

2024

Uma economia forte *em um mundo frágil*

**Perspectivas do meio
do ano de 2024.**



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

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

Prefácio

No início do ano, a maioria dos analistas previu uma queda rápida da inflação que permitiria que os bancos centrais embarcassem em diversos cortes nas taxas. Eram projeções razoáveis, uma leitura justa da situação em questão.

No entanto, a economia desafiou as previsões. A inflação não diminuiu tão rapidamente como muitos esperavam. Ainda assim, em um conjunto de variáveis macroeconômicas, a economia global parece notavelmente forte.

O mundo também está em um momento delicado. O risco geopolítico é real, além de ser uma prioridade para os investidores, sejam grandes ou pequenos. Eles têm uma série de preocupações. O potencial de agravamento do conflito global. O resultado desconhecido – e as implicações desconhecidas – das eleições nos EUA em novembro. Tensões na relação entre EUA e China. Um foco generalizado na segurança nacional, na defesa tradicional, nas fontes de energia, nas cadeias de abastecimento e na segurança cibernética.

Assim, demos à nossa *Perspectivas do meio do ano* o título “Uma economia forte em um mundo frágil”.

Por um lado, maior crescimento, maiores rendimentos dos títulos e maiores *valuations* das ações. Por outro lado, inflação mais alta, riscos geopolíticos mais elevados e impostos possivelmente mais altos.

Para nos prepararmos para o segundo semestre, contamos com a experiência do Grupo de Estratégia de Investimento Global para nos ajudar a identificar os riscos e as oportunidades que os clientes podem encontrar. Na nossa opinião, os clientes podem investir em ações, para aproveitar o crescimento global; em ativos reais, para se proteger da inflação; e em títulos, para proporcionar rendimento e mitigar o risco caso não haja crescimento econômico. A IA está só começando. *As Perspectivas para o meio do ano* observam que foram necessários 15 anos para que o computador aumentasse a produtividade da economia. Acreditamos que a IA poderá fazer isso em sete.

Em suma, acreditamos que forças positivas podem impulsionar os mercados em 2024 e além.

Independentemente do que os mercados nos reservam, confiamos uns nos outros e nas relações que construímos ao longo do tempo para entregar o nosso melhor. Estamos honrados em estar ao seu lado como parceiro financeiro. Agradecemos pela confiança depositada no J.P. Morgan.

Atenciosamente,



David Frame
CEO, Private Bank dos EUA



Martin Marron
CEO, Private Bank Internacional

Perspectivas do meio do ano de 2024 | Principais conclusões

A economia está mais forte do que você pensa.
Acreditamos que o rali do mercado global deve continuar.

A IA está só começando.
O caminho é incerto, mas o impacto pode ser enorme.

As taxas ficarão mais altas por mais tempo, mas não para sempre.
As perturbações nos setores sensíveis às taxas de juros talvez não perdurem.

As eleições nos EUA terão efeitos globais.
Não deixe que eles interfiram nos seus planos.

Prepare-se para conflitos contínuos.
Diversifique e considere a possibilidade de investir em segurança, defesa e infraestrutura.



Uma economia forte

A economia está mais forte do que você pensa	9
As taxas ficarão mais altas por mais tempo, não para sempre	15
A IA está só começando	30

em um mundo frágil

As eleições nos EUA terão efeitos globais	35
Prepare-se para conflitos contínuos	39

Perspectivas globais

Escrevendo um novo capítulo para a Europa corporativa	46
Demanda forte, oferta escassa: Extraindo lucros de matérias-primas essenciais	51
Ações japonesas: Desta vez é diferente	55

Poucos previram isso.

O crescimento global está desafiando a pressão das taxas de juros mais elevadas, revelando-se mais forte e mais duradouro do que a maioria dos analistas esperava. Ao mesmo tempo, a inflação persistente estragou as expectativas do mercado quanto a cortes significativos nas taxas. No entanto, as ações globais registraram um retorno superior a 10% até agora este ano.

Nos últimos cinco meses, os economistas aumentaram as projeções para 2024 para o crescimento real do PIB global de cerca de 2,5% para 3% e reduziram as previsões para cortes nas taxas da Reserva Federal (Fed) de sete para apenas dois. Investidores e fazedores de políticas outrora céticos reconheceram que a economia não é apenas resiliente. Na verdade, é bastante robusta. A longo prazo, o possível impacto econômico da inteligência artificial (IA) poderá ser significativo – talvez até transformador.

Em nossas *Perspectivas do meio do ano*, avaliamos o ambiente atual.



O ambiente atual parece
“mais alto” do que
estamos acostumados.

Maior crescimento

Taxas de juros e rendimentos
de títulos mais altos

Avaliações de ações
mais altas

Na verdade, um conjunto de importantes variáveis de mercado e macroeconômicas (com exceção da inflação) nas economias desenvolvidas, desde as taxas de desemprego aos rendimentos dos títulos governamentais de curto prazo e margens de lucro das empresas, parecem tão saudáveis como não se via há décadas. Esperamos que as ações globais impulsionem os retornos da carteira durante o resto do ano. Ao mesmo tempo, custos de financiamento mais onerosos criam o potencial para retornos atrativos no crédito e descontos em ações mid-cap, imóveis e private equity.

E ainda...



Esse novo ambiente
tem um custo.

VEMOS POTENCIAL PARA:

Inflação mais alta

Riscos geopolíticos mais altos

Impostos mais altos

Acreditamos que os clientes devem investir totalmente – e também estar atentos aos possíveis riscos que uma economia global forte enfrenta em um mundo frágil.

O risco geopolítico é uma prioridade para investidores, sejam grandes ou pequenos. A possibilidade de agravamento do conflito global – seja uma guerra regional no Oriente Médio ou uma intensificação daquela que já é a maior guerra terrestre na Europa desde a Segunda Guerra Mundial – não pode ser descartada de imediato. As eleições nos EUA em novembro podem ter implicações econômicas e de mercado significativas, que ninguém pode prever com certeza. A relação entre os Estados Unidos e a China, as duas maiores economias e parceiros comerciais do mundo, parece estar em um estado de decadência inexorável.

Uma economia forte em um mundo frágil. Esse é o pano de fundo para os investidores conforme nos aproximamos da metade do ano de 2024.



Uma economia forte

Uma verificação básica da saúde econômica mostra que chamar a economia global de “resiliente” subestima a força que observamos.

Nos Estados Unidos, a tendência recente do crescimento real tem sido de cerca de 3%, a taxa de desemprego tem estado abaixo dos 4% nos últimos dois anos (uma sequência quase recorde) e a inflação caiu do pico de 2022 para uma taxa mais tolerável (ainda que acima da meta) de cerca de 3%. Em outros países, o crescimento europeu está se recuperando depois de um choque nos preços da energia e nas taxas de juros, enquanto a indústria mundial poderá finalmente crescer.

Do ponto de vista dos mercados, as ações globais subiram 20% ao longo do ano passado e os títulos governamentais seguros e de curto prazo oferecem rendimentos reais positivos – como não gostar?

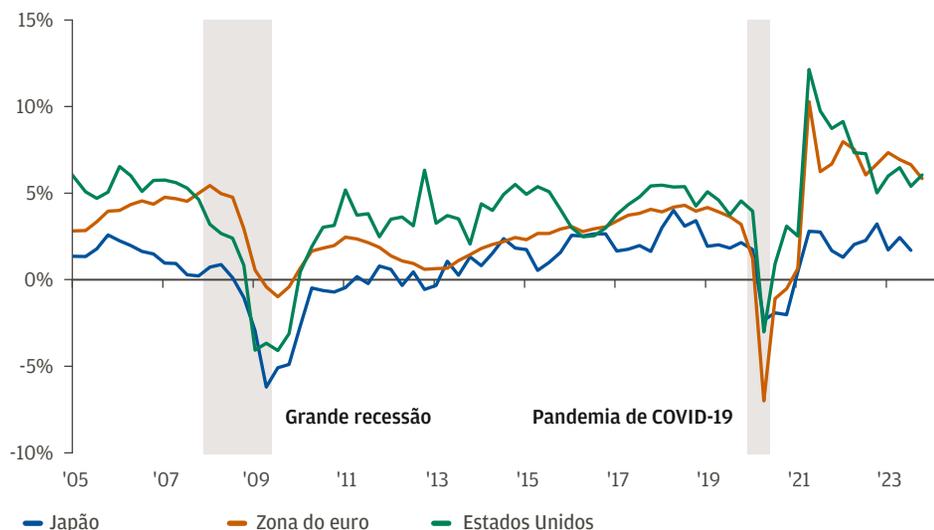
Maior crescimento em uma economia forte

Os consumidores impulsionam o que parece ser uma expansão durável

A história de maior crescimento começa com a pandemia. O poderoso estímulo fiscal e monetário, combinado com a reabertura econômica, sacudiu o crescimento global para um ritmo alucinante de mais de 15% em termos nominais em 2021. Agora, depois de três anos e com o fim de um ciclo global de aperto do banco central, o crescimento desacelerou para algo como um ritmo nominal de 6,5%. Embora o crescimento nominal possa abrandar ainda mais ao longo do próximo ano, é provável que se estabilize em um ritmo mais elevado do que aquele que caracterizou a maior parte da década de 2010.

