

Carta Mensal

Janeiro 2026

“A Inteligência Artificial será a maior conquista da humanidade. Mas também pode ser a última”

- Stephen Hawking

O mundo pendurado em IA

Em dezembro, os ativos domésticos foram pressionados por uma combinação de ruído político interno e ambiente externo mais adverso, resultando em volatilidade maior na renda variável, apreciação do dólar e abertura da curva de juros. Apesar da ata do Copom reforçar uma postura vigilante, com destaque para riscos inflacionários e sinalização de Selic em 15%a.a. por mais tempo, o mercado voltou a precificar um prêmio de risco político crescente às vésperas do ciclo eleitoral de 2026. A indicação de Flávio Bolsonaro como potencial candidato, a divulgação de novas pesquisas e a incerteza quanto à coesão da oposição reacenderam dúvidas sobre a disciplina fiscal futura e a sustentabilidade de uma política monetária restritiva, limitando a resposta da moeda ao discurso mais duro do Banco Central.

No cenário externo, o ambiente também foi menos favorável. Apesar do Fed ter cortado os juros em 0,25 p.p. em dezembro, para a faixa de 3,50%–3,75%, o tom cauteloso da comunicação — marcado por divergências internas e dependência estrita dos dados — manteve rendimentos elevados dos Treasuries, além de um movimento global de maior aversão ao risco, com queda das bolsas internacionais e dos preços do petróleo.

Com isso, embora a Selic elevada sustente juros altos no curto prazo, os mercados passaram a reavaliar de forma mais conservadora o ritmo de cortes futuros, promovendo abertura da curva de juros e reforçando a percepção de que parte da volatilidade observada em dezembro já antecipa os desafios esperados para 2026, em função do calendário eleitoral e com olhos para os impactos dos movimentos da economia global.

As informações, dos parágrafos acima, não são novidade, de forma que nesta carta de abertura de 2026 teremos foco nos investimentos do *offshore*, mais especificamente sobre as principais empresas de tecnologia e o seu posicionamento na indústria de IA.

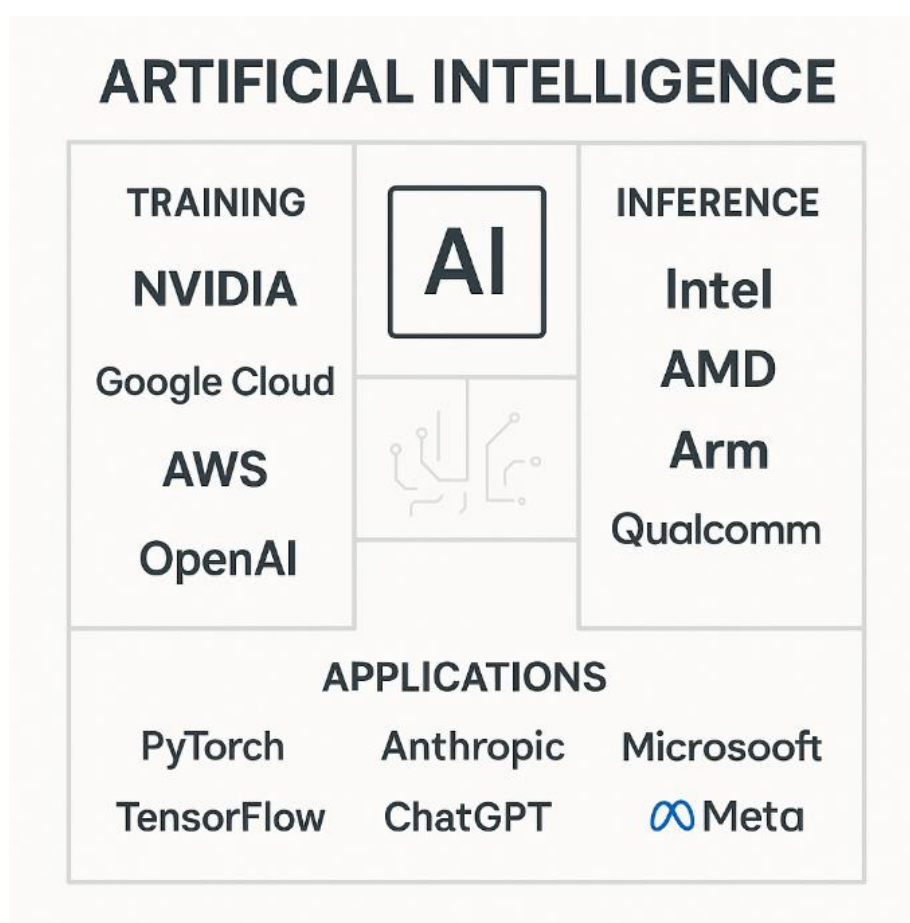
Quando falamos do S&P 500, estamos falando de 45% do índice em tecnologia e, quando falamos do Nasdaq 100, esse número sobe para 85%. Logo, se você investe no exterior, é bem possível que seja investidor do setor de tecnologia.

