

Julius Bär

SECULAR OUTLOOK

Tendências econômicas e de investimento
que estão moldando a década atual

Material de marketing
11 de dezembro de 2023

Leia as informações legais importantes no final deste documento.
Fonte: Bank Julius Bär & Co. Ltd. (Julius Bär), salvo indicação explícita ao contrário.

Julius Bär

Índice

A grande normalização	4
Tendências seculares históricas	6
Principais tendências macroeconômicas	8
A multipolaridade e o rearranjo estratégico	9
Políticas industriais e fiscais ativas	11
A normalização das taxas de juros	13
Super ciclo de inovação	16
A recessão no balanço patrimonial da China	18
Tendências do mercado de capitais	20
O retorno do investimento em renda	21
Mercados acionários de “reserva de valor”	23
Mercados de capital em dólares americanos	24
Nasdaq+	26
Principais fatores de risco	28
Informações legais importantes	30

A grande normalização

Caro leitor,

Todos os anos, em outubro, os especialistas seniores em pesquisa e gestão de investimentos do Julius Baer, juntamente com convidados externos selecionados, reúnem-se para o seminário Secular Outlook de dois dias a fim de reavaliar as principais tendências da economia global e dos mercados de capitais. O seminário, que é parte integrante do processo de investimento do Julius Baer, nos dá a oportunidade de dar um passo atrás perante os eventos recentes e o fluxo diário de notícias para examinar onde estamos no grande esquema de todas as coisas. Como investidores de longo prazo, é fundamental ter uma visão clara das forças estruturais em jogo na economia e alinhar nossas carteiras de acordo com as mesmas.

Na edição do ano passado do boletim Secular Outlook, argumentamos que, desde a primeira edição do seminário anual, há cerca de 15 anos, o mundo nunca havia mudado tão drasticamente como nos 12 meses anteriores. Concluímos que a guerra na Ucrânia marcou o fim dos dividendos da paz. Esse foi um momento decisivo para os investidores, pois houve uma série de implicações geopolíticas, econômicas e financeiras. Na presença dessa mudança de paradigma, todas as funções anteriores de reação do investidor precisaram ser reavaliadas e revalidadas. Ao mesmo tempo, porém, tivemos o cuidado de estabelecer uma distinção entre desenvolvimentos cíclicos e mudanças verdadeiramente estruturais. Percebemos que o desafio foi ainda mais complicado devido aos sucessivos choques da pandemia da Covid-19 e ao estímulo monetário e fiscal oferecido em resposta, seguido pelo início da guerra na Ucrânia. Esses choques causaram grandes distorções nos ciclos econômicos e financeiros e provocaram inflação pela primeira vez em décadas. Diante desses acontecimentos, os formuladores de políticas elevaram as taxas de juros para fora do âmbito da repressão financeira em uma velocidade e escala sem precedentes. Por fim, o mercado altista de títulos de 40 anos chegou ao fim, e o estouro da bolha

de títulos que começou no início de 2022 atingiu proporções históricas em 2023.

Saímos para sempre da era da repressão financeira? Em nossa opinião, não necessariamente, embora seja tentador chegar a essa conclusão depois que os rendimentos de 5 anos, 10 anos e até 30 anos do Tesouro estadunidense ultrapassaram o limite de 5% em outubro. Reconhecemos que não esperávamos que o US Federal Reserve (Fed) e seus pares, os bancos centrais, abandonassem abruptamente as taxas de juros de quase zero (ou até mesmo negativas) e a flexibilização monetária. Na verdade, esperávamos que a saída da era do dinheiro de graça fosse gradual. Ninguém imaginava que as taxas de juros poderiam subir tão rapidamente sem causar um grande *crash* ou uma recessão nos EUA. No entanto, não acreditamos que o atual ambiente de taxas mais altas represente o novo normal. As economias global e dos EUA não mudaram a ponto de tornarem sustentáveis taxas de juros acima de 5%. O mundo é simplesmente muito monetizado e a dívida global é muito sistêmica para permitir que as taxas de juros permaneçam altas por um período prolongado. A caixa de ferramentas que os formuladores de políticas monetárias utilizam para ajustar a atividade econômica se expandiu consideravelmente desde a Crise Financeira Global (GFC), com os bancos centrais usando cada vez mais seus balanços patrimoniais para cortar pela raiz os surtos de risco sistêmico, como testemunhamos durante a crise bancária regional dos EUA em março deste ano. A economia financeira continua a dominar a economia real, devido ao seu tamanho desproporcional, e os bancos centrais continuarão a ser limitados em suas ações por causa da ameaça de risco sistêmico.

Por baixo da superfície, a normalização pós-pandemia está progredindo bem, e a visibilidade estrutural, que era excepcionalmente baixa nos últimos anos, vem melhorando gradualmente. Em retrospectiva, estávamos certos em nossa opinião sobre alguns dos eventos formativos dos últimos anos e resistimos à tentação de chegarmos a conclusões precipitadas para a década como um

todo. Por exemplo, agora há evidência ampla de que tanto a elevação súbita da inflação como a crise energética na Europa eram devidas, grosso modo, a fatores temporários em vez de estruturais. Os gargalos nas cadeias de suprimentos já se dissiparam integralmente, e os mercados de energia provaram ser verdadeiramente globalizados e resilientes. Um superciclo de *commodities* de base ampla parece cada vez mais improvável nesta década. No entanto, esperamos que a volatilidade macroeconômica permaneça mais alta do que na década anterior, alimentada pela nova situação geopolítica. É importante ressaltar que o novo regime de inflação estrutural é uma questão de escolha para governos e bancos centrais do Ocidente. Esperamos que eles se contentem com cerca de 3%, em média, em vez de 2%, aceitando uma maior volatilidade em torno dessa nova média.

A transição do neoliberalismo para o capitalismo patrocinado pelo Estado, uma noção apresentada em 2019 pela primeira vez, está em pleno andamento. Essa tendência foi turbinada pelo retorno da geopolítica. Hoje, enfrentamos um mundo multipolar, no qual as atividades de rearranjo estratégico impulsionadas por preocupações de segurança nacional estão ganhando importância, facilitadas por políticas fiscais e industriais ativas. O domínio fiscal abre caminho para uma normalização das taxas de juros a uma velocidade mais rápida do que o esperado – um desenvolvimento fundamentalmente saudável em um sistema capitalista que cria oportunidades. Ao mesmo tempo, podemos estar à beira de um superciclo de inovação impulsionado pela convergência de tecnologias múltiplas, incluindo a inteligência artificial (IA) generativa, o que pode permitir ganhos maciços de produtividade nesta década. Enquanto isso, a China está em uma recessão de balanço patrimonial e enfrenta outros ventos contrários estruturais devido a desenvolvimentos demográficos e econômicos muito adversos.

Nesta atualização de 2024 do boletim Secular Outlook, primeiramente identificamos as principais tendências macroeconômicas da década atual e, em seguida, descrevemos as principais tendências do mercado de capitais e as áreas de investimentos relacionadas que acreditamos que poderão se beneficiar delas. Concluímos com uma breve visão geral dos impulsionadores de risco subjacentes que cada vez mais desempenham um papel nas carteiras dos investidores. Esperamos que você goste de ler o folheto e que ele seja um guia útil para suas decisões de investimento no ambiente desafiador atual.

Atenciosamente,



Yves Bonzon
Group Chief Investment Officer
Member of the Executive Board



Tendências seculares históricas

Neste capítulo, apresentamos uma visão geral sinóptica das principais tendências macroeconômicas e do mercado de capitais das últimas sete décadas. As tendências que, em nossa opinião, estão moldando a década atual serão detalhadas nos capítulos seguintes.

Uma visão geral

Toda década é caracterizada por um cenário econômico e de investimento diferente no qual os mercados de capital são moldados por tendências diferentes. Como resultado, algumas classes de ativos têm desempenho superior enquanto outras ficam para trás, além de que a liderança do mercado geralmente muda de uma década para outra. Embora essa premissa básica permaneça válida, devemos reconhecer que esses períodos de dominância podem ser mais ou menos longos do que exatamente dez anos.