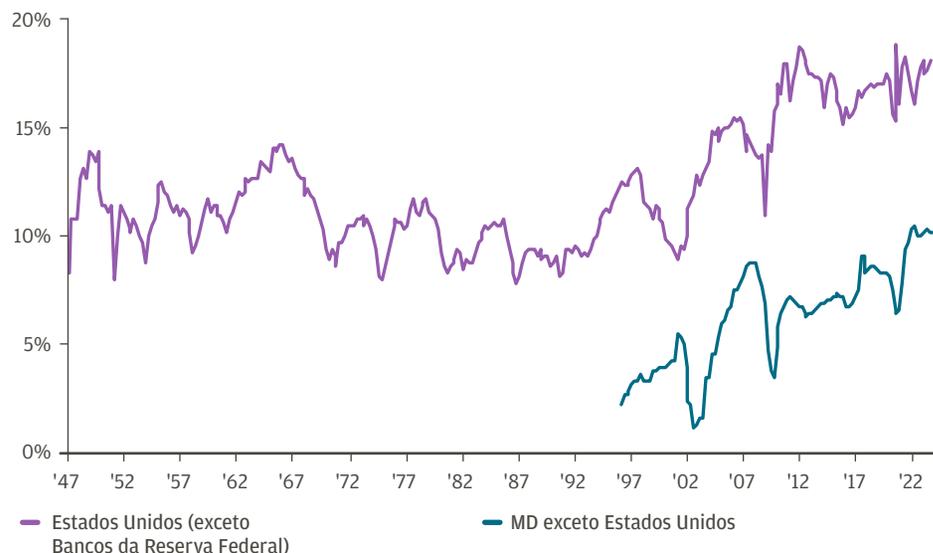
O crescimento da renda familiar na Europa e nos Estados Unidos é de quase 6%, o que tem financiado um consumo forte. Ao mesmo tempo, os preços elevados dos ativos e o patrimônio líquido recorde sustentam a confiança. Esse consumo é uma bênção para as empresas, que raramente transformam vendas em lucros. Nos Estados Unidos, as margens de lucro não financeiras atingiram quase 18%, enquanto na Europa e no Japão as margens duplicaram para 10% na última década. Sem uma contração significativa nas margens ou nos rendimentos, é difícil imaginar o tipo de demissões generalizadas de trabalhadores que colocariam em risco os rendimentos das famílias.

A renda das famílias está crescendo e financiando o forte consumo
% anual, crescimento total da remuneração dos funcionários



Fontes: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, NBER, Haver Analytics. Dados de 31 de março de 2024.

As empresas raramente conseguiram transformar vendas em lucros
Lucros corporativos não financeiros como % das vendas



Fontes: Conselho da Reserva Federal, MSCI, J.P. Morgan. Dados de 31 de março de 2024.

Fora dos Estados Unidos, as perspectivas de crescimento podem estar melhorando modestamente. Os dados econômicos globais são surpreendentemente positivos e o setor industrial global talvez ganhe vida depois de um ano difícil, conforme as empresas reabastecem os estoques agora esgotados. Mesmo na China, os dados econômicos se estabilizaram, apesar da continuação da influência do setor imobiliário.

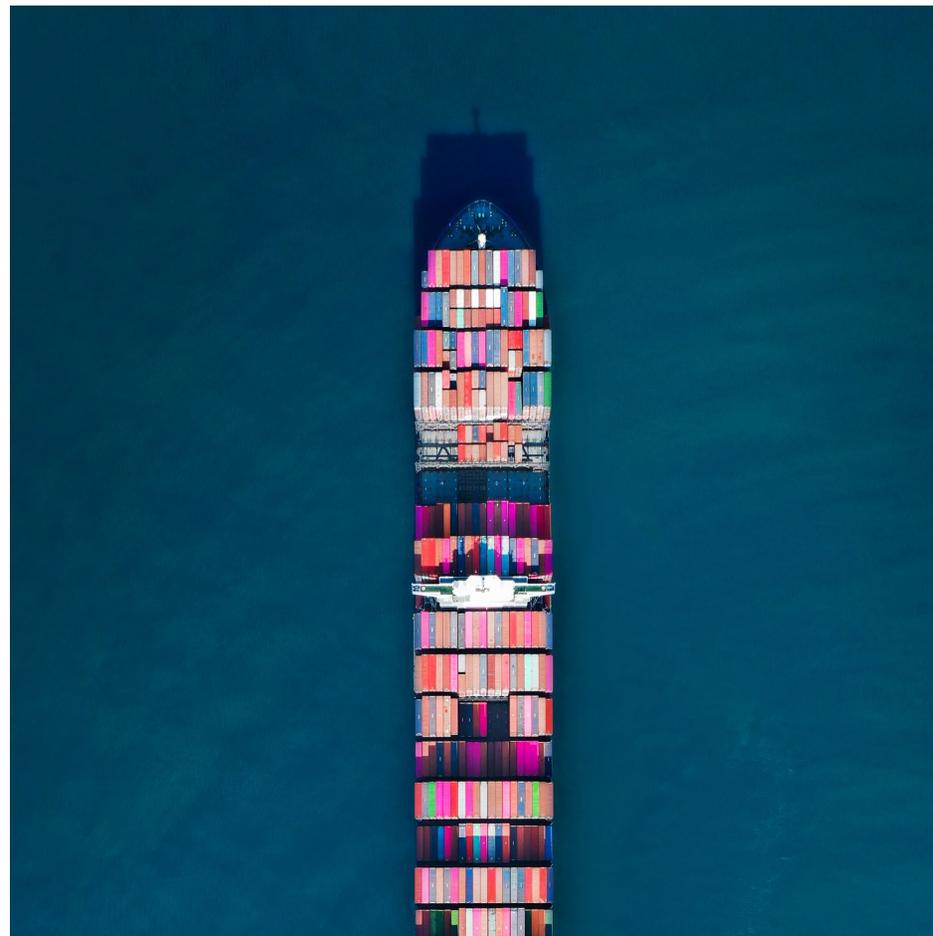
A produção global está entrando em nova fase

PMI Global de Manufatura do J.P. Morgan (50+ = expansão)



Fontes: J.P. Morgan, S&P Global, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Haver Analytics.
Dados de 30 de abril de 2024.

As empresas também estão mais propensas a investir para crescer. A confiança dos CEOs está no nível mais alto em dois anos, os lucros das empresas estão robustos e a melhoria das condições de crédito provavelmente resultará em mais despesas de capital e contratações. Os setores cíclicos e sensíveis às taxas de juros também poderão se recuperar caso a política monetária se torne mais favorável. O investimento fixo residencial (habitação) é um dos componentes da economia mais sensíveis às taxas de juros. A produção do setor caiu quase 15% durante o ciclo de aumento das taxas. Apesar das taxas de juros ainda elevadas, o setor voltou a crescer.



O risco de recessão, na nossa opinião, é relativamente contido. Contudo, alguns investidores ainda estão preocupados com a possibilidade de o cenário de crescimento levar mais uma vez a uma inflação insustentável e a outra ronda de aumentos desestabilizadores das taxas por parte dos bancos centrais globais. Embora o crescimento provavelmente mantenha a inflação acima das metas do banco central durante o resto do ano, não achamos que será necessária outra rodada de aumento das taxas do banco central que coloque o ciclo econômico em risco.

Inflação mais alta em uma economia forte

A inflação provavelmente se estabilizará entre 2% e 3%

Embora a inflação mundial tenha registrado uma queda impressionante (e favorável ao mercado) de quase 8% para 3%, vemos alguns sinais de que a queda está desacelerando, especialmente nos Estados Unidos. No primeiro trimestre, os preços básicos do PCE (preços para o consumidor, exceto alimentos e energia) subiram a um ritmo anual próximo de 4%, o Índice de Custo do Emprego surpreendeu positivamente e as medidas das expectativas de inflação baseadas no mercado subiram.

