3x	9,2x
Argentina	11,7x	13,3x

Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025

Riscos Sistêmicos

Embora a perspectiva para os principais Mercados Emergentes seja altista, existe uma bifurcação acentuada. O rótulo “ME” esconde uma cauda de “Mercados de Fronteira” que estão situações não tão favoráveis. As considerações do FMI e do Banco Mundial no final de 2025 apresentam uma realidade preocupante para a camada inferior da classe de ativos. Um número significativo de países é classificado como estando em, ou em alto risco de, estresse de dívida, e incertezas políticas adicionam volatilidade ao cenário.



Renda Variável

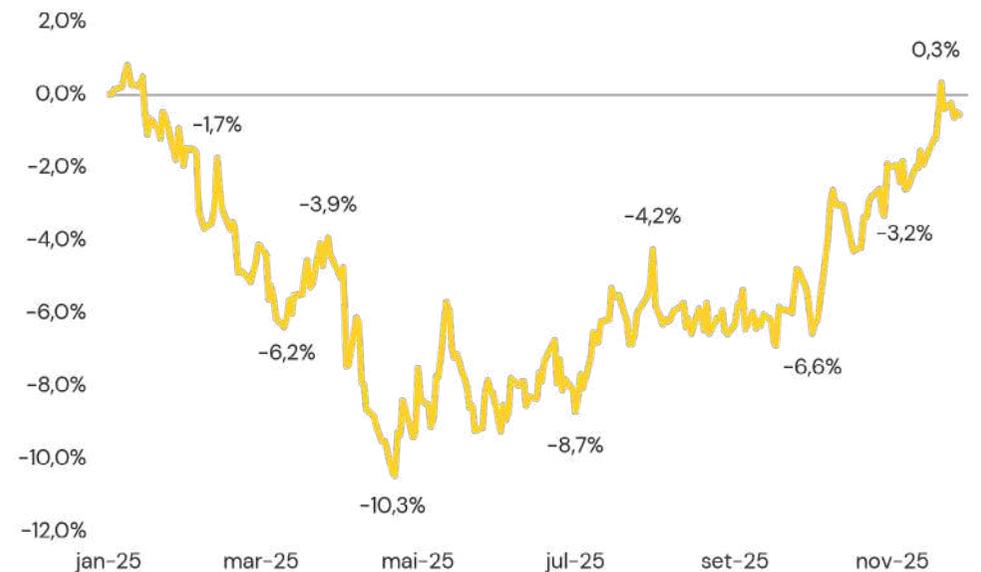
Japão

Em meio a incertezas políticas na China, o Japão é visto por parte do mercado como o proxy mais seguro para o crescimento asiático, com estabilidade política relativa, liquidez e alinhamento com as arquiteturas de segurança ocidentais. Essa dinâmica de friend-shoring (apoiar-se em países amigos) é particularmente relevante para os setores de semicondutores e defesa, que são grandes beneficiários do alinhamento da política industrial dos EUA.

Outro fator relevante para o Japão é que o planejamento econômico em 2026 é fundamentalmente diferente das “décadas perdidas” que caracterizaram o final do século XX e o início do século XXI. O consenso predominante é de que o país saiu com sucesso de sua espiral deflacionária, transitando para uma economia impulsionada pelo crescimento nominal, pressões salariais e investimento fiscal estratégico. O desenvolvimento macroeconômico mais crítico é a sustentabilidade da espiral salário-preço: ao contrário da inflação transitória de custo vista em outros mercados desenvolvidos pós-pandemia, a dinâmica de preços do Japão está se tornando uma inflação de demanda (demand-pull), impulsionada pela escassez estrutural de mão de obra e negociações trabalhistas organizadas.



Imagem 30: Var. Dólar em Relação ao Iene em 2025



Fonte: Factset. Acesso em 27/11/2025

Cenário Macro

A eleição de Sanae Takaichi como Primeira-Ministra inaugurou uma nova estrutura de política econômica apelidada de “Sanaenomics”. Esta doutrina representa um afastamento da “Abenomics”, pesada em política monetária, em direção a uma estratégia fiscal dominante focada em segurança nacional e resiliência industrial.

A era da política de taxa de juros negativa parece ter acabado, mas o caminho para a normalização permanece cauteloso. Espera-se que o Banco do Japão continue aumentando as taxas, mas o ritmo será ditado pelo equilíbrio entre suprimir a inflação e garantir a sustentabilidade da dívida.