Gráfico 1: Tendências seculares históricas

	Bretton Woods						Era neoliberal (Globalização, Financeirização, Digitalização)						Capitalismo patrocinado pelo Estado					
	1960s		1970s		1980s		1990s		2000s		2010s		2020s*					
O que aconteceu	Taxas de câmbio flutuantes O choque do petróleo A Grande Inflação		Inflação em queda Acordo cambial do Hotel Plaza As reformas de Deng na China		A queda do Muro de Berlim Globalização Internet Trading eletrônica		União Econômica e Monetária Europeia O grande desequilíbrio global A ascensão da China Crédito estruturado		Desalavancagem administrada em países ocidentais Mudança de inflação para metas de preços de ativos Divergência de mercados emergentes Crise do euro		Multipolaridade e rearranjo estratégico Políticas industriais e fiscais ativas Normalização das taxas de juros Super ciclo de inovação Recessão do balanço patrimonial da China							
O que foi rentável	Ações estadunidenses do Nifty 50: as 50 ações large cap dos EUA mais populares		Small caps Ações petrolíferas Ouro, CHF, e JPY		Títulos públicos Índice Nikkei Ações de Hong Kong		Fundos de índices Nasdaq Ações suíças USD		Hedge funds Ações de mercados emergentes Commodities EUR		Ações de qualidade de mercados desenvolvidos Private equity High yield 60/40 FAANMG USD		O retorno de investimento em renda Mercados acionários "reserva de valor" Mercados de capitais em US\$ Nasdaq+					

Fonte: Julius Baer

Observação: O Acordo de Bretton Woods foi criado em 1944 e entrou em plena vigência em 1958; o Muro de Berlim caiu em novembro de 1989; a União Econômica e Monetária refere-se ao lançamento do euro; 60/40 = 60% ações/40% títulos; FAANMGs: Meta (antigo Facebook), Apple, Amazon, Netflix, Microsoft e Alphabet (antigo Google); mercados de ações de "reserva de valor": mercados de ações em jurisdições onde os direitos de propriedade e o valor do acionista são bem protegidos e que se caracterizam por instituições sólidas, governança sólida e alocação eficiente de capital; "Nasdaq+" refere-se ao Nasdaq Composite Index, que é um índice de alta tecnologia, bem como a empresas selecionadas listadas em outros lugares que estão impulsionando a próxima iteração do progresso tecnológico global. *Projeção Julius Baer



Principais tendências macroeconômicas

Depois de apresentarmos uma visão geral histórica das tendências seculares, elaboramos neste capítulo as principais tendências macroeconômicas que estão moldando a década atual. O ambiente macroeconômico é o dado mais importante quando se tenta avaliar quais investimentos serão mais lucrativos.

A multipolaridade e o rearranjo estratégico

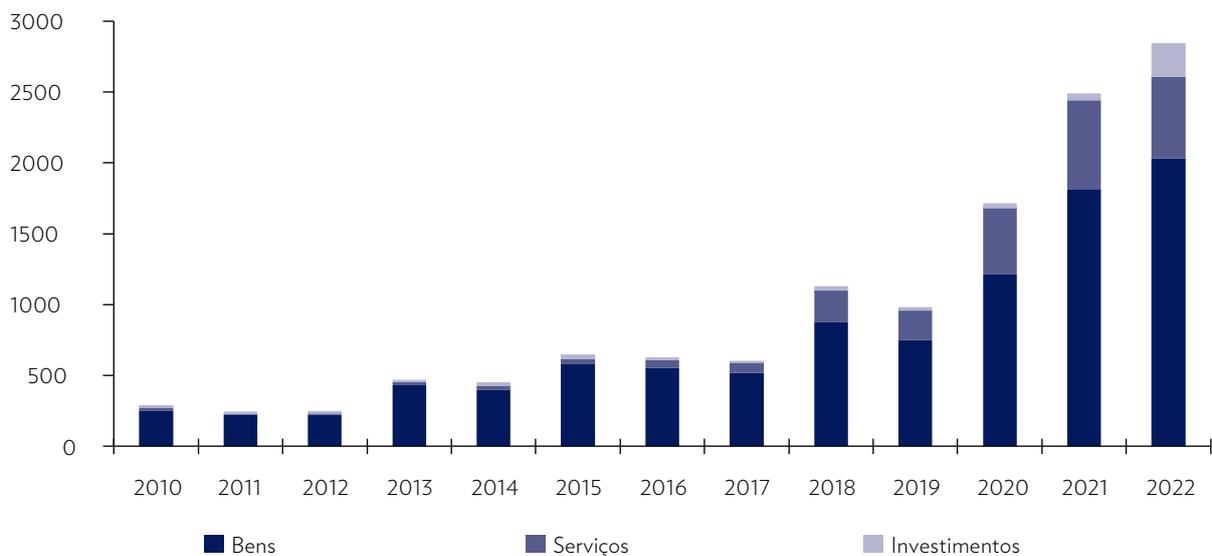
Como evidenciado pelas guerras atuais na Ucrânia e no Oriente Médio, as rivalidades geopolíticas voltaram com força nos últimos anos, indo muito além de um confronto estratégico entre os EUA e a China. O novo cenário geopolítico é complexo e frágil, já que os países tendem a se desviar de forma oportunista de alianças aparentemente fortes, movidas por interesses nacionais. Com o esgotamento dos dividendos da paz, esperamos que as iniciativas de rearranjo estratégico focadas em suprimentos essenciais continuem.

Ainda que a noção do fim da globalização, muito difundida no início desta década, tenha sido certamente exagerada, tornou-se evidente que o dividendo da paz terminou com a invasão russa da Ucrânia em fevereiro de 2022. Em todo o mundo, os conflitos continuam a se acirrar, com a guerra na Ucrânia em andamento após mais de 18 meses de combates e a trágica escalada da violência no

Oriente Médio sendo os exemplos mais recentes e proeminentes. Na edição do ano passado do boletim Secular Outlook, observamos que a liderança individual e inquestionável por países no cenário mundial - como demonstrado, por exemplo, pelos EUA e pela União Soviética durante a Guerra Fria - é algo que pertence ao passado. Em vez disso, o mundo de hoje é fundamentalmente multipolar, com

Gráfico 2: O protecionismo está aumentando

Número de restrições comerciais impostas globalmente



Fonte: Global Trade Alert, International Monetary Fund, Julius Baer

Observação: O gráfico mostra o número de restrições impostas aos comerciantes em todo o mundo, por ano e tipo.

Principais tendências macroeconômicas

um número cada vez maior de países começando a priorizar oportunisticamente seus próprios objetivos invés da adesão habitual a um bloco ou outro. O confronto geopolítico, como condição permanente, é um terreno fértil para desastres, pois quanto mais atores houver, cada um com seus próprios interesses nacionais, mais difícil será prever o comportamento entre eles.

No entanto, mesmo que o comércio global esteja sujeito à fragmentação à medida que o protecionismo se prolifera (veja o gráfico 2) e que as tensões geopolíticas provavelmente continuem a causar abalos nas economias e nos mercados, ainda acreditamos que uma desglobalização completa e uma dissociação ampla das potências mundiais, como os

EUA e a China, continuam improváveis. As cadeias de suprimentos internacionais são simplesmente muito entrelaçadas, complexas e mutuamente lucrativas para que os países possam fazer um rearranjo completo de seus negócios. O maior incentivo para o desacoplamento situa-se em importantes setores estratégicos que são importantes para a segurança nacional, tais como tecnologia (que pode ser transformada em arma) e energia. Nesses setores, é provável que continuaremos a ver políticas governamentais voltadas a impulsionar a produção doméstica, aumentar a resiliência e restringir as tentativas de sucesso “do outro lado”. No entanto, as mercadorias de menor importância estratégica, bem como aquelas que carecem de fornecedores competitivos, provavelmente não terão suas cadeias de suprimento repatriadas.

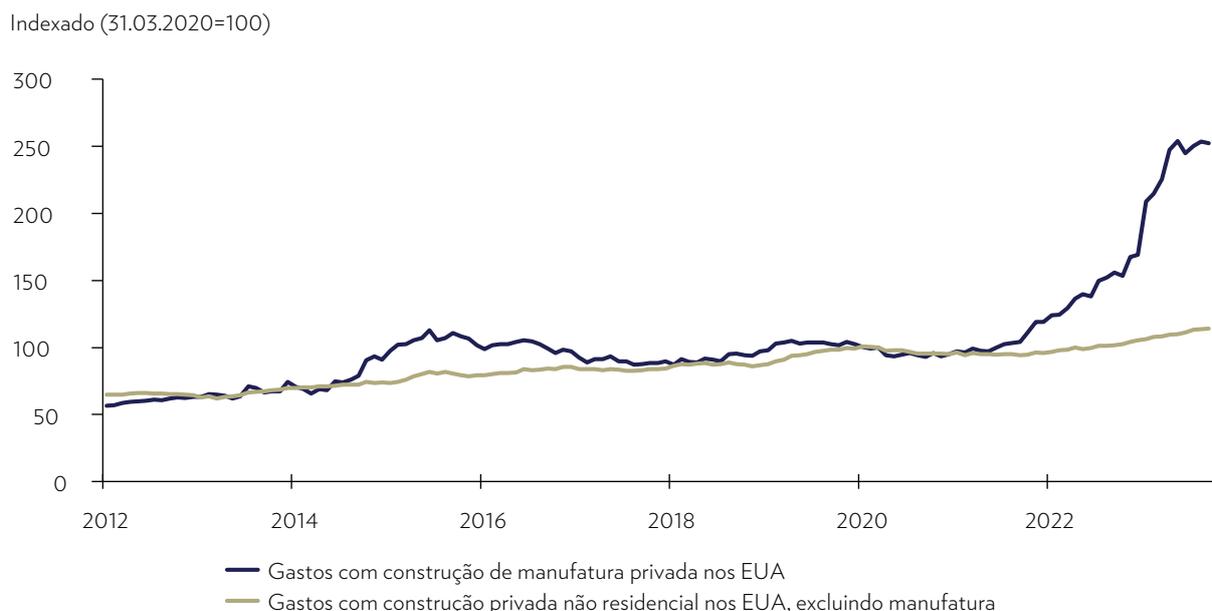
Políticas industriais e fiscais ativas

Superalimentada pela pandemia da Covid-19, a política fiscal assumiu o papel central na gestão dos ciclos econômicos. Políticas industriais e fiscais ativas são elementos centrais do capitalismo patrocinado pelo Estado, a nova era em que entramos após 40 anos de ortodoxia neoliberal. O apetite pelo ativismo fiscal é ampliado quando as colisões geopolíticas se tornam a nova norma, e não a exceção.