No segundo semestre do ano, esperamos que a inflação nos EUA diminua do ritmo anualizado de 4% observado no primeiro trimestre para menos de 3% no final do ano.

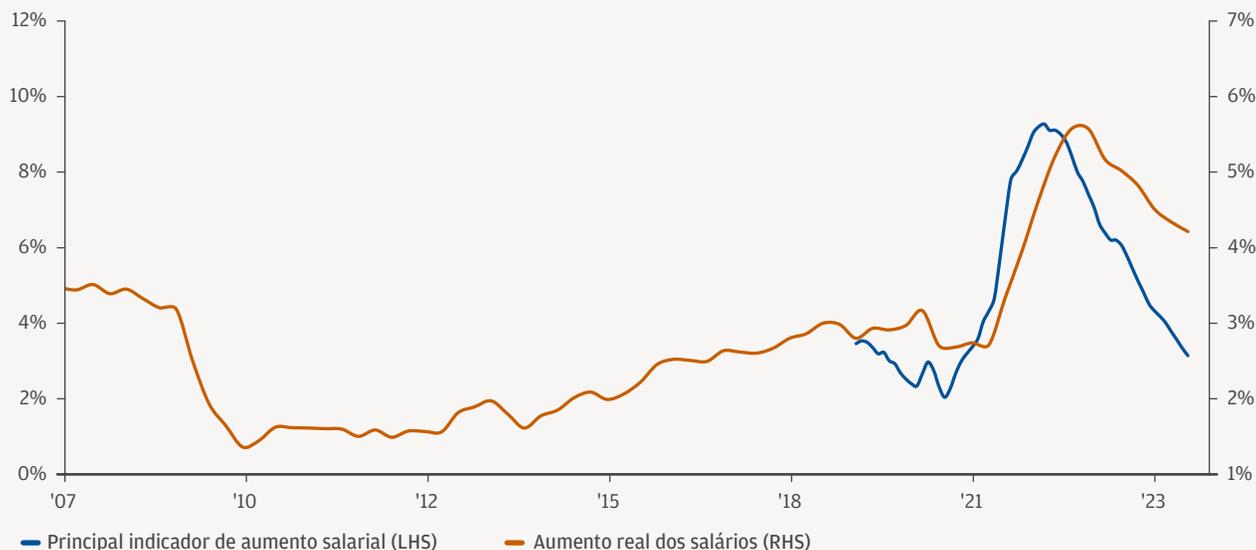
Acreditamos que a desinflação cíclica será impulsionada pelo arrefecimento da inflação na moradia e aumento dos salários. Os principais indicadores de aluguéis sugerem que a tendência nas métricas oficiais de moradia deve moderar este ano. Isso deve compensar qualquer recuperação observada nos preços dos bens, dada a reposição de estoques e a procura contínua dos consumidores. Quanto ao trabalho, o equilíbrio entre a oferta e a procura melhorou significativamente em relação a 2021 e 2022, e os principais indicadores do crescimento salarial sugerem que o salto do primeiro trimestre deverá se reverter.

Com base na nossa análise, acreditamos que a inflação nos EUA provavelmente se estabilizará em um intervalo de 2% a 3% em um futuro próximo.

O aumento salarial deve desacelerar nos próximos meses

Rastreador de salários em vigor dos EUA,
MA de 3 meses, % anual

Aumento salarial do ECI,
% anual



Fontes: Indeed Hiring Lab, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics. Dados de 31 de março de 2024.

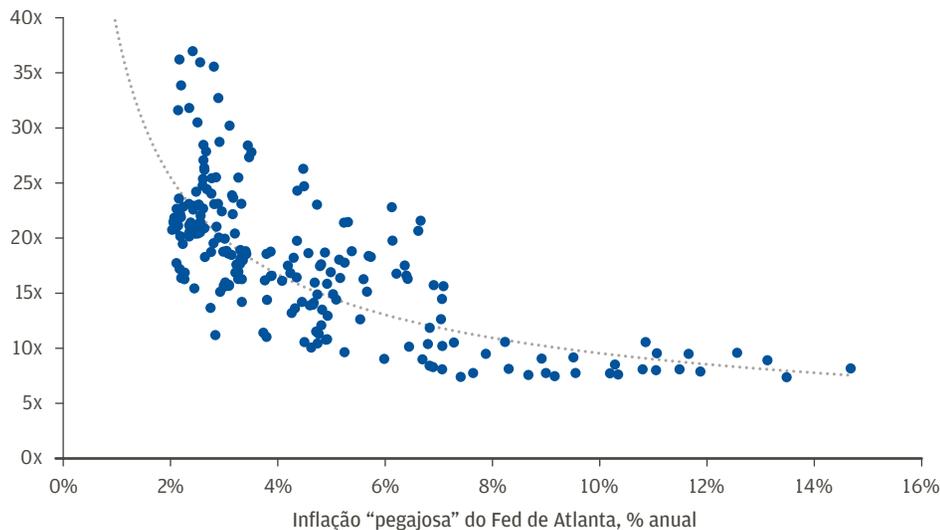
Em primeiro lugar, os mercados de trabalho ainda estão mais restritivos do que antes da pandemia, o que alimenta um aumento salarial mais forte. Mesmo quando as empresas pagam salários mais elevados, elas possuem maior poder de precificação e estão repassando preços mais altos para os consumidores.

Em segundo lugar, os preços das commodities subiram. Isso reflete, em parte, o impacto da política industrial e da transição energética, que impulsionaram mais a procura do que a oferta. Os preços das commodities agora também incorporam mais riscos geopolíticos.

Finalmente, a escassez de habitação em muitas economias desenvolvidas não será resolvida por muitos anos. Isso deverá exercer uma pressão ascendente sobre os custos de moradia em 2025 e além.

Os múltiplos de ações tendem a ser sustentados quando a inflação é inferior a 3%

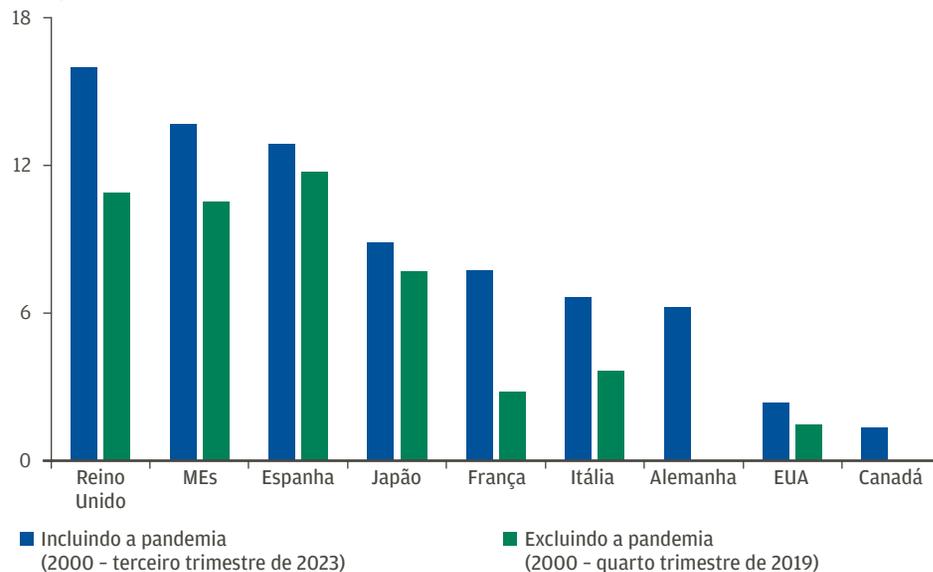
Múltiplos P/L do S&P 500



Fontes: S&P e Reserva Federal de Atlanta. Dados de 30 de setembro de 2023.

Um aumento nos preços da energia representaria um risco para as nossas perspectivas de inflação

Passagem de pontos base para a inflação não energética de um aumento de 1% na inflação energética



Fontes: Oxford Economics, Haver Analytics. Dados de 31 de dezembro de 2023. MEs são mercados emergentes, que neste caso incluem oito países: Brasil, Chile, República Tcheca, Hungria, México, Peru, Polônia, Romênia. Observação: Um modelo de atraso distribuído polinomial é utilizado para estimar esses resultados de passagem de energia. A variável dependente é o IPC exceto inflação energética, e as variáveis independentes são polinômios da inflação energética com defasagens de até quatro, inclusive, e com ordens polinomiais de até dois, inclusive. Uma defasagem de um quarto da variável dependente também é incluída como controle. O resultado é a soma de todos os coeficientes das variáveis de inflação energética. O modelo é estimado com dados trimestrais de 2000 até o quarto trimestre de 2019 para o resultado excluindo a pandemia, e até o terceiro trimestre de 2023 para o resultado incluindo a pandemia.