Nesta carta vamos procurar explicar como o tabuleiro de xadrez está posto e responder perguntas como:

IA é uma bolha?

Qual pode ser o impacto do micro (IA) no macro (pib, juros e inflação)?

Qual o papel de cada “big tech” nesse ecossistema?



É bolha?

Primeiramente, vamos definir o que é uma bolha:

“Uma bolha especulativa é um descolamento persistente e autoalimentado do preço em relação ao valor fundamental, em que o ativo sobe porque a alta atrai novos compradores (efeito manada/FOMO), até a reversão do fluxo e uma queda rápida.”

Outra definição cínica de bolha é de que ***“bolha é todo bull market em que você não está participando”***.

Cremos que não estamos vivendo uma bolha, a despeito do fato de que poderemos ter diversos momentos de correções de preços. A seguir alguns motivos que suportam isso:

- **As grandes empresas de tecnologia são fortes geradoras de caixa** e todas estão em pontos recorde de faturamento, lucro e geração de caixa, ao contrário da bolha da internet nos anos 2000, onde o mercado pagou por projetos literalmente na fase pré-operacional.
- **As hyperscalers têm relatado forte demanda por seus serviços** de cloud, tanto tradicionais como dedicados à IA. Elas têm conseguido financiar a maior parte dos seus investimentos com geração interna de caixa, salvo algumas exceções.
- Olhando o quadro geral, o PIB global é de cerca de USD 105 trilhões, 70% disso é no setor de serviços, impactado diretamente pela IA. Estima-se que o ganho de produtividade seja de no mínimo 1% ao ano, **ou seja, USD 700 bilhões de ganhos, que a princípio seriam divididos entre empresas e consumidores** na razão de 50-50%. USD 350 bilhões por ano de resultado é algo razoável de se esperar. Isso rentabilizaria de maneira adequado os investimentos que estão sendo feitos.
- Os múltiplos das ações de tecnologia são altos? Sim, inegavelmente. Porém, eles embutem crescimento secular. **Só para 2026 o setor de tecnologia do S&P 500 deve ter um crescimento de lucros na casa dos 30%.** Múltiplo caro ou barato é questão de crescimento, um múltiplo de 10 sem crescimento é mais caro ou mais barato que um múltiplo de 30, que, no entanto, cresce 30% ao ano? Em 5 anos, um lucro que cresce 30% ao ano transforma o múltiplo de 30 em um múltiplo de 8, mais barato do que o múltiplo de 10, eternamente parado.

Qual pode ser o impacto do micro (AI) no macro (pib, juros e inflação)?

Para 2026 são esperados USD 600 bilhões em investimentos em IA, de longe o maior ciclo de investimento que os Estados Unidos já tiveram. **Pode-se dizer que a economia americana hoje está pendurada em IA, seja via investimentos, seja via ganhos de produtividade, na medida em que vai sendo adotada.**

Se sair tudo como esperado, teremos atividade forte (investimentos), porém aumento de desemprego, dado que empresas irão cortar funcionários após a adoção de IA. Isso tem impacto desinflacionário e pode empurrar o FED na direção de mais cortes de juros, mais injeção de liquidez e o governo na direção de mais gastos fiscais.

Por outro lado, o investimento em data centers exige uma disponibilidade de energia que pode não haver, pelo menos não na velocidade desejada e isso pode atrasar investimentos. **Pode-se dizer que o grande gargalo de IA é energia. No fim do dia IA nada mais é do que transformação de energia em inteligência.**

O evento de meados de dezembro, onde a gestora de *private credit* Blue Owl suspendeu o financiamento de USD 10 bilhões para um *data center* que a Oracle iria fazer em Michigan, nos lembra o quão cheio de condicionantes o cenário para 2026 é.

Lembre-se de que os ativos brasileiros em 2025 tiveram um bom ano, 100% por causa do cenário externo, dado que nossos fundamentos só pioraram. **Logo, o cenário externo, que é em grande medida IA e seus impactos, é extremamente importante para nós, além, é claro, das eleições.**

Qual o papel de cada “big tech” nesse ecossistema?

O ecossistema global de tecnologia, ao final de 2025, transcendeu definitivamente a fase inicial de euforia especulativa — frequentemente comparada à “corrida do ouro” — para entrar em um período de **industrialização estrutural pesada**.