A formulação de políticas macroeconômicas passou por uma grande mudança de paradigma desde o início desta década. Após 40 anos de globalização, liberalização, financeirização e digitalização, durante os quais as intervenções estatais em larga escala foram vistas como indesejáveis e ineficientes, estamos testemunhando o retorno do domínio da política fiscal. As economias avançadas continuam sofrendo com desigualdades recordes, demografia envelhecida e crescimento estagnado, e ainda existe

uma pressão enorme sobre os governos para aliviar esse problemas. A pandemia da Covid-19 acelerou decisivamente essa tendência. Medidas significativas de apoio financeiro foram promulgadas por todo o mundo e em uma escala particularmente grande nos EUA. De fato, o governo dos EUA adotou uma postura fiscal mais ativista, com foco no fortalecimento da capacidade industrial doméstica que vai além da resposta imediata à crise de saúde global. A construção de fábricas nacionais aumentou

Gráfico 3: A política fiscal dos EUA estimula um boom na construção de fábricas domésticas



Fonte: US Census Bureau, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

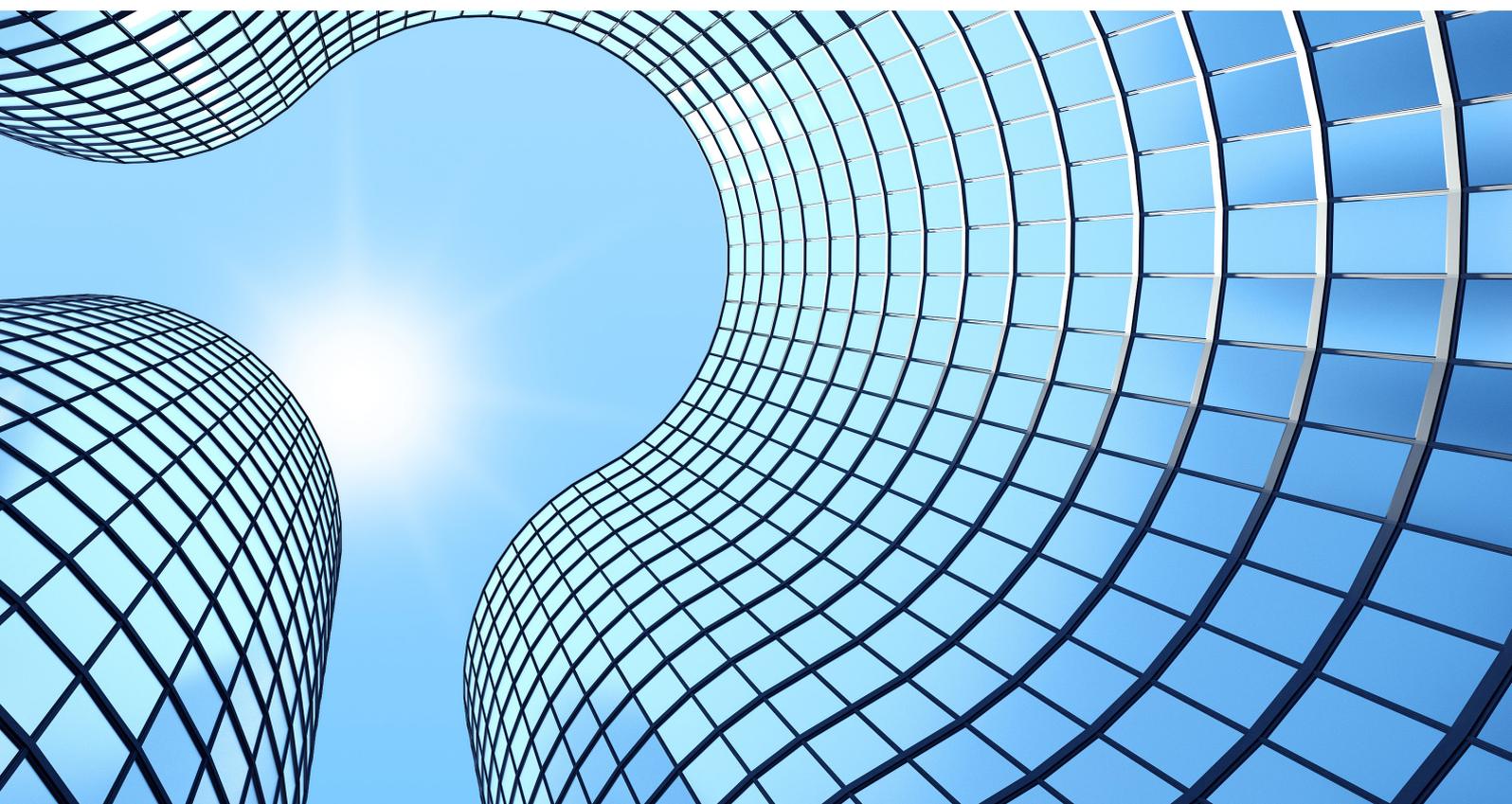
Observação: As despesas privadas de construção não residencial dos EUA são divididas em manufatura e todas as outras categorias, exceto manufatura. Dados em 30.09.2023.

Principais tendências macroeconômicas

acentuadamente nos últimos anos (veja o gráfico 3). Desde que o presidente Biden assumiu o cargo em janeiro de 2021, recursos significativos foram direcionados a investimentos em energia limpa por meio da Lei de Redução da Inflação, a subsídios para manufatura avançada (como semicondutores) por meio da Lei de Chips e Ciência, e a atualizações de infraestrutura por meio do projeto de lei de infraestrutura bipartidário. Anteriormente, previa-se que a política fiscal nacional seria um dos maiores entraves ao crescimento econômico dos EUA nos próximos anos. Ao contrário dessa previsão, os programas fiscais dos EUA, na verdade, contribuíram positivamente para o crescimento do produto interno bruto (PIB) real dos EUA tanto no primeiro quanto no terceiro trimestre deste ano. Esse retorno da predominância fiscal torna muito mais difícil para os investidores lerem os ciclos econômicos, uma vez que costuma haver discrepâncias significativas entre os anúncios e a implementação real. No entanto, a direção é clara, e essas medidas fazem parte de uma mudança deliberada mais ampla na política econômica dos EUA, com uma gestão industrial e fiscal mais ativa destinada promover o aumento da oferta de mão de obra e o crescimento da produtividade, ao mesmo tempo em que reduz os danos ambientais

e as desigualdades – um dos efeitos colaterais negativos mais proeminentes da era neoliberal. É importante ressaltar que, embora debates orçamentários acalorados tenham se tornado a norma no Congresso dos EUA, há apoio em todo o espectro político, não apenas dos democratas, para que o governo desempenhe um papel mais ativo na promoção do investimento em capacidade produtiva.

Enquanto isso, na China, o governo central tem desempenhado historicamente um papel importante na orientação e no estímulo ao investimento doméstico. Os subsídios governamentais têm sido uma característica há anos em setores considerados estrategicamente importantes. Além disso, como o setor privado continua relutante em tomar empréstimos e fazer investimentos, o setor público precisa intervir cada vez mais para evitar que a economia do país pare abruptamente. E mesmo na Europa, as vozes da austeridade dogmática se acalmaram, pois o bloco está trabalhando para obter maior segurança energética e militar. No que diz respeito à austeridade dogmática, as consequências dessa postura política são bem conhecidas, tendo sido dolorosamente experimentadas há pouco tempo, durante a crise da dívida da zona do euro.



A normalização das taxas de juros

Ao se depararem com uma inflação pela primeira vez em décadas, os bancos centrais ocidentais aumentaram as taxas de juros para fora do âmbito da repressão financeira e também começaram a reduzir seus balanços patrimoniais. A velocidade na qual as taxas de juros voltaram ao território mais normalizado, sem causar grandes danos colaterais, é uma prova da resiliência dos setores privados nas economias ocidentais. Fundamentalmente, embora o retorno do custo do dinheiro seja dolorido no curto prazo, é uma dívida no prazo médio.