Do ponto de vista do investidor, a inflação de 2% a 3% provavelmente será benigna até certo ponto. Com base na nossa análise dos últimos 60 anos, a inflação de 3% marcou um limite fundamental. Abaixo desse nível, os múltiplos do mercado acionário tendem a permanecer bem sustentados e a correlação negativa entre ações e títulos é confiável.

É claro que um novo aumento nos preços da energia – decorrente, por exemplo, de uma guerra regional no Oriente Médio – representaria um risco importante para as nossas perspectivas de inflação nos EUA. Como os preços mais altos da energia poderão “repercutir” na economia em geral? Pensamos que seria necessário um aumento sustentado de 50% nos preços da energia para aumentar a inflação não energética em 1%. Na nossa opinião, um aumento desses é improvável, dada a capacidade disponível da OPEP, a independência energética dos EUA e o prêmio de risco geopolítico que provavelmente já se reflete nos preços do petróleo.

A inflação europeia está muito mais exposta à possível volatilidade dos preços das commodities, mas o aumento dos preços na União Monetária Europeia regressou a níveis mais confortáveis. É importante ressaltar que o excesso de inflação na Europa foi muito mais impulsionado por choques energéticos, alimentares e de abastecimento; não refletiu mercados de trabalho restritivos e excesso de demanda. A inflação europeia parece estar no caminho certo para retornar à meta do Banco Central Europeu por volta do final do ano.

As pressões de alta poderão manter a inflação acima das metas do banco central, especialmente nos Estados Unidos. Isso provavelmente significa taxas de juros mais altas e rendimentos de título mais elevados, mas também significa lucros empresariais mais fortes e demanda de ativos reais. É um cenário construtivo para carteiras multiativos.



Taxas de juros mais altas em uma economia forte

As taxas de juros nos Estados Unidos provavelmente permanecerão acima da taxa de inflação

No início de 2024, os investidores esperavam um ciclo significativo de redução das taxas. No mundo todo, isso parece estar em andamento. Mas agora parece que o Fed está em uma postura de espera até que a inflação caia um pouco mais.

Como o Fed pode avaliar seu próximo movimento? Acreditamos que o banco central está em uma posição de força. Enquanto não aumentar a pressão no mercado de trabalho, o Fed pode esperar que os dados sobre a inflação referentes à moradia melhorem. Se o crescimento abrandar inesperadamente de uma forma que ameace uma recessão, o Fed poderá baixar as taxas de juros e estimular a atividade nos segmentos da economia que mais se beneficiariam, a saber, o mercado imobiliário residencial.

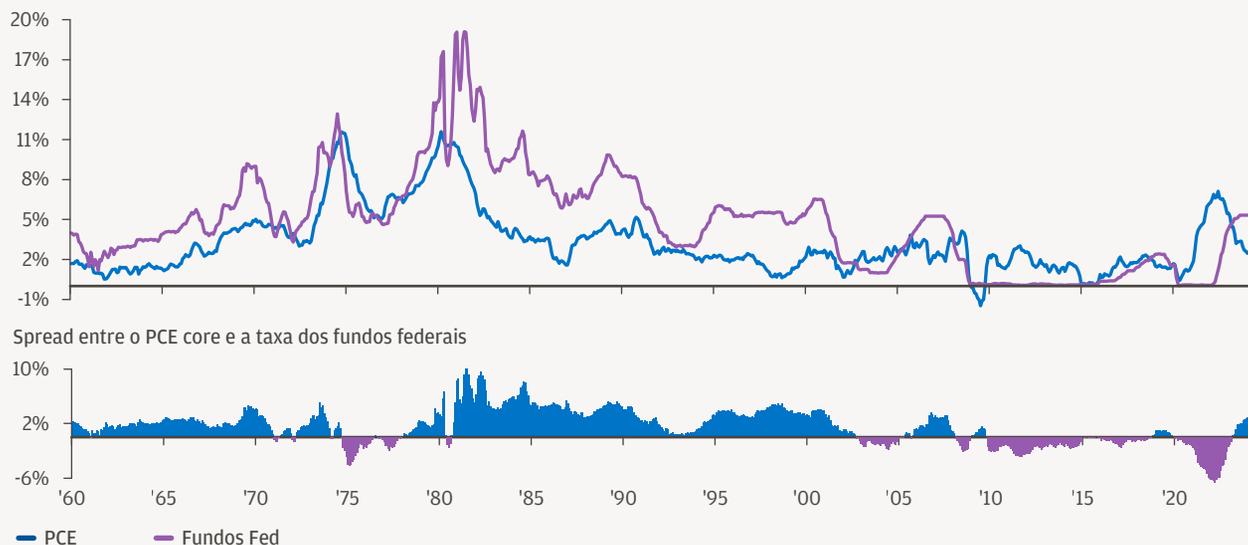
Sem pressão renovada no mercado de trabalho, os argumentos para novos aumentos das taxas parecem relativamente fracos.

Como observamos, o mercado de trabalho dos EUA está muito mais saudável do que era em 2022, em parte porque a oferta de trabalho foi impulsionada por mais 700.000 trabalhadores estrangeiros no primeiro trimestre. Além disso, os principais indicadores sugerem uma tendência descendente contínua no aumento salarial.

É importante ressaltar que as expectativas de inflação são moderadas. As pesquisas do Fed de Nova York e da Universidade de Michigan para as expectativas de inflação com um ano de antecedência permanecem perto de 3%. As métricas baseadas no mercado para a inflação a longo prazo permaneceram estáveis, perto de 2,5% no último ano.

Durante a maior parte da história financeira moderna, as taxas de juros estiveram acima da taxa de inflação

PCE core e taxa de fundos federais, % anual



Fontes: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board, Haver Analytics. Dados de 31 de março de 2024.

Quando o Fed decidir reduzir as taxas, estas provavelmente permanecerão acima da taxa de inflação. Isso seria consistente com as tendências históricas, como ilustramos no gráfico abaixo.

Sempre que o ciclo de cortes do Fed começar, os investidores precisarão compreender que estamos em um ambiente de taxas muito diferente. Na década de 2010, o Fed iniciou uma flexibilização da política monetária sem precedentes. As taxas de juros permaneceram bem abaixo da taxa de inflação para ajudar os consumidores e as empresas a recuperarem a estabilidade após a crise financeira global. Ao mesmo tempo, os economistas teorizaram sobre a “estagnação secular” e a morte da inflação.

Isso ficou no passado. O risco de inflação elevada é tão prevalente quanto o risco de recessão, a volatilidade da inflação está mais elevada e os balanços do setor privado estão muito saudáveis. Pelo restante do ano e até 2025, pensamos que o ambiente para os rendimentos monetários será comparável ao da década de 1990, quando as taxas de juros eram cerca de 200 pontos base (bps) mais altas que a taxa de inflação.

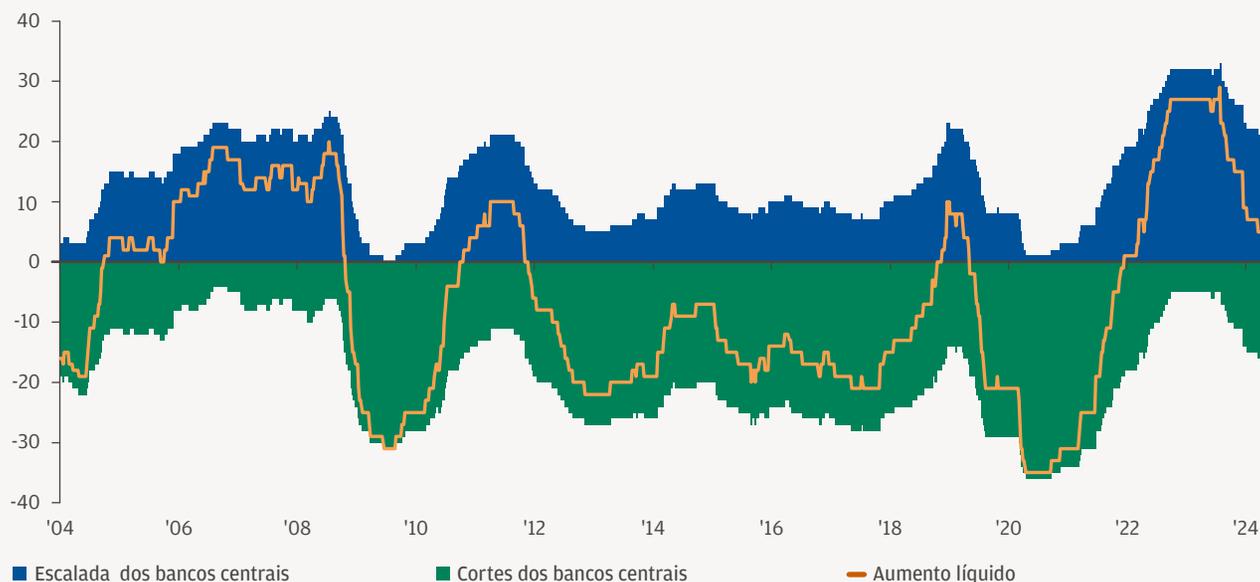
Dessa forma, os formuladores da política monetária incentivam mais economia em relação ao investimento, o que deverá ajudar a conter o aumento dos preços.