Takaichi vê a política econômica através das lentes da segurança. Isso envolve investimento

público-privado pesado em setores estratégicos como defesa, IA, semicondutores e energia. O estabelecimento de um “Conselho de Estratégia de Crescimento do Japão” exemplifica essa abordagem top-down para o planejamento industrial. Ao contrário da consolidação fiscal defendida por algumas facções do PLD, Takaichi favorece o “gasto estratégico”, ampliando os gastos com defesa para 2% do PIB, potencialmente até o ano fiscal 2025/2026. Isso é financiado não apenas por impostos, mas pela aceitação de déficits fiscais para impulsionar indústrias críticas. A estratégia transfere explicitamente a responsabilidade pelos resultados da política monetária para o governo, efetivamente restringindo a autonomia do BoJ para garantir o alinhamento com as metas de crescimento. Essa abordagem “coordenada” visa impedir que o BoJ aperte muito agressivamente e sufoque a recuperação.

O Shunto de 2026 (negociações salariais de primavera) atua como um ponto de articulação primário para o sentimento econômico. A Confederação Sindical Japonesa (Rengo) manteve uma postura agressiva, exigindo aumentos salariais de 5% ou mais para 2026 para sustentar o ímpeto contra a inflação persistente.

Isso segue a tendência estabelecida em 2024 e 2025, sinalizando que o crescimento salarial está se tornando institucionalizado em vez de episódico. A demanda da Rengo por um aumento total de pagamento de 5% (com pelo menos 3% no salário base) provavelmente será atendida por grandes empresas, que têm capacidade de balanço para absorver custos trabalhistas mais altos.

Governança Corporativa: Reforma por Eficiência

Durante décadas, o mercado acionário japonês foi sinônimo de value trap— empresas sólidas negociadas a descontos crônicos sem que houvesse pressão efetiva para mudança. Esse cenário reflete um modelo corporativo construído no pós-guerra, baseado em lealdade empresarial, estabilidade de emprego vitalício e crescimento modesto em detrimento da maximização de retorno aos acionistas. Por conta deste contexto, aproximadamente 50% das empresas listadas na Bolsa de Tóquio (TSE) negociavam consistentemente com Price/Book (P/B) abaixo de 1,0x — ou seja, valendo menos no mercado do que o valor contábil de seus ativos.

Esse status quo começou a ser desafiado em 2023, quando a TSE, com apoio explícito do Ministério da Economia, Comércio e Indústria (METI), lançou uma iniciativa sem precedentes: exigir que empresas com P/B inferior a 1,0x apresentassem planos concretos para melhorar a alocação de capital e aumentar o retorno sobre patrimônio (ROE). Não se tratava apenas de uma recomendação: era uma diretriz com consequências reputacionais e, potencialmente, regulatórias.

A TSE adotou uma tática incomum para padrões japoneses de nomear publicamente as empresas que não apresentassem planos satisfatórios de melhoria de capital. Em uma cultura empresarial onde a reputação e a conformidade social são pilares, essa exposição funcionou como um poderoso catalisador. Ao final de 2025, mais de 90% das companhias do Mercado Prime, a categoria mais prestigiada da TSE, já haviam submetido planos formais de otimização de capital.

Contudo, até agora, grande parte dessa resposta foi tratada como exercício de conformidade: apresentações técnicas, promessas genéricas e ajustes marginais. Para 2026, no entanto, a TSE sinalizou que avaliará não apenas a existência de planos, mas sua execução efetiva. Empresas que permanecerem descontadas, incapazes de destravar valor ou melhorar métricas operacionais, enfrentarão medidas mais severas, incluindo a possibilidade de rebaixamento de categoria ou deslistagem.

Desmantelamento do Keiretsu

Paralelamente à pressão da TSE, o Japão assiste ao colapso acelerado de um dos pilares de seu capitalismo corporativo: as participações cruzadas (cross-shareholdings). Durante décadas, bancos, seguradoras e empresas industriais mantinham posições acionárias umas nas outras — não por estratégia de investimento, mas por lealdade relacional. Esse sistema, conhecido como keiretsu, funcionava como um escudo anti-aquisição: se suas ações estavam nas mãos de “amigos”, aquisições hostis eram praticamente impossíveis.