Após a crise financeira global, os bancos centrais ocidentais começaram a usar taxas de juros ultrabaixas ou até mesmo negativas, em combinação com programas de compra de ativos em larga escala, para sustentar economias em dificuldades. Essa ação foi necessária para evitar tendências deflacionárias, uma vez que os agentes do setor privado estavam consertando seus balanços patrimoniais. No contexto histórico, tanto a taxa dos US federal

quanto o rendimento dos títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA atingiram níveis baixos recordes naquela época. Nos últimos 150 anos, o rendimento dos títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA tem oscilado em torno de 3% a 5%, com uma tendência central de 4% (veja o gráfico 4). Ao mesmo tempo, a taxa de fundos federais dos EUA tem estado, em média, um pouco abaixo de 5% desde 1954, quando os dados oficiais do Fed começaram a ficar

Gráfico 4: As taxas de juros de longo prazo dos EUA voltaram ao território mais normalizado



Fonte: Robert Shiller data, Julius Baer

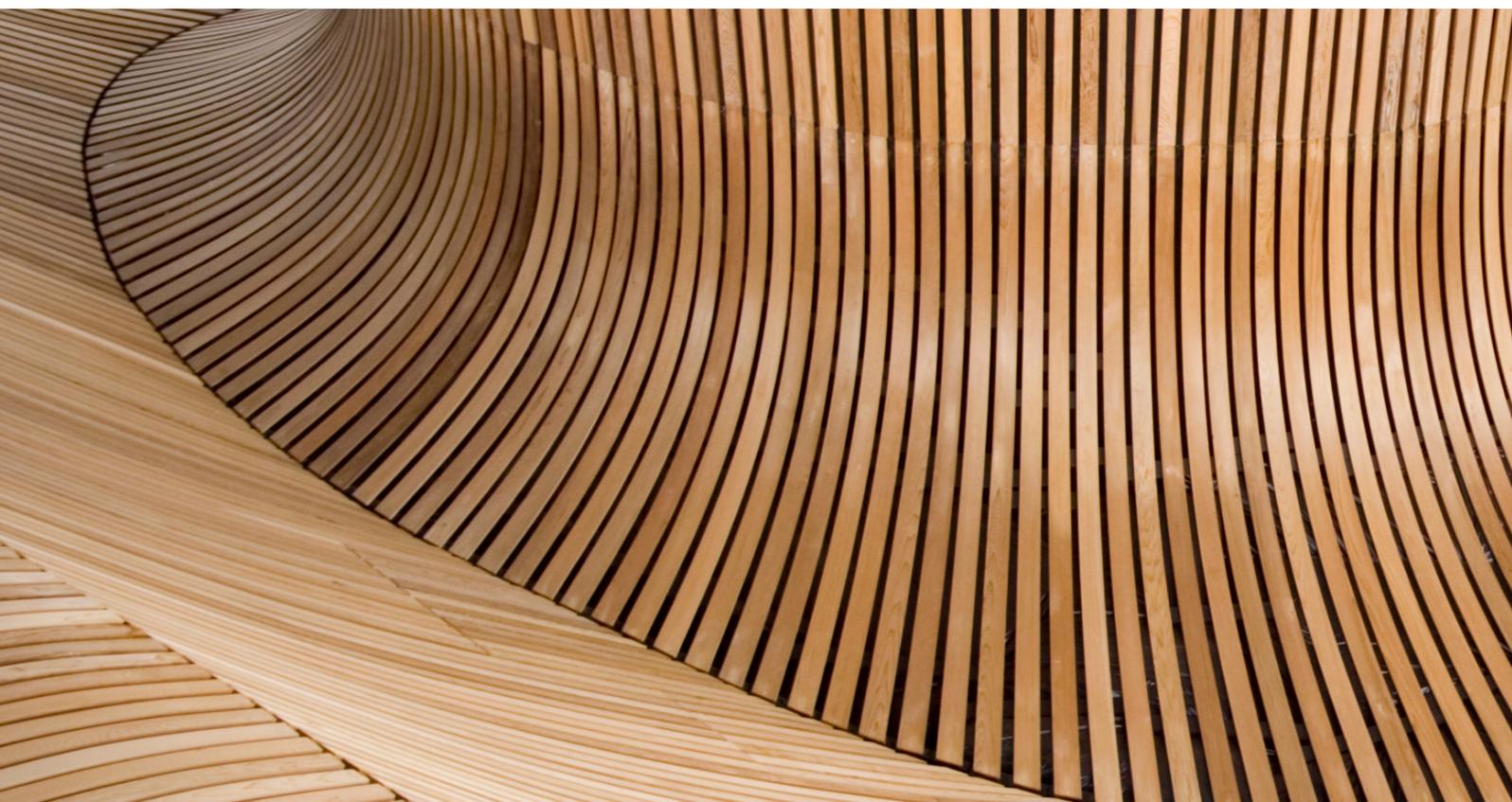
Observação: Dados em 31.10.2023. Desempenhos anteriores e previsões de desempenho não são indicadores confiáveis de resultados futuros. O retorno pode aumentar ou diminuir como resultado de flutuações cambiais.

Principais tendências macroeconômicas

disponíveis. Nesse sentido, os movimentos recentes foram um retorno à média para ambas as medidas.

Em retrospecto, a última década foi um período experimental para a política monetária. A gama de ferramentas disponíveis para orientar a atividade econômica expandiu-se consideravelmente durante esse período. A grande questão enfrentada pelos investidores é se as taxas de juros reais subiram de forma sustentável ou se, mais adiante, vamos voltar ao âmbito de repressão financeira. Com o rendimento dos títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA tendo ultrapassado o limite de 5% em outubro e com a expectativa de que as taxas de curto prazo permaneçam acima de 5% até 2024, certamente não seria exagero dizer que as taxas de juros zero a negativas, as condições monetárias e as políticas inspiradas na Teoria Monetária Moderna chegaram ao fim. No entanto, acreditamos que uma conclusão assim seria prematura. Fundamentalmente, não vemos evidências suficientes que justifiquem a permanência das taxas de juros estruturalmente “mais altas por mais tempo”. O setor privado continua sendo um poupador líquido na maioria das economias desenvolvidas. O declínio dos tomadores de

empréstimos do setor privado, que começou após a crise financeira global, ainda está em vigor, exercendo uma pressão estrutural descendente sobre o custo do capital. Crucialmente, mantemos também a opinião de que é o “rabo que está abanando o cachorro”, ou seja, dado o valor exponencial dos ativos financeiros em relação ao PIB global, mudanças nos preços de ativos ainda influenciam a economia real de maneira desproporcional. Devido ao grande volume de ativos financeiros e à dívida global, um aumento contínuo dos rendimentos poderia levar a problemas sistêmicos. A boa notícia é que a capacidade dos bancos centrais ocidentais de responder a surtos de risco sistêmico melhorou substancialmente. Para o registro, em março deste ano, o US Federal Reserve (Fed) agiu rapidamente para impedir os efeitos de contágio ao criar uma nova facilidade para aliviar a crise bancária regional e permitir que as entidades afetadas recebessem liquidez ao trocarem seus estoques de títulos do Tesouro dos EUA por dinheiro. Essa capacidade de ajustar as respostas da política monetária não é apenas uma “coisa boa de se ter”, mas uma exigência primordial, dado o progresso rápido do atual ciclo de aperto e a magnitude da financeirização.



De modo geral, o fato de o dinheiro voltar a ter um preço é um desenvolvimento fundamentalmente saudável. Embora a normalização das taxas de juros seja dolorosa no curto prazo, ela é uma dádiva no longo prazo. Quando o dinheiro é barato, ou até mesmo gratuito, há o risco de os agentes econômicos serem menos disciplinados na alocação de capital, por exemplo, usando-o para fins potencialmente improdutivos, como especulação em ativos financeiros e financiamento de modelos de negócios questionáveis que só são viáveis em condições de liquidez generosas. Nesse sentido, o retorno do custo de dinheiro tem um efeito disciplinar desejável. Não lamentamos o fim da era de “dinheiro de graça”, pelo contrário, nós a acolhemos como uma condição necessária para reacender a destruição empresarial criativa e o crescimento econômico sustentável no futuro.



Super ciclo de inovação

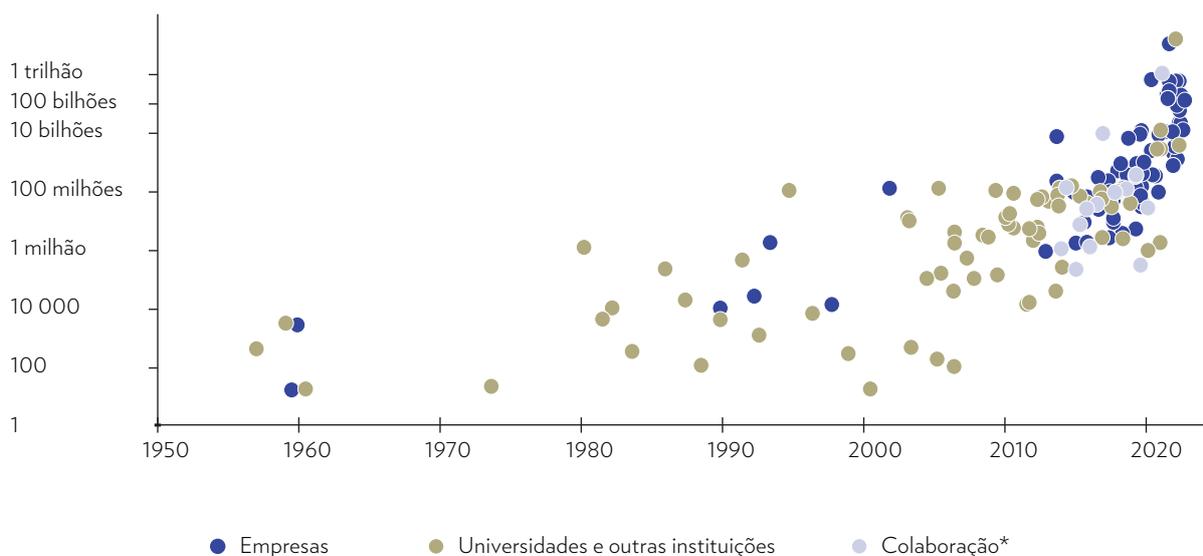
O ritmo da inovação se acelerou nas últimas décadas e espera-se que assim continue. A combinação entre o crescimento exponencial da capacidade de computação a custos cada vez mais baixos e a proliferação de *big data* fornecem um terreno fértil para sistemas de IA generativa cada vez mais poderosos. Como resultado da convergência de várias tecnologias revolucionárias, esperamos ver avanços profundos em vários setores que reformularão a maneira como vivemos e trabalhamos.