Embora o ciclo de redução de taxas pelo Fed possa estar atrasado, globalmente houve uma virada decisiva em direção ao afrouxamento. O Banco Nacional Suíço já começou a reduzir as taxas de juros, sendo o primeiro banco central do G-10 a fazer isso. Além disso, atualmente, outros 20 bancos centrais estão reduzindo taxas. O Banco Central Europeu e o Banco do Canadá iniciaram o verão com cortes nas taxas. O Banco Central do Brasil já baixou a taxa de juros de 13,75% no verão passado para 10,75% hoje, e alguns bancos centrais latino-americanos encerraram os ciclos de flexibilização.

A exceção é o Banco do Japão. A inflação japonesa e o crescimento salarial estão finalmente começando a registrar uma tendência consistente com os objetivos políticos do banco central. O Japão oferece os rendimentos mais baixos do mundo (os rendimentos das notas japonesas ainda são efetivamente de 0%), o que está pressionando o iene.

O Fed está em espera, mas cortes globais nas taxas estão em andamento

Nº de bancos centrais com último movimento como aumento ou corte



Fontes: Bancos centrais individuais, Bloomberg Finance L.P. Dados de 31 de maio de 2024.

A combinação de uma inflação mais saudável e de pressão sobre a moeda aponta o Banco do Japão para a normalização das taxas de juros mais altas a partir daqui – mesmo que sua posição política continue favorável em termos de equilíbrio.

Essa mudança no sentido da flexibilização deverá apoiar os ativos de risco globais, embora o ciclo global de cortes seja mais escalonado que o ciclo de aumento que começou em 2021. Essa diferenciação também deverá gerar oportunidades para estratégias de fundos de hedge que estão se beneficiando de taxas básicas mais elevadas. Vemos também possíveis oportunidades nos mercados cambiais até ao final do ano. Moedas defensivas e de baixo rendimento, como o franco suíço, o iene japonês e o renminbi chinês, deverão permanecer sob pressão, especialmente em relação ao dólar americano.



Rendimentos mais elevados dos títulos em uma economia forte

Os rendimentos dos títulos serão mantidos em níveis mais elevados do que na última década

Fundamentalmente, os rendimentos dos títulos soberanos refletem as expectativas dos investidores relativamente às futuras taxas de juros do banco central, às perspectivas de crescimento e inflação e a um prêmio de risco que incorpora todo o resto. Dada a nossa visão de taxas de juros mais elevadas, crescimento global contínuo e inflação rígida, acreditamos que os rendimentos dos títulos de todos os prazos serão provavelmente negociados em um intervalo mais elevado do que na era pós-crise financeira global (GFC).

Os rendimentos dos títulos públicos de 10 anos têm uma estreita relação com o crescimento nominal do PIB. Atualmente, o crescimento nominal nos Estados Unidos está acima de 5%. As expectativas relativas à política do banco central também

mudaram. O risco de recessão é relativamente baixo e existe o risco de uma inflação enraizada; por isso, a probabilidade de um ciclo profundo de flexibilização por parte dos bancos centrais globais parece baixa.

Tanto a teoria como a prática sugerem que é provável que os rendimentos dos títulos permaneçam elevados, sem mencionar os riscos de uma emissão excessiva de dívida pública que aumente a oferta, ou de um choque nos preços das commodities que possa aumentar as expectativas de inflação. Nós vemos alguns riscos positivos. Mas acreditamos que a virada na política monetária global significa que os rendimentos dos títulos já atingiram os picos neste ciclo.

Os rendimentos dos títulos de longo prazo dos EUA oscilam em torno do PIB

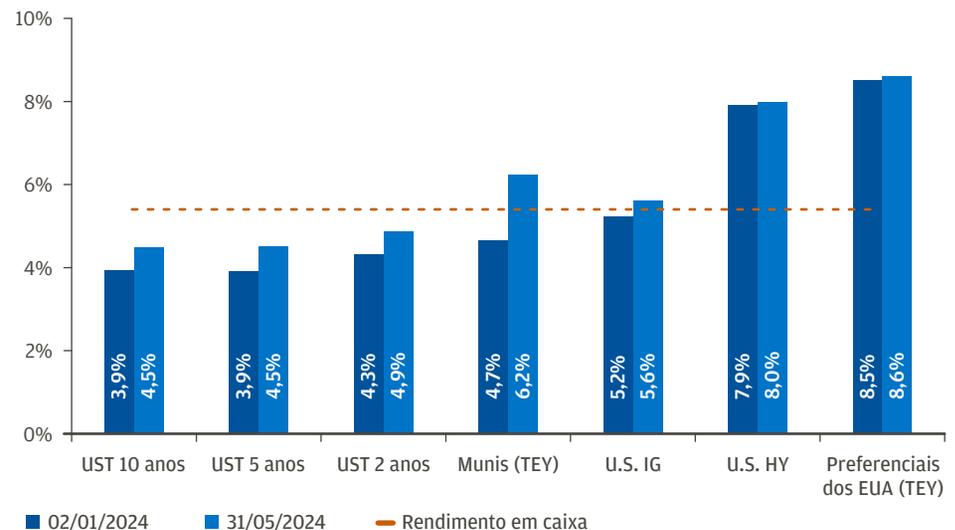
Varição percentual do PIB dos EUA em 10 anos, rendimento do Tesouro de 10 anos



Fontes: Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics. Dados de 31 de março de 2024.

O grau de investimento e os títulos municipais agora rendem amplamente mais do que caixa

Rendimento, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados de 31 de maio de 2024.

Para os investidores, o intervalo mais elevado dos rendimentos dos títulos deverá ser reconfortante. Quando temos uma recessão cíclica, a valorização dos preços dos títulos *core* deverá ajudar a compensar as baixas nos ativos de maior risco. Na verdade, mantemos posições de duração máxima em carteiras multiativos.

Taticamente, os investidores não precisam optar por títulos com prazos de vencimento mais longos ou de maior risco para obter retornos atrativos. Na verdade, os títulos corporativos dos EUA com grau de investimento com vencimento em até três anos rendem mais de 5,5%. Na Europa, títulos com qualidade de crédito e vencimentos semelhantes rendem pouco menos de 4%.

O risco de rebaixamento para emissores de alta qualidade parece relativamente baixo. Entre as empresas não financeiras nos mercados desenvolvidos, os juros líquidos corporativos pagos como porcentagem do fluxo de caixa estão em níveis historicamente baixos.¹ Ao mesmo tempo, as classificações de crédito nunca foram tão altas: Mais da metade do índice de títulos com grau de investimento dos EUA tem classificação A ou superior, um recorde.²

Os rendimentos totais dos títulos municipais dos EUA estão perto dos máximos dos últimos 10 anos, e a recente *sell-off* está finalmente apresentando uma oportunidade para *valuations* mais atraentes. A eficiência fiscal, a estabilidade e o rendimento proporcionados pela classe de ativos fazem dela a âncora de muitas carteiras de títulos de investidores dos EUA.

Taxas mais elevadas oferecem aos investidores rendimentos atrativos, e poderemos até assistir a uma modesta valorização dos preços, impulsionada pela redução das taxas de juros na segunda metade do ano. E, como observamos, se as perspectivas de crescimento piorarem, pensamos que os títulos de alta qualidade oferecerão uma ampla compensação à possível volatilidade das ações, especialmente porque acreditamos que a correlação negativa entre ações e títulos vai se reafirmar enquanto a inflação continuar a se estabilizar.

Os títulos *core* podem cumprir suas funções em carteiras de investimento.

