

JUNHO 2026

PANORAMA MACROECONÔMICO



PANORAMA MACROECONÔMICO

Prezados cotistas,

Seguindo nosso compromisso em trazer conteúdos de alta qualidade para auxiliá-los na melhor tomada de decisão sobre os investimentos, segue material elaborado pelo nosso Economista-Chefe, Igor Barenboim, sobre o cenário atual com as evoluções da tecnologia.

Boa leitura!

O BOOM DA IA E O ECO DOS ANOS 90

Há uma repetição de roteiro por trás da euforia que hoje toma os mercados. Em meados dos anos 1990, a expectativa de uma internet onipresente levou as empresas de telecomunicações a investir mais de US\$ 500 bilhões — cerca de 1% do PIB americano ao ano, por cinco anos seguidos — na construção de 80 milhões de milhas de fibra ótica. Grande parte dessa capacidade nunca foi usada: em 2001, 85% da fibra instalada estava ociosa, os preços de banda larga haviam caído 90% e nomes como Global Crossing e WorldCom haviam quebrado. A tecnologia era real; o ritmo do capital, não.

Hoje, vemos a mesma dinâmica se repetir com a infraestrutura de inteligência artificial — em escala ainda maior. Amazon, Google, Meta e Microsoft devem investir US\$ 725 bilhões em capex de IA somente em 2026, alta de 77% sobre o ano anterior, e a Goldman Sachs projeta US\$ 5,3 trilhões acumulados até 2030 apenas dessas quatro empresas. O próprio Bank for International Settlements (BIS), em seu relatório anual de 2026, comparou esse ciclo às manias históricas dos canais no século XIX, das ferrovias britânicas e do *dot-com*: todas começaram com uma inovação genuína, atraíram capital muito além do que os retornos comerciais justificavam, e terminaram em recessão.

A diferença mais relevante em relação aos anos 90 não está na tecnologia, mas no financiamento. Os *hyperscalers* (empresas que fornecem infraestrutura de computação em nuvem em escala global) de hoje têm fluxo de caixa muito superior ao das telecoms alavancadas de outrora — mas, mesmo assim, gastam acima do que geram e recorrem à dívida em ritmo recorde: a emissão de *bonds* dos *hyperscalers* já superou US\$ 100 bilhões em seis meses, cinco vezes a média histórica, com metade dos prazos acima de dez anos. Se metade dos US\$ 6 trilhões de capex projetados até 2030 vier de dívida, o volume superará todo o crédito levantado no boom de banda larga desde o início da internet.

UM PARÊNTESES NECESSÁRIO: NEM TODA REVOLUÇÃO TECNOLÓGICA É IGUAL

Antes de seguir no paralelo, vale um parêntese que consideramos essencial. A internet, por mais transformadora que tenha sido, elevou a produtividade da economia americana sem reescrever sua trajetória de crescimento: passado o boom e o baque das pontocom, o PIB potencial dos países ricos seguiu uma trajetória não muito diferente da que já vinha seguindo antes dele. Revoluções tecnológicas verdadeiramente transformadoras — a Revolução Agrícola e, depois, a Revolução Industrial, com a máquina a vapor e, mais tarde, a eletricidade — romperam com séculos de estagnação e multiplicaram o produto por dezenas de vezes em um espaço de tempo histórico muito curto.

Não sabemos ainda em qual categoria a inteligência artificial vai se encaixar. Mas se ela se revelar mais parecida com a máquina a vapor e a eletricidade do que com a internet — ou seja, se for uma

tecnologia de propósito geral capaz de reorganizar a própria função de produção da economia, e não apenas de baratear a comunicação e a busca por informação —, o cenário otimista que descrevemos mais adiante nesta carta pode estar subdimensionado. É uma possibilidade real, e ela muda o cálculo de como nos posicionamos: diferentemente dos anos 90, quando o desfecho mais provável já era, em grande medida, excesso de capacidade seguido de acomodação, hoje reservamos parte deliberada do portfólio para a hipótese de que a cauda direita da distribuição de resultados seja maior do que o consenso embute. A história rima, mas não é igual.

ESTADOS UNIDOS: A FATURA DO BOOM

Nos Estados Unidos, o investimento em IA já é o principal motor do crescimento. Estimativas do economista Jason Furman (Harvard) atribuem à IA até 92% do crescimento do PIB americano no primeiro semestre de 2025; leituras mais conservadoras, como a do Fed de St. Louis, falam em 20% a 30%. Qualquer que seja o número certo, o crescimento americano está mais dependente de um número pequeno de empresas do que em qualquer momento recente — e, portanto, mais vulnerável a uma desaceleração do capex, como o próprio BIS já sinalizou.

O outro lado dessa moeda é a inflação, que segue em dois tempos. Agora, a demanda por energia, chips, cobre e mão de obra de construção pressiona os preços — o CPI americano está em 4,2% em 12 meses, acima da meta. No médio prazo, o Fed aposta (na leitura de Kevin Warsh) que os ganhos de produtividade da IA serão desinflacionários; já a diretora Lisa Cook chama atenção para o fato de que essa pressão de custo já é persistente.