Seria absurdo sugerir que a inovação é uma tendência fundamental confinada a uma única década. A inovação sempre foi a força motriz que impulsiona a humanidade, desencadeando progresso econômico e promovendo a evolução em inúmeros domínios. O que torna a década atual especial é o fato de o ritmo da inovação ter acelerado acentuadamente, em parte, devido a choques externos, como a pandemia da Covid-19, a qual exacerbou a necessidade de inovar à medida que o mundo entrou em uma paralisação temporária. No âmago da questão,

vemos uma convergência de várias tecnologias que levam a forças severamente disruptivas. A combinação entre o crescimento exponencial da capacidade de computação a custos cada vez mais baixos e a proliferação crescente de *big data* fornecem um terreno fértil para sistemas de IA generativa cada vez mais poderosos. É possível dizer que estes ganharam grande impulso nos últimos 12 meses, pois o lançamento do ChatGPT sinalizou o advento da era da IA generativa. Os modelos de IA generativa, como exemplificado pelo ChatGPT, foram adotados em

Gráfico 5: A taxa de inovação nos modelos de IA acelera à medida que o setor corporativo assume a liderança

Parâmetros por modelo



Fonte: Sevilla, Villalobos, Cerón, et al. (2022). “Parameter, Compute, and Data Trends in Machine Learning”; Julius Baer

Observação: O desempenho de um modelo pode ser avaliado pelo número de parâmetros que ele contém, ou seja, o número de fatores ou variáveis que ele considera ao gerar um resultado. Quanto maior o número de parâmetros em um modelo, melhor a qualidade de seu resultado. * Colaboração entre empresas, por um lado, e universidades e outras instituições, por outro lado.

uma velocidade sem precedentes, e os casos de uso associados são abundantes. A IA em sua forma convencional é uma tecnologia de uso geral que já é aplicada em vários setores. Na última década, vimos uma grande mudança no interesse dos *stakeholders*, com as empresas, e não o meio acadêmico, impulsionando o progresso e treinando modelos cada vez mais sofisticados (veja o gráfico 5). Como resultado, houve uma aceleração do ritmo da inovação, e as forças combinadas da disponibilidade de dados, das unidades de processamento paralelo cada vez mais potentes e melhorias na tecnologia de IA generativa devem gerar avanços transformadores em vários setores, remodelando a maneira como vivemos e trabalhamos. Nesse cenário, podemos estar no limiar do próximo “superciclo de inovação”, o qual terá um impacto profundo na produtividade e no crescimento econômico desta década.

Uma área que continuamos a ver como madura para a inovação disruptiva é a das ciências da vida, impulsionada pela proliferação das ciências de dados na área da saúde e pela convergência da tecnologia e da biologia. O ambiente atual, no entanto, continua incrivelmente desafiador para ações de biotecnologia. Depois de um 2020 forte para o Nasdaq Biotech Index, o setor registrou um desempenho apenas modestamente positivo em 2021, seguido por um 2022 desanimador e um 2023 abaixo do esperado. O setor não compartilhou da empolgação em torno da IA, apesar de seu potencial para permeiar a ciência biomédica, especialmente quando se trata de descoberta de medicamentos assistida por IA. Embora as perspectivas de crescimento tenham sido reavaliadas e reprecificadas de acordo, as tendências de longo prazo subjacentes permanecerão firmes.

Outro tópico importante que nos acompanha há algum tempo é a transição energética, que visa a uma mudança para emissões líquidas zero de carbono. Argumentamos que a transição energética será inflacionária no curto prazo devido aos investimentos necessários, mas deflacionária no longo prazo devido aos ganhos de produtividade esperados. Ainda que essa visão ainda seja válida, é possível que, na verdade, já estejamos mais avançados na transição de nossas economias do que comumente se supõe. Os custos das energias solar e eólica caíram drasticamente e espera-se que continuem caindo, já que dirigir veículos elétricos tornou-se mais barato do que dirigir seus equivalentes movidos a gasolina, e o mercado de energia continua a provar sua resiliência graças à sua natureza verdadeiramente globalizada. Embora isso não implique que nos tornaremos independentes dos combustíveis fósseis na década de 2020, significa que poderemos ver um impulso desinflacionário estrutural adicional entrar em ação mais cedo do que o anteriormente esperado.

A recessão no balanço patrimonial da China

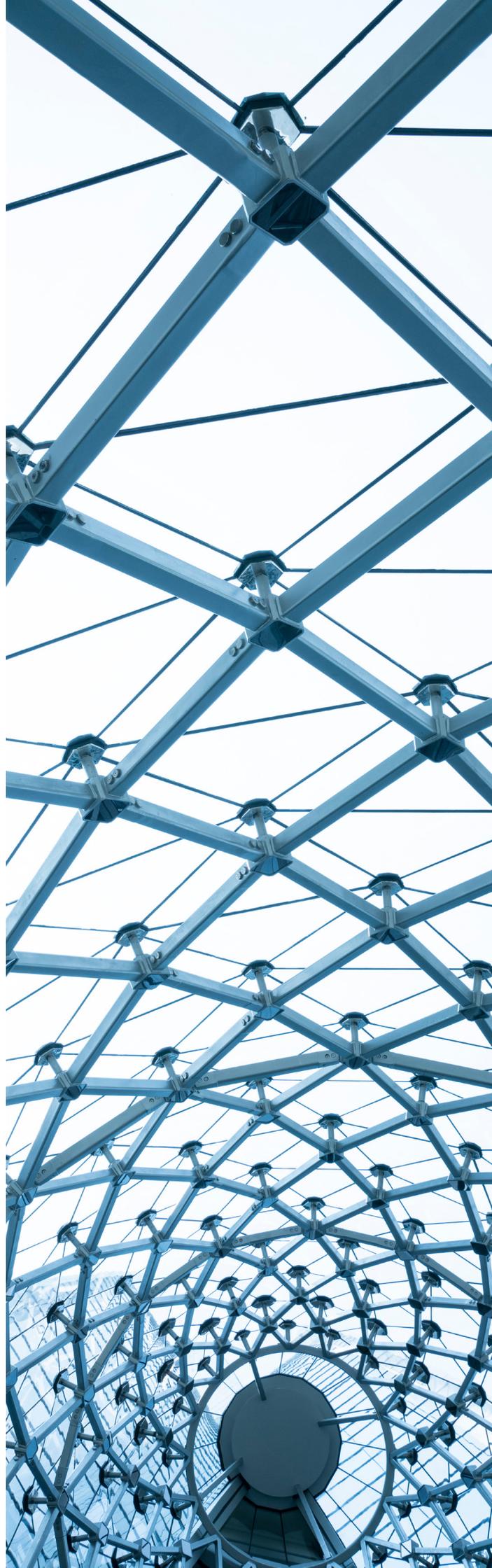
A recuperação econômica da China depois da reabertura pós-pandemia teve vida curta, e o recente relaxamento da política fracassou em reanimar a confiança. Com o setor privado altamente endividado centrado em acumular dinheiro em vez de gastar ou investir, é muito provável que a China tenha entrado em uma recessão de balanço patrimonial. Além disso, os desenvolvimentos demográficos e econômicos adversos proporcionam mais ventos contrários estruturais, reforçando nossa visão cautelosa sobre os mercados de capitais chineses.

Em 2017, quando tentamos identificar as principais tendências que moldariam a década de 2020, esperávamos que a China subisse para o status de classe de ativos principais com relação aos investidores globais de múltiplos ativos. Houve basicamente dois fatores principais que nos levaram a essa avaliação. O primeiro foi o potencial inconfundível da China para alcançar os níveis de inovação tecnológica e lucratividade corporativa anteriormente alcançados apenas pelos EUA. O segundo foi o aumento dos benefícios da diversificação em um mundo bipolar onde EUA e China lideram a economia global, mas o fazem em ecossistemas econômicos, financeiros e tecnológicos substancialmente diferentes. No entanto, esse enredo começou a se desfazer rapidamente em 2021, quando o governo chinês mudou sua estratégia para a "prosperidade comum", com o objetivo de combater as crescentes desigualdades do país e construir uma rede de segurança social por meio de plataformas digitais altamente regulamentadas, especialmente aquelas vulneráveis às regulamentações dos EUA. Além disso, à luz das ramificações financeiras que seguiram à invasão russa da Ucrânia, o capital do investidor agora corre o risco de ser prejudicado, não apenas devido ao aumento da regulamentação pelo governo chinês, mas também como consequência das sanções ocidentais, caso as relações diplomáticas se deteriore.