A análise rigorosa das doze empresas mais críticas deste setor — Google (Alphabet), Microsoft, Meta, Apple, Amazon, TSMC, Broadcom, Nvidia, OpenAI, Anthropic, Tesla/xAI e Oracle — indica que o mercado se bifurcou em duas categorias funcionais: os **Soberanos da Infraestrutura** (aqueles que controlam os meios físicos de produção de inteligência) e os **Arquitetos de Aplicação** (aqueles que lutam para integrar essa inteligência em fluxos de trabalho econômicos).

Dois vetores de força macroeconômica definem este momento e permeiam toda a análise subsequente:

1. A Muralha Energética e a Soberania Nuclear: A restrição primária para a escala da IA deixou de ser apenas a disponibilidade de silício (GPUs) para se tornar a disponibilidade de elétrons. Com a demanda de energia dos data centers projetada para atingir 106 gigawatts

(GW) até 2035 apenas nos EUA, observamos uma convergência sem precedentes entre o setor de tecnologia e a indústria nuclear. Microsoft, Google e Amazon firmaram acordos multibilionários para reativar reatores nucleares e desenvolver Reatores Modulares Pequenos (SMRs), sinalizando que a **soberania energética** é agora um pré-requisito para a soberania computacional.

2. O Paradoxo do Capex vs. Retorno: Os *hyperscalers* projetam um Capex coletivo superior a US\$ 400 bilhões em 2025. Enquanto isso alimenta diretamente as receitas dos fornecedores de hardware (Nvidia, Broadcom, TSMC), cria uma pressão existencial sobre as camadas de software e modelos para demonstrar um ROI (Retorno sobre Investimento) tangível. A transição de "chatbots" (assistência passiva) para "agentes autônomos" (execução ativa de trabalho) é a resposta da indústria para justificar esses gastos, prometendo desbloquear trilhões em valor econômico ao substituir não apenas tarefas, mas funções laborais inteiras.

Financeiramente, o mercado tornou-se implacável com empresas que não demonstram um caminho claro para a monetização da IA. Enquanto a Nvidia mantém margens brutas superiores a 70% vendendo a infraestrutura, empresas como a OpenAI enfrentam projeções de perdas operacionais que podem acumular US\$ 74 bilhões até 2028, evidenciando a fragilidade dos modelos de negócios baseados puramente em escala de modelos sem controle da infraestrutura subjacente.

Detalhamos aqui como cada uma das doze entidades está navegando, movendo-se além das narrativas de marketing para uma guerra de trincheiras focada em eficiência de inferência, silício customizado e aprisionamento de ecossistema.

Nvidia (NVDA): A Soberana do "Full-Stack"

A Nvidia completou sua metamorfose de uma designer de chips gráficos para uma empresa de plataforma de computação de ponta a ponta. A estratégia de Jensen Huang não é vender componentes, mas sim "Fábricas de IA" completas. Ao controlar a arquitetura do rack (NVL72), a rede (Spectrum-X), o software (CUDA/NIMs) e o processamento (Blackwell), a Nvidia capturou a maior parte do valor na cadeia de suprimentos, deslocando os integradores de sistemas tradicionais.

A Nvidia reconhece que seu domínio de ~80-90% do mercado de treinamento é o alvo de todos os seus maiores clientes. Para mitigar esse risco existencial, a empresa adotou táticas agressivas:

1. Cultivo de Competidores dos Clientes: A Nvidia está alocando preferencialmente GPUs e até fornecendo suporte financeiro para "Nuvens de GPU" independentes, como CoreWeave e Lambda Labs. Isso cria um contrapeso aos gigantes (AWS, Azure, Google), garantindo que sempre haja infraestrutura neutra baseada em Nvidia disponível, impedindo que os hyperscalers ditem os preços ou forcem a migração para seus chips proprietários.

2. Software como Cadeia: O lançamento dos **NIMs (Nvidia Inference Microservices)** é uma jogada crítica para dominar a inferência. Ao oferecer modelos pré-otimizados que rodam instantaneamente em hardware Nvidia, a empresa reduz a fricção de implementação para empresas, criando um "lock-in" de conveniência que complementa o "lock-in" técnico do CUDA.

A dependência absoluta da capacidade de empacotamento CoWoS da TSMC e o consumo energético extremo de seus clusters (um rack NVL72 consome ~120kW) são os principais gargalos físicos.

Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. (TSMC): O Gargalo Geopolítico

A TSMC mantém-se como a entidade mais indispensável da economia global moderna. Na era da IA, seu poder não reside apenas na litografia avançada (3nm/2nm), mais especificamente na tecnologia de empacotamento avançado CoWoS (Chip-on-Wafer-on-Substrate). **Sem CoWoS, não é possível conectar a GPU à memória HBM, tornando impossível a fabricação de chips de IA de alto desempenho.**

A empresa está em meio a uma expansão de Capex brutal para triplicar sua capacidade de CoWoS até 2026. No entanto, a alocação dessa capacidade revela a hierarquia do poder no setor: relatórios indicam que a Nvidia garantiu aproximadamente 60% da capacidade total de CoWoS da TSMC para 2025/2026. Isso coloca concorrentes como AMD e Broadcom em uma luta feroz pelos 40% restantes, limitando estruturalmente a capacidade destes de ganhar participação de mercado significativa, independentemente da qualidade de seus chips.

A TSMC está exercendo seu poder de precificação, elevando os preços dos wafers de 3nm e 2nm e repassando custos de expansão internacional para os clientes. A estratégia é manter a neutralidade enquanto aprofunda o fosso tecnológico de empacotamento, tornando economicamente inviável para a Intel ou Samsung alcançarem a paridade em rendimento (*yield*) e desempenho térmico.

Broadcom (AVGO): O Mercenário do Silício Customizado

A Broadcom posicionou-se brilhantemente como a "anti-Nvidia". Enquanto a Nvidia tenta vender um sistema fechado, a Broadcom habilita os hyperscalers a construírem seus próprios sistemas abertos. A empresa domina dois nichos críticos: chips customizados (ASICs) para IA e redes de alta velocidade.

A receita de semicondutores de IA da Broadcom está projetada para superar US\$ 12 bilhões em 2025, com o quarto trimestre fiscal sozinho contribuindo com US\$ 6,2 bilhões (+66% YoY). A empresa garantiu um contrato massivo com a OpenAI para desenvolver chips de inferência customizados, visando uma capacidade de 10GW, o que valida sua posição como a principal parceira de design fora da Nvidia.

À medida que os clusters de IA escalam para 100.000 GPUs (como o cluster Colossus da xAI), a rede se torna o gargalo. A Broadcom aposta que o padrão Ethernet (com seus switches Tomahawk e Jericho) vencerá a tecnologia proprietária Infiniband da Nvidia devido ao custo e à interoperabilidade. A formação do Ultra Ethernet Consortium é um movimento estratégico liderado pela Broadcom para isolar a Nvidia no nível da rede.

Google: O Engenheiro Verticalmente Integrado

O Google possui a pilha de tecnologia mais completa e verticalizada do mercado. Diferente da Microsoft (que depende da OpenAI) ou da Amazon (que está correndo atrás no modelo), o Google projeta o chip (TPU), constrói o data center, treina o modelo (Gemini) e possui a distribuição (Search, Android, Workspace).

A Google Cloud acelerou significativamente, reportando US\$ 15,2 bilhões em receita no Q3 2025, um crescimento de 34% YoY.¹⁸ O backlog da nuvem cresceu 46% para US\$ 155 bilhões, sinalizando que grandes empresas estão se comprometendo a longo prazo com a infraestrutura do Google.

A introdução do TPU v5p e dos futuros chips "Ironwood" concede ao Google uma vantagem de custo estrutural. Enquanto concorrentes pagam a "taxa Nvidia" (margens de 75%), o Google treina e serve modelos a preço de custo interno. Mais de 70% dos "unicórnios" de IA utilizam a Google Cloud, atraídos pela arquitetura AI Hypercomputer que otimiza o hardware para cargas de trabalho JAX e TensorFlow.²⁰

O Google comprometeu-se a comprar energia de múltiplos Reatores Modulares Pequenos (SMRs) da Kairos Power, com implantação prevista para 2030.

Microsoft (MSFT): O Dilema do Pioneiro

Microsoft alavancou sua parceria com a OpenAI para capturar a liderança inicial na percepção de mercado. Agora, enfrenta o desafio de converter essa liderança em margens sustentáveis, enquanto lida com a "frenemy" OpenAI.

O Azure continua a crescer robustamente (33% YoY no Q3 2025), com 16 pontos percentuais desse crescimento vindos exclusivamente de serviços de IA. Isso implica uma taxa de execução (run-rate) de receita de IA superior a US\$ 15 bilhões, a maior entre os provedores de nuvem divulgados.

A relação com a OpenAI está mudando de simbiótica para complexa. A Microsoft detém ~27% da subsidiária com fins lucrativos, mas está renegociando os termos para reduzir sua participação na receita da OpenAI de 20% para 8% até 2030, visando recuperar seu investimento massivo. Simultaneamente, a Microsoft está diversificando agressivamente sua infraestrutura com seus próprios chips Maia 100 e modelos menores (Phi-3) para reduzir a dependência da OpenAI e da Nvidia.