No entanto a narrativa de corte de juros que dominou o consenso de mercado até recentemente já ficou datada. O mercado hoje não descarta uma nova alta de juros em 2026 — não para esfriar uma demanda aquecida, como foi o caso em 1999-2000, mas para conter um choque de custo gerado pelo próprio boom de investimento em IA. É um remédio mais incômodo e, potencialmente, menos eficaz, e o resultado mais provável é uma curva de juros mais inclinada, com o custo de capital de longo prazo subindo para toda a economia. A revolução tecnológica em meio a alta de juros é mais um traço que aproxima o momento atual dos anos 90, quando o Fed também elevava juros — ainda que, à época, para esfriar demanda de forma mais generalizada.

DESIGUALDADE E A ANSIEDADE DO TRABALHO: O QUE OS ANOS 90 NÃO TIVERAM

Há ainda uma diferença social que consideramos tão importante quanto as econômicas. Nos anos 90, a automação trazida pela internet e pela informatização deslocou alguns empregos, mas não gerou uma ansiedade generalizada sobre a substituição do trabalho humano — o debate público girava em torno de conectividade, comércio eletrônico e *valuation* de empresas, não sobre se a próxima geração teria emprego. Desta vez é diferente: a IA generativa já desloca funções de qualificação intermediária, alimenta uma ansiedade real e disseminada entre trabalhadores de colarinho branco — inclusive em profissões historicamente protegidas, como direito, contabilidade e programação, e tende a concentrar os ganhos de produtividade em quem detém capital e habilidades de ponta, ampliando a desigualdade de renda mais rápido do que no ciclo anterior.

Essa combinação de ansiedade e desigualdade cria um canal macroeconômico que não existia com a mesma intensidade nos anos 90: a pressão política por resposta fiscal. Historicamente, choques de deslocamento de emprego percebidos como abruptos e amplos tendem a gerar demanda por transferências, programas de requalificação e rede de proteção social, e é razoável esperar o mesmo

agora, em praticamente todas as democracias expostas à automação por IA. O problema é o momento: essa pressão fiscal chega numa conjuntura de endividamento público já elevado nos países desenvolvidos e no Brasil, o que reduz o espaço de manobra e aumenta o risco de que a resposta à desigualdade venha acompanhada de mais prêmio de risco sobre a dívida soberana, não menos. É um vetor de risco fiscal que os anos 90 simplesmente não tiveram que enfrentar.

ALÉM DOS EUA: UMA CORRIDA DESIGUAL

A China gasta oficialmente cerca de 23 vezes menos que os EUA em capex privado de IA (ainda que fundos estatais tornem esse número subestimado), e aposta em energia barata como vantagem competitiva. A Europa investe uma fração do volume americano, e seu programa InvestAI, de € 200 bilhões até 2027, equivale a menos do que um único trimestre de capex das *big techs* dos EUA. A concentração de poder de mercado em torno dos *hyperscalers* americanos deve persistir.

Vale um paralelo histórico adicional, pouco lembrado. Nos anos 1980, o consenso também apontava para uma potência prestes a ultrapassar os Estados Unidos, mas essa potência era o Japão, não a China. Carros japoneses dominavam as ruas americanas, a manufatura japonesa era estudada como modelo superior de eficiência e qualidade, e *best-sellers* da época anunciavam a ascensão do Japão como praticamente inevitável. Não foi o que aconteceu: o Japão entrou em décadas de estagnação após o estouro de sua bolha em 1991, enquanto os Estados Unidos, impulsionados justamente pelo boom de internet dos anos 90, ampliaram a distância. Hoje, o discurso se repete com a China no lugar do Japão. Cabe a pergunta, sem resposta óbvia: assim como a revolução tecnológica dos anos 90 recolocou os EUA na liderança quando o Japão parecia prestes a ultrapassá-los, poderá a revolução da inteligência artificial, hoje ainda liderada por empresas americanas, fazer o mesmo em relação à China? Não é uma previsão; é um lembrete de que narrativas de ultrapassagem inevitável já se mostraram erradas antes, e de que tecnologia de propósito geral tende a favorecer justamente quem a lidera.

BRASIL: OPORTUNIDADE REAL, CONTRAPARTIDA MACRO

Para o Brasil, o momento é ambivalente. Do lado da oportunidade, o país lidera a América Latina em *data centers* (metade do mercado regional, cerca de 200 empreendimentos), o governo criou o Redata para zerar impostos federais sobre equipamentos do setor, com meta de atrair R\$ 2 trilhões em investimento na próxima década, e o Plano Nacional de IA prevê R\$ 20 bilhões até 2030.