Esses acontecimentos imprevistos nos levaram a reduzir nosso posicionamento estratégico em ativos chineses em 2021 e, por fim, a removê-los completamente de nossa alocação estratégica e tática de ativos no início de 2022. Em retrospecto, essa foi a decisão certa, especialmente porque agora temos amplas evidências de que a China entrou em uma recessão de balanço patrimonial. Essa situação é caracterizada pelo fato de o setor privado priorizar a minimização da dívida em detrimento da maximização do lucro apesar das taxas de juros baixas ou zeradas, o que normalmente incentivaria novos empréstimos.¹ Normalmente, isso ocorre após o estouro de uma bolha de ativos, o que deixa um grande número de agentes do setor privado com patrimônio líquido negativo (pois eles têm passivos em seus balanços patrimoniais, enquanto os ativos que compraram usando os fundos emprestados sofreram um colapso no valor). Em uma recessão de balanço patrimonial, a política monetária convencional torna-se essencialmente impotente. Enquanto o setor privado estiver consertando seus balanços patrimoniais, o setor público deverá intervir, tomando emprestado o excesso de poupança do setor privado e fazendo os investimentos necessários, para evitar resultados deflacionários potencialmente devastadores. De fato, o estímulo fiscal torna-se uma necessidade para evitar a estagnação secular. No entanto, desde 2016, o governo chinês já teve um déficit orçamentário de 9% do PIB para compensar a falta de empréstimos e gastos

¹ Para uma visão geral abrangente da teoria de recessão de balanço patrimonial, vide o livro do Dr Richard Koo's 'The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalisation' (Wiley, 2018).

do setor privado. Isso significa que qualquer estímulo fiscal adicional das autoridades para apoiar a economia face à recessão de balanço patrimonial terá que vir em um momento quando os déficits fiscais já tenham atingido altos patamares, com consequências potencialmente severas. Além disso, a população chinesa está encolhendo, o país enfrenta tensões geopolíticas com o Ocidente, seu ambiente regulatório tornou-se imprevisível e é cada vez mais provável que sua economia esteja sujeita a uma "armadilha de renda média", ou seja, que não consiga fazer a transição de uma economia de renda média para uma de renda alta. Mesmo se as autoridades chinesas agissem de forma rápida e eficiente para resolver a recessão do balanço patrimonial, as questões estruturais constituem uma grande preocupação, reforçando nossa visão cautelosa sobre os mercados de capitais chineses.





Tendências do mercado de capitais

Depois de identificar as tendências macroeconômicas predominantes, descrevemos neste capítulo as principais tendências do mercado de capitais que estão moldando a década atual e as áreas de investimentos relacionadas que acreditamos que poderão se beneficiar delas.

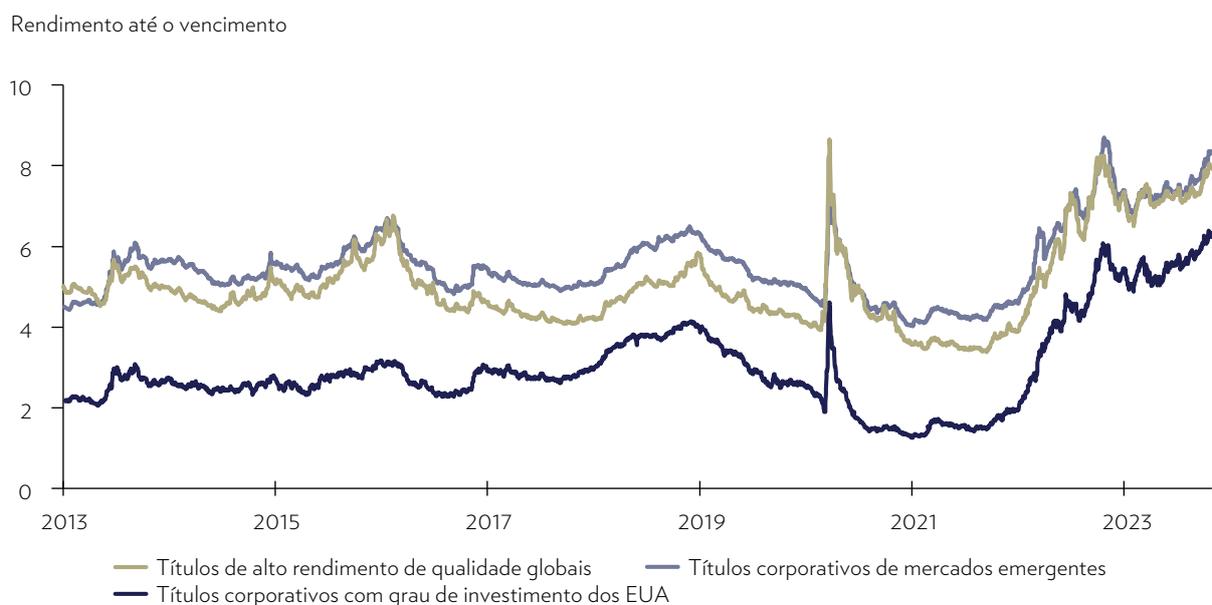
O retorno do investimento em renda

Com as taxas de juros voltando ao normal na velocidade da luz, os títulos não são mais cotados para confisco. Isso abre caminho para um renascimento do investimento em renda, com a atual situação de depressão dos mercados de títulos oferecendo uma janela de oportunidade para o desempenho da classe de ativos uma vez que rendimentos atraentes podem ser garantidos.

2022 marcou o início da grande redefinição do custo de capital. Hoje, a normalização das taxas de juros está bem encaminhada, e elas estão novamente próximas das médias de longo prazo. Na era pós-GFC – um cenário caracterizado por uma abundante oferta de capital –, os investidores de renda fixa foram cada vez mais empurrados para os segmentos mais arriscados desse mercado para evitar o confisco de seu

capital. Na verdade, como resultado das medidas de apoio tomadas pelos bancos centrais para estimular suas economias, primeiro na esteira da crise financeira global e depois com o surto de Covid-19, o valor da dívida com rendimento negativo atingiu um pico de mais de US\$ 18 trilhões em todo o mundo em dezembro de 2020. No entanto, desde o início de 2023, os títulos com rendimento negativo

Gráfico 6: Ambiente de rendimento de títulos com grau de investimento historicamente atraente



Fonte: Bank of America, J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Observação: O gráfico baseia-se no ICE Bank of America Merrill Lynch 1-to-10-Year US Corporate Bond Index, no J.P. Morgan Corporate Emerging Market Bond Index e no ICE Bank of America Global High Yield (BB) Index e destina-se apenas a fins ilustrativos. Dados em 30.09.2023. O desempenho passado e as previsões de desempenho não são indicadores confiáveis de resultados futuros. O retorno pode aumentar ou diminuir como resultado de flutuações cambiais.

vêm diminuindo e já desapareceram quase completamente graças ao fim abrupto da era do dinheiro gratuito. Hoje, pela primeira vez em meia geração, os investidores podem mais uma vez garantir e colher fluxos de alta renda não apenas no segmento especulativo, mas também no segmento de grau de investimento do mercado de renda fixa. Mais importante ainda, eles podem fazer isso de forma sustentável em horizontes de investimento de longo prazo. O atual ambiente de rendimento dos títulos com grau de investimento tornou-se historicamente atraente (veja o gráfico 6), com segmentos de qualidade compensando os investidores confortavelmente acima dos níveis de inflação esperados. É certo que a combinação entre a curva de rendimento invertida e taxas de depósito de curto prazo em níveis atraentes vistos pela última vez há duas décadas está tentando os investidores a simplesmente enfrentar o período de volatilidade atual com dinheiro em espécie, obtendo uma renda (praticamente) livre de riscos. O problema é que os níveis atuais de rendimento de curto prazo podem não durar para sempre; portanto, os investimentos de curto prazo associados acarretam um risco significativo de reinvestimento.

Dado que os títulos não são mais precificados para confisco, esperamos ver uma retomada de investimento em renda e por uma boa razão. O investimento em renda não está limitado à renda fixa, mas a situação atualmente deprimida do mercado de títulos fortalece o caso de investimento para essa classe específica de ativos. Os rendimentos dos títulos são muito atraentes de acordo com os padrões históricos. Esse continua sendo fato mesmo quando se leva em conta a inflação esperada. Os rendimentos reais dos títulos entraram em território positivo este ano, permitindo que os investidores garantam uma renda de alta qualidade e, ao mesmo tempo, protejam seu poder de compra. Nos mercados acionários, os dividendos têm contribuído historicamente de forma significativa para o retorno total quando reinvestidos devido ao efeito de composição. Ao mesmo tempo, esses investimentos mantêm o potencial de valorização do capital. Em geral, um fluxo de renda estável é ainda mais valioso em tempos de incerteza macroeconômica. Como os investidores podem encontrar uma renda atraente tanto em títulos quanto em ações que pagam dividendos, esperamos que esse estilo de investimento volte a ganhar popularidade nesta década.

Um fluxo de renda estável é ainda mais valioso em tempos de incerteza macroeconômica.

Mercados acionários de “reserva de valor”

Com a volta dos conflitos geopolíticos em um mundo multipolar, o conjunto de oportunidades de investimento encolheu. Os investidores devem continuar a preferir ativos reais a créditos nominais em jurisdições onde os investidores estejam confortáveis com o risco político relevante. A qualidade desejada dos investimentos deve ser encontrada predominantemente nos mercados de ações de “reserva de valor”, como os EUA, a Suécia e a Suíça.

Quando a globalização expande e as tensões geopolíticas entre as maiores economias do mundo estão em nível baixo, os investidores beneficiam-se de não ter que dedicar muita atenção às discussões diplomáticas internacionais ao tomar decisões de investimento. Em tal cenário, a primazia da maximização do lucro significa que os conflitos podem ser colocados de lado de forma confiável para preservar os interesses comerciais. Entretanto, em um mundo multipolar caracterizado por manobras oportunistas no cenário geopolítico, as quais mantêm a volatilidade dos mercados macroeconômicos e financeiros em alta, é melhor que os investidores se concentrem nos mercados de capitais onde o campo de jogo é familiar e onde as regras do jogo são estáveis.