1 J.P. Morgan Flows and Liquidity, Nikolaos Panigirtzoglou, 3 de abril de 2024.

2 J.P. Morgan Daily Credit Strategy, Eric Beinstein, 23 de abril de 2024.

Mercados de crédito em uma economia forte

O perfil de risco-recompensa pode ser atraente

O forte crescimento econômico e as taxas de juros elevadas significam que este é um bom momento para ser credor, mobilizando capital nos mercados de crédito. Hoje, estamos focados em algumas estratégias com diferenças importantes no potencial de risco e retorno.

Os rendimentos estão na casa dos dígitos elevados nas partes mais arriscadas dos mercados líquidos de renda fixa, como alguns títulos de alto rendimento.

Os títulos de alto rendimento geralmente podem ser um componente valioso de carteiras multiativos. Na verdade, os títulos de alto rendimento registraram um retorno de quase 3% no acumulado do ano em relação ao desempenho negativo acumulado no ano dos títulos core e municipais. Apesar dos spreads estarem nos níveis mais reduzidos dos últimos cinco anos, os rendimentos totais são superiores a 8% e a perspectiva geral de inadimplência é relativamente benigna.

De fato, os títulos de alto rendimento poderiam resistir a um alargamento do spread de ~75 bps ou a um aumento da taxa de inadimplência para 4,4%, face aos atuais menos de 3%, e ainda assim proporcionar retornos em linha com os títulos do Tesouro.

Os investidores globais de renda fixa também devem ver o potencial de rendimento atrativo e retornos ajustados ao risco em segmentos de crédito titularizado (por exemplo, títulos garantidos por pagamentos de empréstimos para aquisição de automóveis) e bolsas de grau de investimento e alto rendimento nos mercados europeus e emergentes.

As ações preferenciais e híbridas apresentam rendimentos excessivos ainda maiores, acima das taxas isentas de risco, em comparação com as de alto rendimento, e a sua elevada porcentagem de pagamentos de cupons de rendimento de dividendos qualificados aumenta a eficiência tributária para os investidores norte-americanos. Preferimos continuar com emissores financeiros e de serviços públicos de maior qualidade. Os atuais rendimentos equivalentes a impostos são superiores a 8%, com apenas 3,5 anos de duration da taxa de juros.

O Direct Lending continua sendo um foco para nós. Na nossa opinião, os preços atuais, com os rendimentos atuais no pior dos 11%+ (5%+ taxas base e 6%+ spreads), mais do que compensam os investidores por possíveis perdas por inadimplência. Esses rendimentos também se comparam favoravelmente aos rendimentos de ~8% oferecidos nos mercados públicos de alto rendimento e aos rendimentos de 9% em empréstimos alavancados.

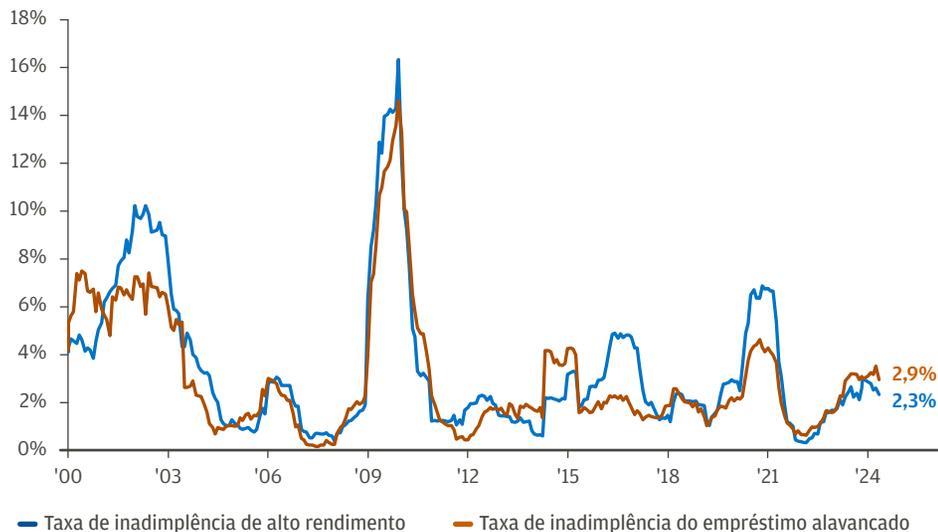
Embora sejamos globalmente positivos em relação ao crédito estendido, nem todos os mutuários são criados iguais. Mais recentemente, temos visto taxas mais elevadas desafiar mutuários corporativos menores com empréstimos em vencimento. Na verdade, a taxa de inadimplência para empréstimos alavancados aumentou para 3%, o que poderá representar uma oportunidade para investidores de crédito especializados. Quando o empréstimo de uma empresa está prestes a vencer, ocorre um de três cenários. No primeiro, a empresa quita ou refinancia o empréstimo. No segundo, a empresa entra em inadimplência, declara falência e depois se reestrutura ou liquida.

A oportunidade de investimento atual reside no terceiro cenário.

Muitas empresas não conseguem refinarçar os empréstimos em termos semelhantes aos dos seus acordos de dívida existentes. Na verdade, a proporção média de cobertura de juros para empresas privadas que contraem empréstimos em mercados de empréstimos alavancados deteriorou-se de 2x em 2021 para 1,5x hoje. No entanto, em vez de deixar de pagar um empréstimo e declarar falência, a empresa e os credores podem renegociar a dívida. Essas transações de “alteração e prorrogação” aumentaram 10 vezes em 2023 em relação a 2022, um sinal de que as taxas mais elevadas começaram a afetar.

Apesar das taxas mais elevadas, a inadimplência corporativa se estabilizou

Alto rendimento e taxa de inadimplência de empréstimos alavancados, %



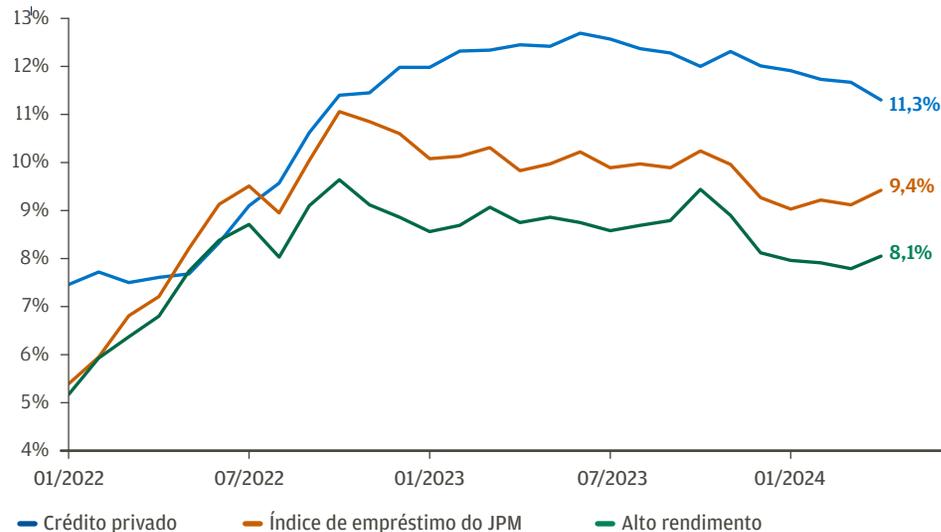
Fontes: J.P. Morgan, Pitchbook Data, Inc. Dados de 30 de abril de 2024.

Os investidores em crédito que forneçam o capital necessário para financiar essas transações podem ganhar um “prêmio de complexidade” adicional acima dos spreads já atrativos.

Embora os credores tradicionais ainda estejam marginalizados e o custo do dinheiro seja elevado, é um bom momento para ser um novo credor. Conforme avaliamos o panorama do crédito, vemos muitas oportunidades para possivelmente gerar rendimentos próximos a 10 até em torno de 15.

Acordos recentes de empréstimos diretos oferecem rendimentos bem acima dos equivalentes públicos de alto rendimento

Rendimento, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados de 30 de abril de 2024.

Preços e avaliações de ações mais elevados em uma economia forte

As ações large-cap deverão se beneficiar com um crescimento mais forte dos lucros e a passagem da inflação

Talvez a nossa visão mais controversa seja a de que as *valuations* das ações devem permanecer bem apoiadas em um ambiente de maior crescimento e de inflação mais alta. A sabedoria convencional diz que rendimentos mais elevados dos títulos deverão diminuir as *valuations* das ações porque a taxa a que os investidores descontam os fluxos de caixa futuros em dólares de hoje é mais elevada do que seria se os rendimentos dos títulos fossem mais baixos. É por isso que temos uma visão diferente.