Do lado macro, porém, a Selic segue acima de 14%, o IPCA acumula 4,72% em 12 meses e o mercado já não descarta que uma eventual alta do Fed nos Estados Unidos, em vez do corte esperado, eleve o custo de rolagem da dívida externa brasileira e reduza o espaço do Banco Central para qualquer flexibilização relevante da Selic.

Um último ponto, mais estrutural. A história das revoluções tecnológicas não foi gentil com quem ficou para trás: países que perderam a primeira onda da Revolução Industrial levaram, em muitos casos, mais de um século para reduzir a distância em renda per capita em relação aos pioneiros, e alguns nunca a fecharam por completo. Se a inteligência artificial se confirmar como uma revolução da mesma magnitude, a corrida por infraestrutura, energia e capital humano que o Brasil trava agora não é apenas mais um ciclo de investimento: pode ser a diferença entre entrar ou ficar de fora da próxima divergência de renda global. Vale a pergunta que fizemos sobre o Japão e a China: o Brasil corre o risco de repetir, desta vez, o papel de quem ficou para trás?

NOSSA VISÃO E RECOMENDAÇÕES

Organizamos nossa leitura para os próximos trimestres em três cenários, com uma ressalva importante, que detalhamos antes nesta carta: o cenário otimista pode estar subdimensionado se a IA se confirmar como uma revolução de propósito geral, e não apenas mais um ciclo de produtividade como o da internet.

No otimista, os ganhos de produtividade da IA se confirmam, a inflação de oferta cede e o Fed corta juros, mas só a partir de 2027; numa variante mais extrema desse cenário, que tratamos com a devida cautela, mas não descartamos, a IA se comporta como uma verdadeira revolução industrial, e o crescimento potencial da economia global se eleva de forma estrutural e duradoura, não apenas cíclica. No cenário-base, que consideramos mais provável, o crescimento segue elevado no curto prazo, cada vez mais dependente do capex de IA, os juros americanos permanecem altos por mais tempo, com risco real de alta ainda em 2026, e a correção de mercado, quando vier, é administrada. No cenário de risco, que o BIS já sinaliza abertamente, a receita dos *hyperscalers* não acompanha o capex, o investimento é cortado, e o choque se propaga por chips, construção e crédito corporativo, repetindo, em versão mais alavancada, o que houve com a fibra ótica há 25 anos.

Diante desse quadro, recomendamos: 1) Tratar o capex de IA como ciclo, não como platô, monitorando capex e geração de caixa dos *hyperscalers* como indicador antecedente; 2) Acompanhar o crédito corporativo de tecnologia com a mesma atenção dedicada às ações, já que o alargamento de spreads tende a preceder qualquer estresse em bolsa; 3) Posicionar carteiras de renda fixa para juros longos mais altos por mais tempo, e não para o corte que, por ora, não vem; 4) Diversificar geograficamente com realismo, sabendo que China e Europa não fecham a lacuna de capital tão cedo, e sem presumir que a ultrapassagem chinesa seja mais inevitável hoje do que a japonesa parecia ser nos anos 80; 5) Reservar uma parcela pequena e deliberada do portfólio para o cenário de cauda em que a IA se prove mais parecida com a eletricidade do que com a internet; 6) Monitorar o risco fiscal derivado da resposta política à desigualdade e à ansiedade do emprego, especialmente em economias (Brasil incluído) que já operam com espaço fiscal reduzido; 7) E no Brasil, capturar a oportunidade estrutural de infraestrutura de dados sem perder de vista os riscos de câmbio, juros e inflação importada, e sem perder de vista o risco de ficar para trás numa divergência que pode se estender por décadas.

DISCLAIMER: Este material tem caráter exclusivamente informativo e tem como objetivo apresentar comentários sobre o mercado e os principais fundos sob administração da Reach Capital Investimentos Ltda. ("Reach Capital"). As informações aqui contidas foram obtidas de fontes consideradas confiáveis e refletem a opinião da Reach Capital na data de sua elaboração, podendo ser alteradas sem aviso prévio. Este material não constitui oferta de venda ou solicitação de compra de cotas de fundos de investimento ou de qualquer outro ativo. As opiniões e estimativas apresentadas refletem exclusivamente a visão da gestora na data de sua elaboração e não apresentam promessa ou garantia de rentabilidade. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e a rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento e da lâmina de informações essenciais antes de investir. Para avaliação da performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de um período mínimo de 12 (doze) meses. Fundos multimercado e estratégias que utilizam derivativos podem incorrer em perdas superiores ao capital investido. Fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos globais podem estar sujeitos à variação cambial. Fundos de previdência seguem regras específicas e não garantem benefício futuro. Fundos de crédito privado podem estar sujeitos a riscos de liquidez e de crédito dos emissores. A Reach Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões no conteúdo das informações divulgadas, nem por decisões de investimentos tomadas com base neste material. Este documento não substitui a lâmina de informações essenciais, tampouco constitui demonstração de desempenho. Para confirmação de informações, entre em contato com a Reach Capital.