Nesse sentido, embora não vejamos uma desglobalização completa com rearranjo incondicional e atividades de *friend-shoring*, reiteramos nossa opinião

de que os investidores devem se concentrar nos mercados acionários de “reserva de valor”. Usamos isso como um termo abrangente para mercados em países onde o valor do acionista está bem protegido e onde há uma forte conjuntura institucional, governança sólida e uma alocação eficiente de capital. Nossos exemplos preferidos são os EUA, a Suécia e a Suíça, todos com um histórico excepcional de criação de valor para os acionistas. Seus respectivos índices principais de ações tiveram desempenho superior tanto ao das ações globais como do ouro, não apenas nos últimos 30 anos de neoliberalismo, como também de maneira consistente antes disso, incluindo as décadas mais inflacionárias e geopoliticamente intensas, como as décadas de 1970 e 1980.

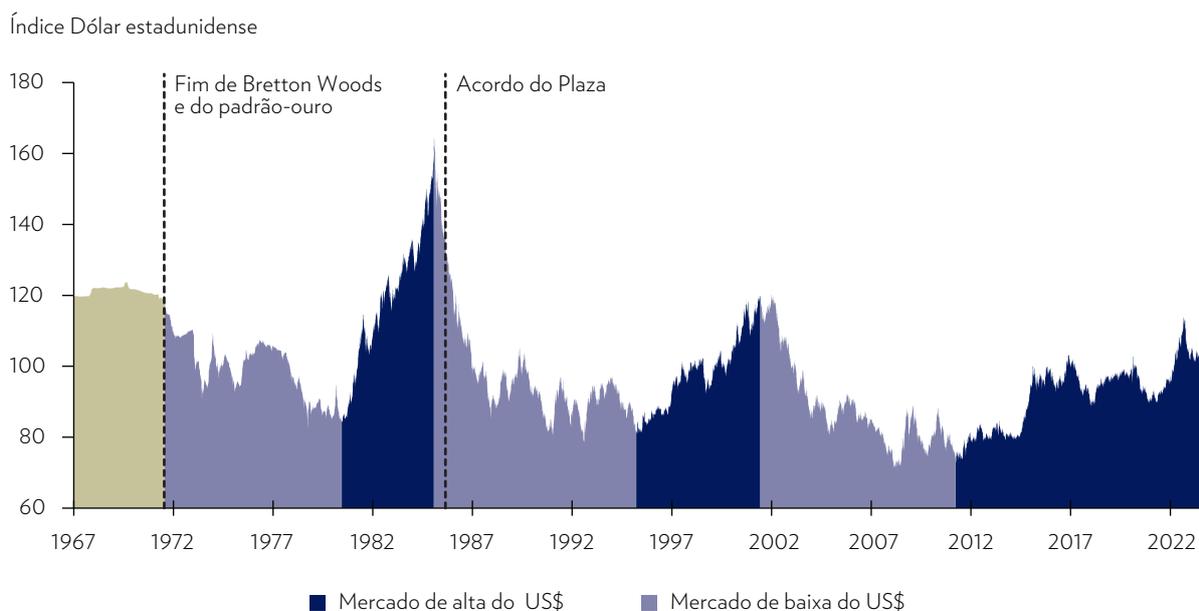
Mercados de capital em dólares americanos

Na década atual, não está acontecendo a típica transição da liderança de mercado pela Tecnologia da Informação (TI) para as *commodities* - que fornece uma maneira de avaliar se os ativos dos EUA terão um desempenho superior ou inferior ao de suas contrapartes globais. O regime de alta do US\$ que começou na esteira da grande crise financeira permanece, e a evidência atual indica uma continuação do domínio de ativos denominados em US\$ nos mercados de capital globais.

Em 1971, o presidente Nixon anunciou que os EUA não converteriam mais dólares em ouro ou outros ativos de reserva primária, encerrando assim o sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods. Desde então, passamos por sucessivos ciclos seculares de baixa e alta do dólar (veja o gráfico 7), e tem sido particularmente importante entender o regime do dólar e suas implicações para a alocação de ativos. Durante os ciclos de alta do dólar

(por exemplo, 1994-2001 e após a crise financeira global), os ativos dos EUA superaram os ativos do resto do mundo, enquanto durante os ciclos de baixa do dólar (por exemplo, 2002-2008), os ativos do resto do mundo superaram os ativos dos EUA. Essa sequência foi impulsionada pelo status único gozado pelo dólar estadunidense como a principal moeda de reserva do mundo. A maior parte do comércio global em mercadorias e serviços é conduzida em dólares

Gráfico 7: A alternância de regime do dólar pode ter acabado



Fonte: Bank of America, J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Observação: O US Dollar Index é ponderado pelo comércio em dólares americanos. Dados em 31.10.2023. O desempenho passado e as previsões de desempenho não são indicadores confiáveis de resultados futuros. O retorno pode aumentar ou diminuir como resultado de flutuações cambiais.

estadunidenses, embora em um grau decrescente. O domínio do dólar estadunidense permanece forte nos mercados cambiais estrangeiros, nos quais mais de 80% de todas as transações são conduzidas nessa moeda.

Após a invasão da Ucrânia pela Rússia e o armamentismo do sistema financeiro dependente dos EUA como forma de retaliação por parte dos formuladores de políticas do Ocidente, o debate sobre a possibilidade de o dólar dos EUA acabar perdendo seu status de moeda de reserva do mundo está acirrado. Tais mudanças já aconteceram anteriormente, e foi, na verdade, só depois da Segunda Guerra Mundial que o dólar estadunidense atingiu seu status atual, substituindo a libra esterlina britânica. Governos não ocidentais, em particular a China, recentemente aumentaram seus esforços para reduzir a vulnerabilidade às ameaças provenientes de um maior armamentismo do sistema financeiro global e para romper com essa dependência, estabelecendo suas próprias moedas como alternativas comerciais e de reserva. Tal atividade sinaliza o fim do dólar dos EUA como a moeda dominante do mundo, anunciando um mercado de baixa secular do dólar estadunidense e a necessidade de diversificar-se diante dos ativos estadunidenses?

Na década atual, a transição típica de liderança da tecnologia para o mercado de commodities não está ocorrendo.

Há pouca evidência de que as sanções do Ocidente afetaram as carteiras de moeda de reserva dos bancos centrais. Embora a participação do dólar americano tenha caído cerca de 10% desde a virada do século, os dados recentes não mostram uma aceleração significativa na diversificação de moedas das reservas dos bancos centrais em resposta ao armamentismo das finanças, mas sim uma estabilização na composição. Na verdade, a maior parte do afastamento do dólar americano no passado recente foi para moedas de reserva não tradicionais, como o won sul-coreano, a coroa norueguesa, o dólar canadense, o dólar australiano e o dólar de Cingapura, que ofereceram perfis de risco/retorno relativamente atraentes – uma vantagem que está desaparecendo à medida que as moedas de reserva tradicionais voltam a ter rendimentos positivos. Além das perspectivas de retornos atraentes, o mercado dos títulos do Tesouro estadunidense continua sendo o lugar certo para investir reservas cambiais. Não existe nenhum concorrente viável em termos da oferta da dívida mais líquida e da mais alta qualidade em grandes volumes, junto com uma estrutura regulatória estável e sem controles de capital. Isso também se aplica aos mercados acionários dos EUA, que claramente estão entre os destinos padrão dos investidores ocidentais que buscam aplicar capital em escala. A atuação do mercado indica a mesma direção. Na década atual, a transição típica da liderança de TI para o mercado de *commodities* – outra maneira de enxergar os ciclos de alta e de baixa do dólar estadunidense e se os ativos estadunidenses têm desempenho superior ou inferior ao de suas contrapartes no resto do mundo – não está se confirmando, apesar da nova realidade geopolítica desde o início da guerra na Ucrânia. No entanto, a guerra na Ucrânia ainda traz uma mensagem importante para os investidores globais, ou seja, a era dos fluxos de capital transfronteiriços livres de risco político acabou em 24 de fevereiro de 2022.

Nasdaq+

A presença de um superciclo de inovação tem implicações importantes para a alocação de ativos. Historicamente, a inovação acelerada sempre levou a uma criação significativa de valor para os acionistas entre as empresas líderes. A grande questão é onde essa nova liderança de mercado surgirá. Observando os precedentes históricos, a resposta é encontrada rapidamente: no setor de TI dos EUA.

Desde a década de 1980, todas as principais iterações do progresso tecnológico foram impulsionadas por empresas sediadas nos EUA. Seja com a proliferação do computador pessoal, o surgimento da Internet, o advento do *smartphone*, a ascensão da nuvem ou o surgimento da IA generativa, todos os avanços tecnológicos foram caracterizados pela liderança dominante ou até mesmo exclusiva dos gigantes da tecnologia dos EUA. Há boas razões pelas quais os EUA têm produzido consistentemente algumas das empresas mais revolucionárias do mundo. É difícil igualar a combinação que o país faz de um forte ecossistema de inovação (incluindo as melhores universidades e centros de tecnologia), do amplo acesso a capital de risco, de uma força de trabalho qualificada, de um ambiente regulatório

favorável e de uma cultura de empreendedorismo. Embora os EUA estejam, pelo quinto ano consecutivo, entre os três primeiros no Índice Global de Inovação, eles também mantêm sua liderança incontestável em gastos com pesquisa e desenvolvimento (31% dos gastos globais em 2020).² É certo que a concorrência se recuperou nas últimas duas décadas, especialmente a China, que aumentou sua participação de 5% para 25%. No entanto, uma análise da pesquisa básica – o alicerce dos avanços científicos que permitem o desenvolvimento de novas patentes e produtos – conta uma história diferente. Os EUA dominam com uma participação de 42%, seguidos pela União Europeia (EU) com 24%, enquanto a China fica atrás com apenas 8%-9%.