As ações podem se beneficiar durante ambientes inflacionários porque as empresas podem aumentar os preços e manter os custos sob controle. Como observamos, no contexto do período de inflação mais elevada desde 1980, as margens de lucro nas economias desenvolvidas estão próximas dos níveis mais amplos da história. Isso reflete o poder das grandes empresas de tecnologia, as mega-caps, cujos modelos de negócio se revelaram resistentes à inflação alta e ao aumento das taxas de juros.

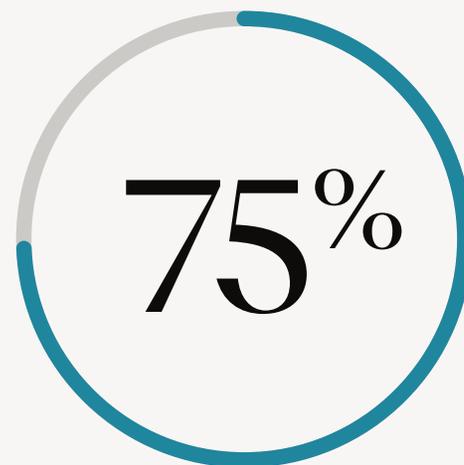
Além disso, a história sugere que as ações rendem quase 15% ao ano, em média, quando a inflação varia entre 2% e 3%. Mesmo quando a inflação oscila entre 3% e 4%, os retornos médios anuais são superiores a 8%.

A cobertura contra a inflação que as ações podem proporcionar será mais valiosa para os investidores em um ambiente de maior crescimento e de inflação mais alta do que era no período pós-GFC. Acreditamos que o atual cenário do mercado se assemelha muito mais ao da década de 1990, quando as taxas de juros eram elevadas e estáveis, a curva de rendimentos era plana e o aumento da produtividade e do investimento empurrava os preços das ações para cima.

Quando os investidores consideram a avaliação relativa entre ações e títulos, comparam frequentemente o rendimento dos lucros das ações (o inverso da relação preço/lucro) com o rendimento dos títulos do Tesouro de 10 anos.³

Durante a maior parte da década de 2010, os rendimentos dos títulos foram muito inferiores ao rendimento dos lucros do S&P 500, o que implicava que os títulos mais seguros eram negociados com um prêmio elevado em relação às ações.

Isso fazia sentido naquele contexto. O maior risco para os títulos (inflação) foi muito baixo durante a década de 2010. Os investidores também estavam preocupados com a possibilidade de a economia entrar em recessão (o grande risco para as ações), considerando-se um cenário de crescimento mais fraco. Assim, os investidores consideraram os títulos muito menos arriscados do que as ações. O cenário de investimento de hoje é bem diferente. O risco de recessão e o risco de mais inflação são muito mais equilibrados.

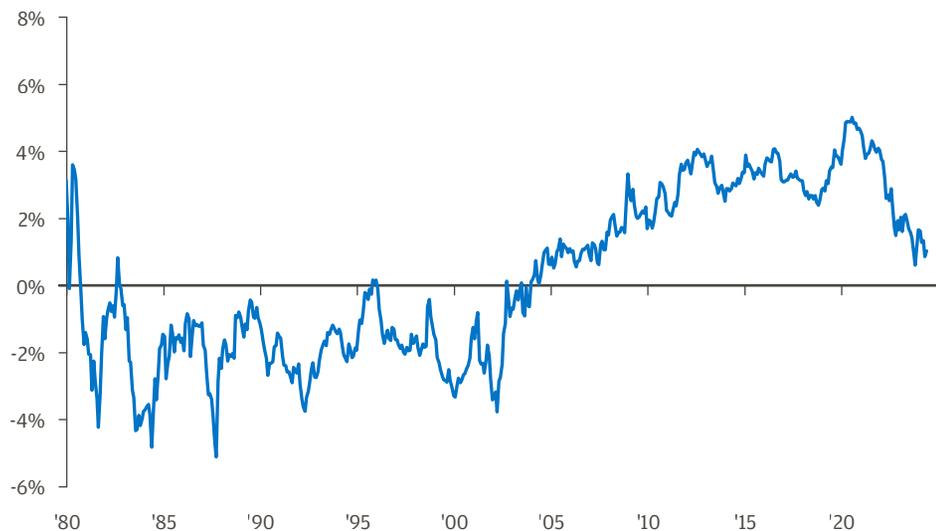


Porcentagem dos lucros anuais que as empresas do índice S&P 500 retornam aos acionistas através de dividendos e recompras de ações.

³ A relação lucro/preço deriva efetivamente um rendimento para o mercado de ações que pressupõe que cada dólar dos lucros corporativos seja pago como um cupom.

O prêmio de risco das ações está de volta à década de 1990?

Prêmio de risco de ações dos EUA (rendimento de lucros do S&P 500 - rendimento UST de 10 anos), %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados de 31 de março de 2024. Prêmio de risco patrimonial representado pelo S&P 500.

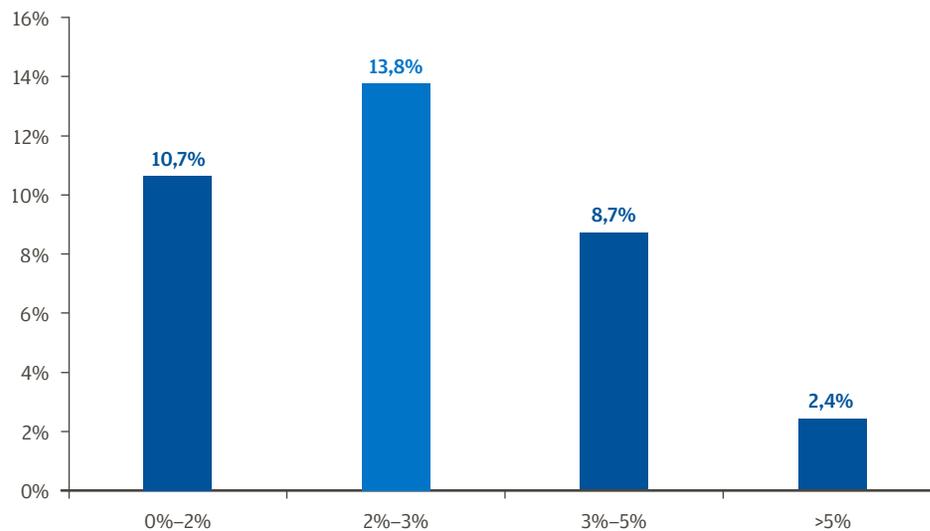
Se compararmos o ambiente atual com o período pós-GFC, poderemos pensar que as ações estão bastante caras em relação aos títulos. Contudo, se olharmos várias décadas para trás, o quadro muda.

Hoje, tal como na década de 1990, pensamos que as ações podem manter *valuations* elevadas apesar dos rendimentos mais elevados dos títulos. Mais especificamente: acreditamos que o rendimento dos lucros deve estar próximo do rendimento do Tesouro de 10 anos. Isso implica uma relação preço/lucro futuro de 20x se o rendimento do título de 10 anos for de 5%. A partir daí, o crescimento dos lucros deverá impulsionar os mercados de ações para novos valores máximos.

Além das *valuations* relativas, outros fatores importantes sustentam as *valuations* elevadas das ações. O retorno sobre o capital próprio do S&P 500, uma medida da eficiência com que as empresas geram rendimentos para os acionistas, é agora de 19%, cinco pontos percentuais acima da média de longo prazo.

As ações podem prosperar na maioria dos regimes de inflação

Desempenho anual do S&P 500 em diferentes regimes de inflação (1950-2024)



Fontes: J.P. Morgan, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg Finance L.P. Dados de 31 de março de 2024.

Além disso, as empresas incluídas no índice devolvem cerca de 75% dos lucros anuais diretamente aos acionistas através de dividendos e recompras, o dobro da média de 1977 a 2003.⁴

Quando os investidores possuem ações de grande capitalização, eles possuem uma participação nos lucros futuros dessas empresas. As *valuations* das ações deverão permanecer elevadas enquanto as perspectivas de crescimento dos lucros e de retorno para os acionistas permanecerem tão sólidas quanto são hoje.

Em suma, parece ser um ambiente muito atraente para investidores em ações.

Nos mercados de ações globais, estamos otimistas em relação às ações europeias, dada a inflexão do crescimento global. As empresas europeias também apresentam práticas cada vez mais favoráveis aos acionistas, algo que compartilham com as empresas japonesas (exploramos ambas as tendências nas nossas *Perspectivas Globais*).