O acordo de 20 anos com a *Constellation Energy* para reativar a unidade 1 de *Three Mile Island* (835 MW) é um movimento definitivo para garantir energia de base livre de carbono, isolando seus data centers da volatilidade da rede pública.

Amazon (AWS): O Gigante Desperto

Após ser percebida como atrasada em 2023, a AWS rearticulou sua estratégia em torno da eficiência de custo e da soberania do silício. A Amazon não quer apenas vender acesso a GPUs; ela quer vender a infraestrutura de inferência mais barata do mercado.

A AWS reportou US\$ 33 bilhões em receita no Q3 2025, acelerando para 20% de crescimento YoY (o mais rápido em 11 trimestres) e atingindo um run-rate de US\$ 132 bilhões.

O investimento de US\$ 8 bilhões na Anthropic é fundamentalmente diferente do acordo Microsoft/OpenAI. É um acordo de infraestrutura: a Anthropic comprometeu-se a usar os chips Trainium e Inferentia da AWS para treinar seus modelos futuros. Isso valida o silício da Amazon como uma alternativa viável à Nvidia para o mercado corporativo. O chip Trainium 2 já é um negócio multibilionário por si só.

Oracle (ORCL): O Arbitrador de Infraestrutura

A Oracle reinventou-se como a "fundição de treinamento" para a IA. Percebendo que AWS e Azure estavam focadas em serviços corporativos complexos, a Oracle otimizou sua nuvem (OCI - Oracle Cloud Infrastructure) para desempenho bruto bare-metal e redes RDMA planas, ideais para treinar clusters massivos.

O indicador mais impressionante da Oracle é o crescimento de suas Obrigações de Desempenho Restantes (RPO - backlog), que explodiu 359% ano contra ano para US\$ 455 bilhões no Q3 2025. Isso reflete contratos massivos de longo prazo com a OpenAI, xAI e a própria Nvidia (DGX Cloud).

A Oracle atua como a "Suíça" da IA oferecendo capacidade neutra e de alto desempenho. Sua parceria para construir o supercomputador Solstice para o Departamento de Energia dos EUA (com 100.000 GPUs Blackwell) cimenta sua reputação em computação soberana e de alta performance.

OpenAI: A Estratégia "YOLO" (Escala a Qualquer Custo)

Sob a liderança de Sam Altman, a OpenAI segue uma estratégia de "YOLO" (*You Only Live Once*) ou "Blitzscaling" extremo. A tese é que a Inteligência Geral Artificial (AGI) requer escala computacional exponencial e que ser o primeiro a alcançá-la justifica qualquer queima de caixa de curto prazo.

A receita anualizada atingiu US\$ 13 bilhões em agosto de 2025. No entanto, documentos vazados indicam projeções de perdas operacionais de US\$ 5 bilhões em 2025, podendo chegar a um déficit acumulado colossal até 2028 antes de atingir a lucratividade em 2030.

A empresa é uma "incineradora de capital". A instabilidade estrutural da sua governança (transição para *for-profit benefit corporation*), a tensão com a Microsoft e a dependência de rodadas de financiamento constantes tornam-na vulnerável a uma contração no mercado de capitais ou a um "inverno de IA" aonde as leis de escala encontrem retornos decrescentes.

Anthropic: O Arquiteto Prudente

Dario Amodei posicionou a Anthropic como a antítese da OpenAI: focada em segurança empresarial, confiabilidade e eficiência de capital. A empresa opera sob um conceito de "Cone de Incerteza", gerindo riscos de forma mais conservadora.

A Anthropic projeta um run-rate de receita entre US\$ 7 bilhões e US\$ 9 bilhões no final de 2025. Crucialmente, a empresa projeta atingir a lucratividade em 2028, dois anos antes da OpenAI, auxiliada por uma estrutura de custos mais eficiente devido à otimização para o hardware da AWS (Trainium).

Foco total no mercado B2B e fluxos de trabalho complexos (codificação, jurídico, financeiro), evitando a guerra de "superapps" de consumo.

Meta (META): O Disruptor de Código Aberto

Mark Zuckerberg está executando a clássica estratégia de "commoditizar o complemento". Ao lançar modelos de estado da arte (Llama) como código aberto, a Meta erode o fosso defensivo e o poder de precificação de modelos fechados (OpenAI/Google), garantindo que a inteligência básica se torne gratuita e abundante.

A IA já é um motor de receita tangível na Meta. As ferramentas de publicidade impulsionadas por IA (Advantage+) atingiram um run-rate anual superior a US\$ 60 bilhões. A IA gerou um aumento de 5% nas conversões no Instagram, provando ROI imediato.