Esse modelo, porém, se tornou insustentável. Bancos e seguradoras japonesas, pressionados por reguladores internacionais (Basileia III) e domésticos a elevar índices de capital e melhorar governança, começaram a liquidar essas participações.

O movimento ganhou força em 2024 e deve acelerar em 2026. Estima-se que trilhões de ienes em ativos cruzados serão desfeitos nos próximos anos. Com isso, o potencial impacto pode vir de duas maneiras: 1) Vulnerabilidade a M&A: Sem a proteção das participações amigáveis, empresas japonesas ficam expostas a ofertas de aquisição — inclusive hostis. O METI reforçou essa realidade ao orientar conselhos administrativos a avaliar seriamente propostas não solicitadas, desencorajando o uso automático de “pílulas de veneno” (poison pills) como mecanismo de defesa; 2) Injeção de Liquidez e Ciclo de Recompras: empresas japonesas, tradicionalmente avessas a devolver capital, estão adotando recompras como ferramenta de gestão financeira. Em 2024, o retorno total aos acionistas via dividendos e recompras de ações quadruplicou, atingindo 20 trilhões de ienes.

O cenário que se desenha é raro: um mercado desenvolvido em transformação estrutural, onde incentivos regulatórios, pressão acionária e liquidez abundante convergem para forçar a criação de valor. Com isso, o Japão pode deixar de ser uma value trap para se tornar um mercado onde a geração de ROE não é mais opcional, mas mandatória.

Para investidores estrangeiros, especialmente ativistas corporativos, o momento é propício. A combinação de recompras massivas, consolidação via fusões e aquisições, eliminação de empresas ineficientes e desmantelamento dos keiretsu sugere que o prêmio de risco das ações japonesas continuará sendo comprimido. À medida que o capital migra das mãos de gestores passivos e relacionais para alocadores focados em retorno absoluto, empresas que antes eram “intocáveis” tornam-se alvos legítimos de reestruturação.



Principais Riscos

O principal risco em 2026 é de apreciação acentuada: caso o Federal Reserve implemente cortes agressivos enquanto o Banco do Japão mantém alta gradual de juros, o iene poderia se valorizar abruptamente. Historicamente, movimentos dessa magnitude geram impacto devastador sobre exportadores japoneses — particularmente automotivos, eletrônicos e maquinaria industrial —, cujos lucros operacionais são sensíveis a variações cambiais.

Também há risco de credibilidade. Embora o mercado tenha recebido positivamente a retórica reformista do primeiro-ministro Shigeru Ishiba, a execução efetiva da agenda Sanaenomics permanece cercada de incertezas — particularmente quanto ao financiamento de aumentos substanciais de gasto em defesa nacional (meta de 2% do PIB até 2027) e infraestrutura tecnológica (semicondutores, IA, digitalização). A principal vulnerabilidade reside na capacidade do governo de financiar essa expansão sem desencadear crise no mercado de títulos públicos (JGBs). Se o aumento de emissões provocar alta abrupta nos rendimentos de longo prazo, o Banco do Japão poderia ser forçado a intervir para controlar a curva de juros, afetando a credibilidade da tese.



Por fim, destacamos a crise de solvência das pequenas e médias empresas (PMEs), responsáveis por cerca de 70% da força de trabalho japonesa, que atingiu ponto crítico. Falências atribuídas à escassez de mão de obra alcançaram o maior nível em 12 anos ao final de 2025. PMEs, com margens comprimidas e acesso limitado a capital, mostram-se incapazes de igualar os aumentos salariais de 5% oferecidos por grandes corporações, perdendo trabalhadores críticos e fechando as portas. O término dos empréstimos emergenciais “zero-zero” da pandemia — linhas de crédito sem juros e sem garantias — está precipitando ainda mais esse cenário. Embora esse processo de “destruição criativa” melhore a produtividade agregada ao realocar recursos para empresas mais eficientes, representa risco de contágio de crédito para bancos regionais (chigin), que possuem exposição concentrada a esse setor.