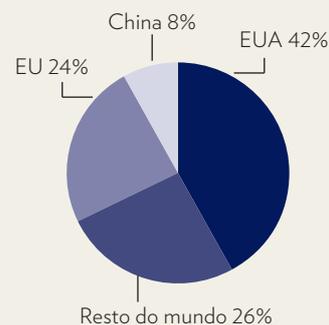
² O Global Innovation Index é publicado pela World Intellectual Property Organization (WIPO), uma agência das Nações Unidas.



Historicamente, a Nasdaq foi pioneira na criação de valor durante as principais iterações do progresso tecnológico liderado pelos EUA. Embora dominada pelos nomes de TI de megacapitalização dos EUA, a bolsa de valores também atrai empresas orientadas para o crescimento e para a tecnologia fora dos EUA. Além da Nasdaq, os inovadores disruptivos também podem ser encontrados seletivamente em outros domicílios. Na China, que antes acreditávamos ser o único mercado fora dos EUA que oferecia exposição a modelos de negócios exponenciais, a liderança nacional decidiu orientar sua sociedade civil para a meta de “prosperidade comum” e não permitir que seus campeões digitais construíssem uma posição competitiva dominante semelhante à dos EUA nos últimos anos.

Com relação a isso, na edição do ano passado do boletim Secular Outlook, argumentamos que, ainda que as FAANMGs³ tenham estado na vanguarda da criação de valor para os acionistas na última década, resta saber se a coorte poderá manter sua lucratividade anterior acima do mercado e, portanto, a supremacia sobre o mercado acionário dos EUA. O desempenho das bolsas de valores em 2023 desafia a sabedoria convencional de que os vencedores da década passada provavelmente não serão os vencedores da década atual. De fato, foram as empresas de TI de grande capitalização que lideraram a alta do S&P 500 no ano até o momento. Além de 2023, conforme mencionado na seção anterior, o regime de alta do dólar dos EUA, que começou na esteira da GFC, ainda permanece, e as evidências atuais indicam uma continuação do mercado de alta em TI. A maioria das FAANMGs provou que é capaz de exitosamente se transformar de motores de crescimento em empresas maduras de qualidade que podem até mesmo explorar novos mercados em crescimento. Aquelas que continuarem a fazê-lo manterão seu lugar nas carteiras dos investidores.

EUA lidera em pesquisa básica



A pesquisa básica é o alicerce dos avanços científicos que permitem o desenvolvimento de novas patentes e produtos.

Fonte: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico, Julius Baer

Obs.: Dados em julho de 2023

³ FAANMG: Meta (antiga Facebook), Apple, Amazon, Netflix, Microsoft, and Alphabet (antiga Google).



Principais fatores de risco

Os seguintes impulsionadores de risco subjacentes desempenham cada vez mais um papel nas carteiras dos investidores.



Risco climático

Os riscos físicos das mudanças climáticas estão se tornando mais evidentes a cada dia que passa. Do aumento dos níveis dos mares à desertificação, as consequências são substanciais, incluindo a destruição de ativos produtivos, a migração forçada e a desaceleração do crescimento econômico.



Risco geopolítico

Como evidenciado pelas atuais guerras na Ucrânia e no Oriente Médio, as rivalidades geopolíticas voltaram com força nos últimos anos, indo muito além de um confronto estratégico entre os EUA e a China. O novo cenário geopolítico é complexo e frágil, já que os países tendem a se desviar de forma oportunista de alianças aparentemente fortes, movidas por interesses nacionais.



Risco cibernético

Em um mundo cada vez mais digitalizado e conectado, a criminalidade cibernética e o *ransomware* continuarão a representar uma ameaça às empresas e aos indivíduos, bem como aos governos e à economia.



Risco de infraestrutura

O risco de infraestrutura encontra-se numa encruzilhada entre as mudanças climáticas e o risco cibernético. Isso instiga os governos a acelerar seus esforços contra essas ameaças e força os projetos de infraestrutura a se tornarem mais resilientes a elas.



Risco sistêmico latente

Os principais indicadores de risco sistêmico precisam ser continuamente monitorados para avaliar se quaisquer questões sistêmicas, ou seja, questões que ameaçam a estabilidade dos sistemas econômico e financeiro, representam uma ameaça ao ciclo econômico e às perspectivas gerais.

Informações legais importantes

Autor

Yves Bonzon, Group Chief Investment Officer,
yves.bonzon@juliusbaer.com¹

¹ Este autor é colaborador do Bank Julius Baer & Co. Ltd., Zurique, autorizado e regulamentado pela Autoridade Suíça de Supervisão dos Mercados Financeiros FINMA.

Este conteúdo é um material de marketing e não é o resultado de análises financeiras ou de investimento independentes. Portanto, não foi redigido em conformidade com os requisitos legais relativos à independência das análises financeiras ou de investimento e não está sujeito a qualquer proibição de negociação antes de sua divulgação como análise financeira ou de investimento. As informações e opiniões aqui expressas foram produzidas pelo Bank Julius Baer & Co. Ltd., Zurique, autorizado e regulamentado pela Autoridade Suíça de Supervisão dos Mercados Financeiros FINMA. Esse conteúdo pode conter informações obtidas de terceiros. As informações e opiniões expressas eram válidas na data em que foram escritas, podem ser baseadas em múltiplas suposições e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Este conteúdo serve apenas para fins informativos e não se destina a aconselhamento jurídico, contábil ou fiscal, nem como oferta ou convite para comprar ou vender instrumentos e/ou produtos financeiros. Além disso, este conteúdo não constitui uma recomendação pessoal nem leva em conta circunstâncias pessoais específicas (por exemplo, objetivos de investimento, situação financeira ou estratégias de investimento). Embora as informações fornecidas sejam consideradas precisas e completas, e os dados tenham sido obtidos de boa-fé de fontes consideradas confiáveis, nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita a esse respeito. Na medida do permitido pelas leis e/ou regulamentos aplicáveis, o Julius Baer não se responsabiliza por quaisquer reivindicações por perdas ou danos de qualquer natureza decorrentes direta ou indiretamente deste conteúdo (incluindo atos ou omissões de terceiros, tais como auxiliares e/ou agentes do Julius Baer).

O Julius Baer International Limited, autorizado e regulamentado pela Autoridade de Conduta Financeira (FCA), distribui este conteúdo a seus clientes. Se o presente conteúdo for distribuído no RU por uma entidade estrangeira, o mesmo terá sido aprovado na data nele indicada para distribuição no território do RU pelo Julius Baer International Limited, autorizado e regulamentado pela FCA (FRN 139179), para efeitos do artigo 21 da Lei dos Serviços e Mercados Financeiros do Reino Unido de 2000 (FSMA) em conexão com sua distribuição como promoção financeira no RU. Os serviços mencionados neste conteúdo poderão ser prestados por membros do Grupo Julius Baer localizados fora do RU. As regras estipuladas ao abrigo da FSMA para proteção dos clientes de varejo não valem para os serviços fornecidos pelos membros do Grupo Julius Baer situados fora do RU, e o Mecanismo de Compensação de Serviços Financeiros do RU não será aplicado. O Julius Baer International Limited não oferece consultoria jurídica ou tributária. Se forem disponibilizadas informações sobre determinado tratamento fiscal, não significa que são necessariamente adequadas às circunstâncias individuais de um cliente específico, podendo estar sujeitas a futuras alterações. Antes de tomar decisões de investimento, os clientes deverão recorrer a um consultor tributário para obter consultoria fiscal independente com relação às suas respectivas situações pessoais. O Julius Baer International Limited oferece consultoria sobre uma série limitada de instrumentos financeiros (consultoria restrita).

Para obter mais informações legais importantes (por exemplo, com relação a riscos, sustentabilidade ou informações de terceiros) e ressalvas específicas do país com relação a esse conteúdo, consulte o seguinte link ou QR Code:

[Informações legais importantes \(clique aqui\)](#)



Julius Bär

Founding Signatory of:



PRINCIPLES FOR
RESPONSIBLE
BANKING

Signatory of:



PR | Principles for
Responsible
Investment

GRUPO JULIUS BAER

Sede
Bahnhofstrasse 36
8010 Zurique
Suíça
Telefone +41 (0) 58 888 1111
Fax +41 (0) 58 888 1122
www.juliusbaer.com

O Grupo Julius Baer está presente em mais de 60 cidades em todo o mundo, incluindo Zurique (sede), Bangkok, Cidade do México, Dubai, Dublin, Frankfurt, Genebra, Hong Kong, Londres, Lugano, Luxemburgo, Madri, Milão, Mônaco, Mumbai, Santiago do Chile, São Paulo, Xangai, Singapura, Tel Aviv e Tokyo.

12/2023 Publ. No. PU00960PT
© GRUPO JULIUS BAER, 2023