A empresa planeja gastar entre US\$ 60-65 bilhões em Capex em 2025 para treinar o Llama 4 e alimentar seus sistemas de recomendação. Embora assuste investidores de curto prazo, isso constrói um fosso intransponível em torno do grafo social mais valioso do mundo.

Apple (AAPL): O Porteiro da Borda (Edge)

A Apple não está tentando vencer a guerra dos chatbots; está jogando para vencer a guerra do contexto. A "Apple Intelligence" é uma aposta na privacidade e na integração on-device.

A empresa reportou US\$ 124,3 bilhões em receita no Q1 2025. A estratégia de lançamento faseado significa que os recursos de IA "sérios" (Siri 2.0 com consciência contextual completa) só chegarão em 2026.

Analistas projetam um "superciclo" de atualização com o iPhone 17 (final de 2025/2026), impulsionado pela necessidade de hardware (RAM/NPU) capaz de rodar modelos locais. A Apple monetizará a IA através da renovação de hardware e da defesa de seu ecossistema de Serviços de alta margem.

Tesla / xAI: O Laboratório do Mundo Real

A xAI de Elon Musk opera com uma filosofia de força bruta e velocidade. A construção do supercomputador Colossus em Memphis (100.000 GPUs H100, expandindo para 200.000) em apenas 122 dias demonstrou uma capacidade de execução física superior a de qualquer hyperscaler.

Enquanto a xAI busca uma avaliação de US\$ 230 bilhões, a Tesla enfrenta desafios no seu core business. A taxa de adoção (take rate) do FSD (Full Self-Driving) está estagnada em torno de 12%, indicando que os consumidores ainda não veem valor suficiente no produto atual. A aposta é que o poder computacional da xAI resolverá a autonomia generalizada, destravando o valor de Robotaxi.

Pontos em Comum e Divergências Estratégicas

Convergência: O Consenso Nuclear e o Silício Customizado

Todas as grandes empresas de tecnologia (Big Tech) chegaram a duas conclusões idênticas em 2025:

- 1. A Rede Elétrica está Saturada:** Não é mais possível depender da rede pública. Amazon, Google, Microsoft e Oracle firmaram acordos nucleares. A energia de base (baseload) 24/7 tornou-se o ativo mais estratégico, transformando essas empresas efetivamente em concessionárias de energia.
- 2. Fuga da "Taxa Nvidia":** Todos os hyperscalers estão desenvolvendo silício próprio (Trainium, Maia, TPU, MTIA) para reduzir custos e dependência.

Divergência: Otimismo "YOLO" vs. Prudência Empresarial

Existe uma fissura filosófica e financeira clara no desenvolvimento de modelos:

- 1. Aposta na Escala (YOLO): OpenAI e xAI** acreditam que o caminho para a AGI é linear e requer capital infinito. Eles estão dispostos a queimar dezenas de bilhões na esperança de um monopólio futuro.
- 2. Aposta na Integração (Prudente): Anthropic, Apple e Amazon** focam em eficiência de capital, integração em fluxos de trabalho e ROI imediato. Eles evitam a corrida armamentista puramente por parâmetros em favor da melhor relação custo x benefício do capital investido

Conclusões e Insights 2030: O Futuro Agêntico e Soberano

Olhando para o horizonte de 2030, três mudanças tectônicas definirão os vencedores e perdedores:

O Nexo Energia-Computação (A "Nuvem Nuclear")

Até 2030, a localização dos data centers não será mais determinada pela latência da fibra óptica para as cidades, mas pela **proximidade de geração de energia na escala de gigawatts**. Veremos o surgimento de "Zonas de Computação Soberana" campos de IA massivos, fora da rede pública (off-grid), alimentados por reatores nucleares dedicados (SMRs). **As empresas de tecnologia se tornarão efetivamente concessionárias de energia**. Quem não tiver garantido seu "pipeline de elétrons" até 2026 ficará limitado em capacidade. Microsoft e Oracle lideram essa corrida.

De SaaS para "Service-as-a-Software" (A Virada Agêntica)

O modelo econômico de software B2B (cobrança por assento/usuário) entrará em colapso. **O novo modelo é "Trabalho-como-Serviço" (cobrança por resultado)**. **As empresas não contratarão 100 analistas juniores; elas alugarão 100 agentes de IA da Microsoft ou Anthropic para executar o trabalho**. Isso ameaça o modelo de precificação SaaS tradicional (Salesforce, Zoom), mas abre **um mercado de substituição de trabalho de trilhões de dólares**. **Anthropic e Google** (via agentes Gemini) são os líderes arquitetônicos aqui.