Imagem 31: Bolsa Japonesa (EWJ) em 2025



Fonte: Factset. Acesso em 27/11/2025



Alternativos

Ouro

Entre 2023 e 2025, o ouro saltou de aproximadamente US\$ 2.800 para acima de US\$ 4.200 a onça entre 2023 e novembro de 2025 — um comportamento atípico, sustentado por fatores que incluem compras por bancos centrais, ambiente geopolítico incerto e perspectivas para a política monetária americana. Ainda que em menor intensidade, o movimento de valorização pode se sustentar em 2026, baseado nos mesmos pilares:

1. A demanda por bancos centrais continua robusta, e com projeção de crescimento, segundo o World Gold Council;
2. A taxa de juros americana deve sofrer ao menos mais um corte em 2026, diminuindo a atratividade de manter caixa em dólar em relação ao ouro;
3. Incertezas geopolíticas e fiscais continuam, e as eleições legislativas nos EUA em 2026 podem trazer novos contornos, com um país dividido;
4. Há um potencial crescimento de demanda de joias como alternativa de reserva de valor, especialmente na China, onde 70% da riqueza atualmente está exposta a um mercado imobiliário em crise;
5. O ouro permanece o ativo mais eficiente para otimizar a decorrelação de uma carteira exposta às ações americanas, como vemos na tabela.





Imagem 32: Matriz de Correlação entre Ativos

ETF	Ativo	TFLO	EMB	IVV	ACWX	IAU	^BTC
TFLO	Tesouro americano curto prazo	1,00	0,40	0,40	0,22	-0,27	0,40
EMB	Mercados emergentes	0,40	1,00	0,69	0,57	-0,35	-0,23
IVV	S&P 500 (bolsa americana)	0,40	0,69	1,00	0,57	-0,41	0,39
ACWX	Bolsa global, exceto EUA	0,22	0,57	0,57	1,00	0,06	0,10
IAU	Ouro	-0,27	-0,35	-0,41	0,06	1,00	0,02
^BTC	Bitcoin	0,40	-0,23	0,39	0,10	0,02	1,00

Fonte: Time Nomad. Acesso em 26/11/2025

Alguns riscos à tese incluem:

1. Potencial queda na demanda para jóias, que correspondem a 40% do consumo anual de ouro, dado que este é um segmento mais sensível a preços
2. Possibilidade de os bancos centrais atingirem sua meta de exposição ao ouro antes do esperado, também graças ao aumento no valor da onça.

Cripto

A expectativa de um forte rali para os criptoativos após a eleição de Trump, baseada principalmente em evoluções regulatórias e entusiasmo com a adoção institucional, se deparou com desafios da volatilidade do mercado em meio às incertezas. Em meados de novembro, o preço do Bitcoin havia caído para perto de US\$ 90 mil, após atingir picos acima de US\$ 126 mil em outubro.

No pano de fundo para a tese, a aprovação pela Comissão de Valores Mobiliários dos EUA (SEC) de ETFs de Bitcoin à vista (spot) em 2023, com estreia dos primeiros produtos no mercado em 2024, continuou estimulando o investimento institucional maciço ao longo de 2025. Os fluxos de entrada em ETFs permaneceram fortes, com a adoção corporativa acelerando. Até agosto, o fluxo foi positivo em US\$ 29 bilhões globalmente, liderado por produtos de Bitcoin e Ethereum.

De maneira geral, a demanda por criptoativos tem forte correlação com ativos de risco, em especial ações de crescimento e setores como tecnologia, mas com ainda mais volatilidade. Neste contexto, riscos macroeconômicos globais, incluindo tensões geopolíticas, a inflação persistentemente alta e taxas de juros potencialmente altas por mais tempo, continuarão a influenciar o apetite por ativos digitais como alternativas de diversificação.