Inferência sobre Treinamento

A era da "mania de treinamento" de modelos cada vez maiores encontrará retornos decrescentes (muralhas de dados e energia). O valor econômico migrará massivamente para a Inferência (rodar os modelos) e para o **Compute de Tempo de Teste** (modelos que "pensam" antes de responder, como o o1 da OpenAI). Isso favorece hardware otimizado para inferência (Broadcom/TPUs/Trainium/Groq) em detrimento de hardware focado puramente em treinamento. A **Nvidia** precisará pivotar com sucesso para dominar a inferência (via NIMs) para justificar sua avaliação em 2030.

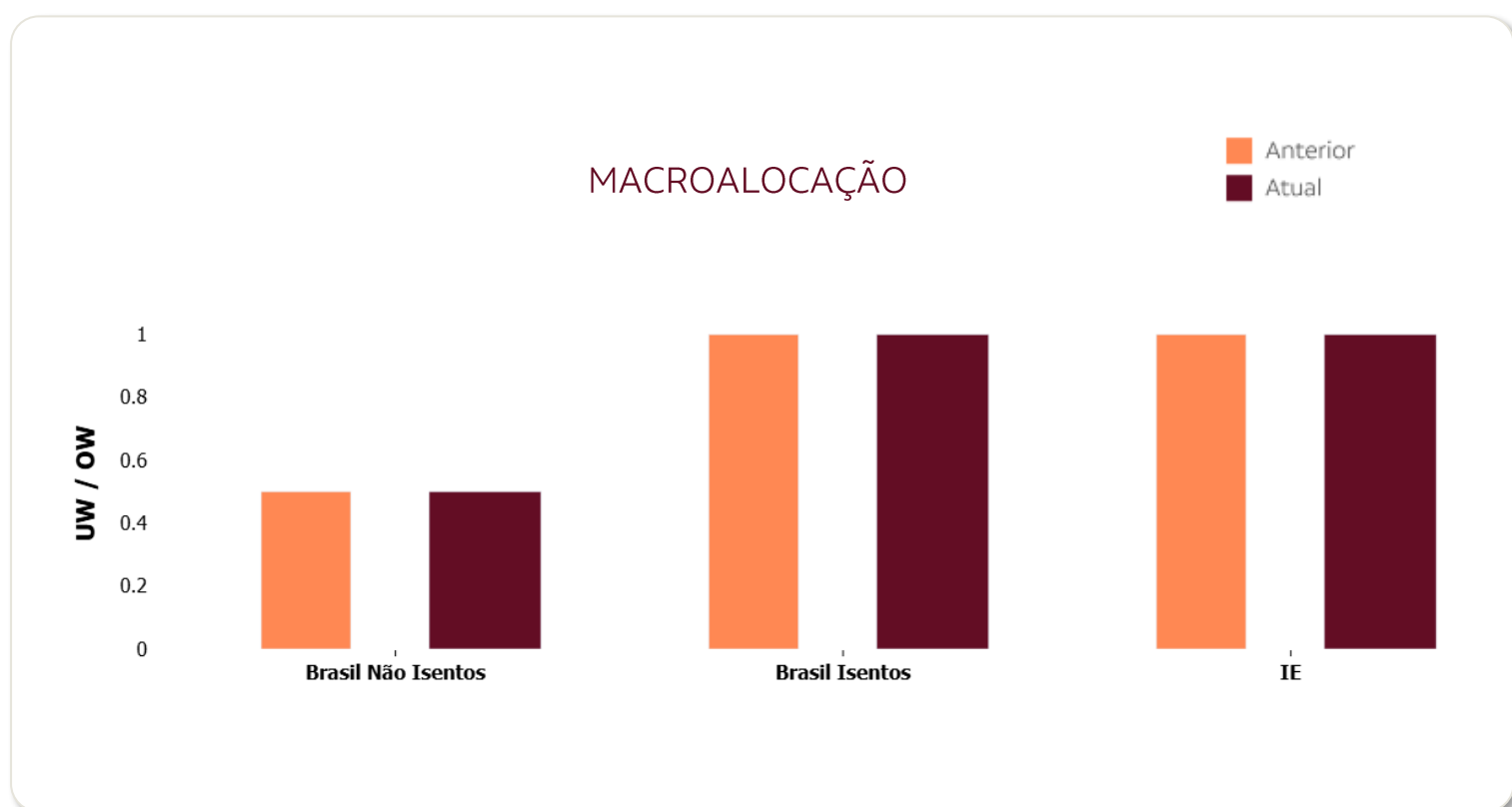
O "Trade de IA" não acabou, mas o "*Beta Trade*" (comprar qualquer coisa com IA no nome) está morto. O "*Alpha Trade*" de 2025-2030 exige alocar capital nos donos dos gargalos (Energia, CoWoS, Redes) e nos **arquitetos da eficiência (Silício Customizado, Agentes Empresariais)**. **Em resumo, estamos começando a sair da fase de construção desenfreada da infraestrutura (modelos e data centers) para a fase de aplicações e foco no retorno**

do investimento.

Nos despedimos com uma provocação, o dinheiro nasceu para mensurar o trabalho humano, em vez de trocar sua produção de bananas pela produção de ovos dos vizinhos, cada um mede sua produção em unidades monetárias e com isso o mundo ganhou eficiência no sistema de trocas. **Pois bem, se a IA de fato transformar, como diz Elon Musk, o custo marginal de produção de bens e serviços em algo perto de zero, quanto vale então o dinheiro na forma como nós o conhecemos?**

Neste mundo do futuro, quem seria o novo dinheiro, a nova unidade monetária? A energia? **Dado que energia é inteligência e produção? Sim, a energia tem tudo para ter protagonismo neste novo mundo. Se isso será o novo dinheiro, não sabemos ao certo, porém sabemos que ele será diferente.**

Termômetro de Alocação



O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e LCAs, entre outros), ativos brasileiros não-isentos, e ativos de Investimento no Exterior.

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

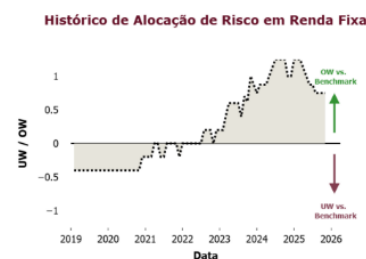
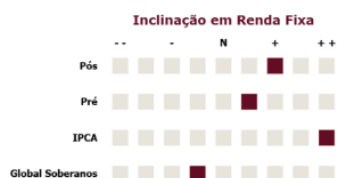
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO

ALOC. AÇÕES



ALOC. RENDA FIXA



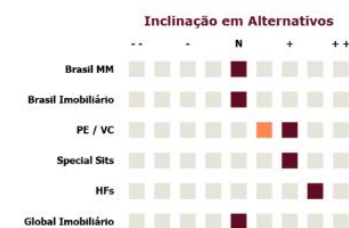
ALOC. CRÉDITO



ALOC. FX



ALOC. ALTERNATIVOS



Glossário

Termômetro de Alocação

Inclinação

Cada painel da série "Inclinação" reflete as perspectivas TAG sobre uma certa classe de ativos e suas componentes. Em nossa construção de cenário, dividimos o universo em 5 classes: Ações, Juros, Crédito, FX (ie. Moedas/Câmbio e Ouro), e Alternativos (ie. Ilíquidos, Imobiliário, e outros).

Dentro de cada classe, vamos além, e segmentamos o universo TAG em um segundo nível.

- Para Ações, temos 5 países/regiões: Brasil, Estados Unidos, Europa, China, e Países Emergentes (ie. ex-China e ex-Brasil).
- Para "Ações", onde antes tínhamos 5 países/regiões discriminados - "Brasil", "Estados Unidos", "Europa", "China", e "Países Emergentes" (ie. ex-China e ex-Brasil) - hoje, temos "Brasil", "DMs" (ie. Developed Markets, que contempla as nossas perspectivas para os EUA e Europa, entre outros países desenvolvidos), e "EMs (ex-Brasil)" (ie. Emerging Markets, que reflete a nossa visão sobre países em desenvolvimento como China e outros, exceto Brasil).
- Em "Renda Fixa" - a popular classe de Juros - nos guiamos por ativos "Pós" e "Pré" (ie. ativos Brasil pós-fixados e pré-fixados), além de títulos atrelados ao IPCA, e "Global Soberanos" (ie. renda fixa e títulos de dívida soberana ex-Brasil).
- Quanto à parcela de Crédito, dividimos da seguinte forma: ativos brasileiros High Grade e High Yield, ativos globais Investment Grade e High Yield (ie. onde o foco são os papéis de regiões desenvolvidas, os DMs), e os "Global EMs (ex-Brasil)" (ie. ativos de Crédito de países emergentes).
- Em FX, pontuamos as nossas perspectivas para a apreciação/depreciação de alguns pares/moedas. Onde antes discriminamos essas perspectivas como Dólar, Euro, Ouro, e Real, hoje resolvemos pontuar os pares que olhamos diretamente de forma explícita: "USD/DXY" (ie. a DXY é uma cesta de moedas globais, na qual balizamos as nossas perspectivas para o Dólar), "USD/EUR", "BRL/USD", "Ouro/USD".



TAG

INVESTIMENTOS

Este material não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.