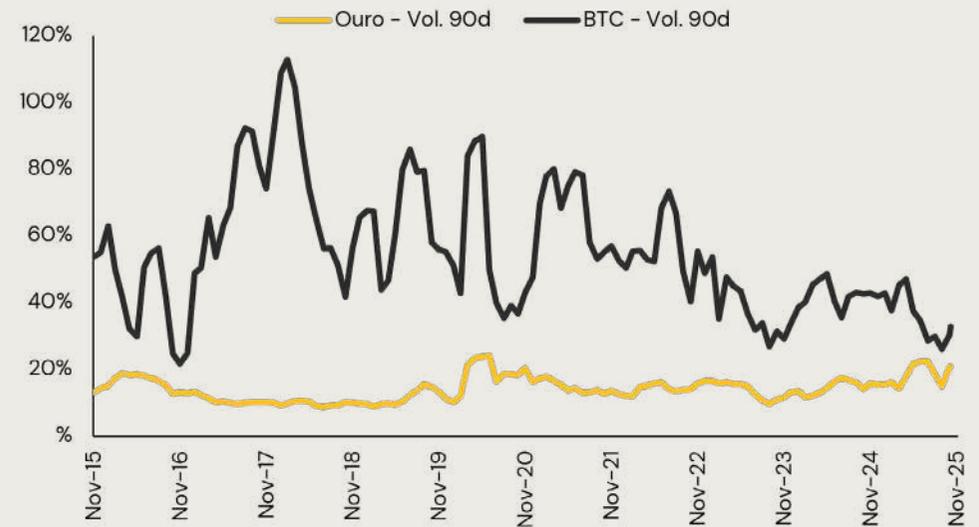
Bitcoin

A tese da principal criptomoeda em circulação gira em torno de segurança descentralizada e escassez programada via halving. O ciclo atual teria potencial para reforçar a narrativa do “ouro digital”, especialmente para investidores institucionais buscando hedge contra inflação e diversificação dos portfólios tradicionais em meio a uma busca por alternativas ao dólar. Até então, os fatos demonstram que ativos tradicionais, incluindo ouro e moedas de países desenvolvidos, continuam sendo preferência em momentos de volatilidade, mas isso pode mudar no longo prazo.

O gráfico compara a volatilidade de 90 dias do ouro e do Bitcoin nos últimos 10 anos. Ao mesmo tempo em que as variações de preço do Bitcoin são muito mais intensas, é possível notar uma queda na volatilidade ao longo do tempo. Ainda assim, é cedo para dizer se há uma tendência de consolidação como reserva de valor.

Para 2026, a consolidação dos ETFs spot e o interesse crescente de grandes fundos de pensão e alocadores institucionais podem ser pilares robustos para o Bitcoin. No entanto, a volatilidade persistente, questões regulatórias em algumas jurisdições e concorrência crescente de ativos digitais emergentes são riscos.

Imagem 33: Volatilidade - Ouro x Bitcoin



Fonte: Factset. Acesso em 26/11/2025



Ethereum (ETH)

Ethereum mantém sua posição como base para aplicativos descentralizados (dApps) e finanças descentralizadas (DeFi), com sua rede em constante evolução para maior escalabilidade e eficiência energética, especialmente após as atualizações recentes para prova de participação (PoS). O crescimento das soluções layer-2 e a expansão de NFTs e DeFi podem sustentar a demanda, mas a cotação continua muito sensível ao noticiário e às movimentações da criptomoeda mais popular: o BTC. As perspectivas para 2026 incluem aumentos de adoção corporativa em setores variados, o que pode amplificar o valor de ETH em função da sua utilidade e do ecossistema em expansão, mas a sensibilidade ao noticiário e às perspectivas para os juros tende a permanecer elevada.





Diretor de Investimentos: Caio Fasanella.

Diretor de Wealth: Danilo Iglori.

Estrategista-chefe: Paula Zogbi.

Conteúdo: Bruno Shahini, Luca Girardi, Nickolas Lobo.

Marketing: Bruna Moreira, Izabel Malzoni.

Direção de arte: Giovanna Guerra.

Design: Pedro Pimenta.

Colaboração: Letícia Guimarães.

Avisos Legais

A Nomad Wealth Management Ltda. (“Nomad Wealth”), é uma entidade que atua como consultor de Valores Mobiliários autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, atuando de forma independente em território brasileiro. Ao contratar seus serviços, o cliente pode receber recomendações personalizadas e orientações estratégicas considerando seu perfil de risco, os seus objetivos e sua situação financeira. Os serviços da Nomad Wealth visam auxiliar investidores na tomada de decisões de investimento, porém não garantem resultados e não substituem sua análise. Todo investimento envolve algum nível de risco. Informe-se sobre os riscos de cada investimento e invista com responsabilidade. *Atendimento individual disponível para clientes que possuem a partir de US\$ 25 mil disponíveis para investimento na plataforma Nomad. Fontes utilizadas para a elaboração deste conteúdo, além das previamente citadas no material: Banco Central do Brasil, Bloomberg, Investing, Earning Whispers, Finviz, Valor, The Wall Street Journal, Financial Times, JP Morgan e Yahoo Finance.

NOMAD