Além disso, os investidores podem encontrar oportunidades no México, dadas as tendências de nearshoring, enquanto as ações brasileiras oferecem uma combinação interessante de fundamentos econômicos estáveis com avaliações descontadas: o Índice MSCI Brasil atualmente é negociado a uma relação preço/lucro futuro de 7,5x.

Nos Estados Unidos, o crescimento dos lucros em um dígito alto deve levar os mercados a novas altas até ao final de 2024 e além.

Com base no setor, nos concentramos em tecnologia, consumo discricionário, saúde e indústria. O setor tecnológico tem as melhores perspectivas de crescimento dos lucros, sendo provável o crescimento próximo de 15 durante os próximos trimestres em relação aos valores próximos de 10 para o mercado em geral. O setor de consumo deverá se beneficiar com o fim do excesso de estoque que se desenvolveu à medida que o consumo passou de bens para serviços durante a reabertura pós-COVID. O crescimento dos rendimentos dos cuidados de saúde está oscilando de -20% em 2023 para +8% este ano, e o setor pode acessar tendências seculares, como os medicamentos para perda de peso (GLP-1s).

Por outro lado, queremos continuar evitando empresas com vencimentos de dívida próximos (as ações tiveram um desempenho inferior ao do mercado em 10% este ano). Da mesma forma, procuramos evitar empresas não lucrativas. Na verdade, as ações de empresas que não devem ser lucrativas antes de 2026 caíram em média 28% até agora este ano.⁵

Acreditamos que as ações globais deverão impulsionar as carteiras com crescimento, inflação e taxas de juros mais elevados durante o segundo semestre de 2024.

5 David Kostin. U.S. Weekly Kickstart. Goldman Sachs, 2024.

Oportunidades entre mercados

Taxas mais elevadas podem ser difíceis para algumas empresas, famílias e classes de ativos. Contudo, essas tensões criam oportunidades de investimento – se soubermos onde procurar. A postura do Fed de “mais alto por mais tempo” ampliou a oportunidade que vemos no setor imobiliário, no private equity e nas ações de pequena e média capitalização dos EUA. No entanto, poderá durar apenas até que se inicie um ciclo de redução significativa de taxas.

Imóveis comerciais: Reengajamento com a classe de ativos após um ajuste turbulento

Embora os imóveis comerciais (CRE) tenham sido duramente atingidos pela COVID e pela subsequente redefinição das taxas de juros, os danos nas percepções dos investidores (exacerbados pela cobertura incompleta da mídia) relativamente a esta classe de ativos foram provavelmente piores.

Taxas mais altas pesaram nas avaliações. A migração para fora das cidades e o aumento do home office desafiaram a viabilidade dos escritórios. A breve, porém turbulenta crise bancária que ocorreu no primeiro semestre de 2023 aumentou as preocupações sobre a disponibilidade de crédito.

Nos mercados de ações negociados publicamente, o setor imobiliário tem sido o setor com pior desempenho desde o final de 2021, apresentando um desempenho inferior ao do resto do mercado em 35%. Ao mesmo tempo, os preços dos imóveis, medidos pelo Conselho Nacional de Fiduciários de Investimento Imobiliário (NCREIF), caíram entre 10% e 20% em relação aos picos de 2022.

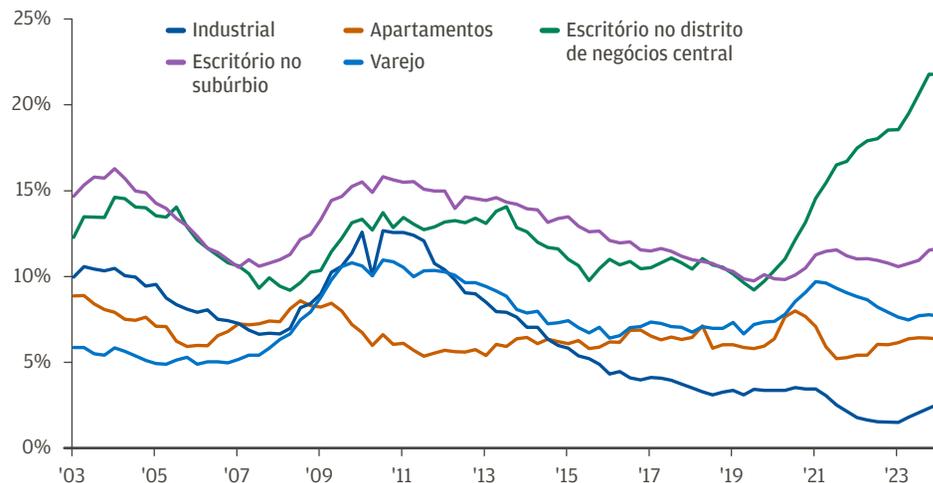
Mas acreditamos que agora é hora de alocar recursos para o setor após um ajuste turbulento. Apontamos alguns motivos principais:

Mais importante ainda, os fundamentos dos setores imobiliários fora do escritório continuam favoráveis.

As taxas de desocupação no varejo, apartamentos e propriedades industriais estão estáveis. As vagas de escritórios nos distritos comerciais centrais são historicamente elevadas, mas mostram sinais provisórios de estabilização. Curiosamente, as vacâncias nos escritórios nos subúrbios superaram as no centro da cidade.

Exceto para o setor de escritórios, as taxas de desocupação parecem estáveis

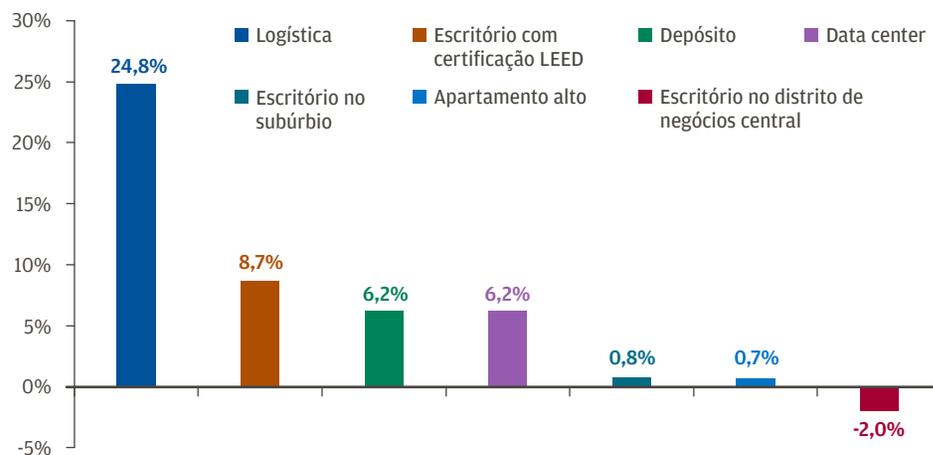
Taxa de desocupação de CRE %, SA



Fonte: NCREIF. Dados de 31 de março de 2024.

Os fundamentos do setor continuam favoráveis a ambientes fora do escritório e multifamiliares

Mudança na receita de aluguel, por pé quadrado, desde o quarto trimestre de 2022



Fontes: CoStar, Goldman Sachs Investment Research. Dados de 31 de março de 2024.

As condições de crédito também estão melhorando. O setor de escritórios é o único tipo de propriedade com taxas crescentes de inadimplência e de serviços especiais. As tendências nos setores hoteleiro, varejista, multifamiliar e industrial são estáveis ou estão melhorando.

Surpreendentemente, os empréstimos bancários imobiliários comerciais pendentes cresceram ao longo do último ano, enquanto a emissão primária nos mercados de títulos comerciais lastreados em hipotecas foi 3x maior no primeiro trimestre de 2024 em comparação com o primeiro trimestre de 2023. Esses sinais verdes nos mercados de financiamento sugerem que o CRE será capaz de superar o US\$ 1,5 trilhão de empréstimos com vencimento nos próximos dois anos (assumindo que as taxas estão próximas do pico para este ciclo).

Por último, o crescimento dos aluguéis tem sido forte desde o final de 2022. Os únicos dois tipos de propriedade com crescimento negativo dos aluguéis são os apartamentos em andares intermediários e os escritórios do distrito comercial central. Logística, data centers, depósitos, hotéis voltados para viagens de negócios e edifícios de escritórios recém-construídos com certificação LEED conseguiram aumentar as receitas de aluguel em mais de 5%.⁶

O setor imobiliário não é uma entidade uniforme, e diferentes setores enfrentam condições contrárias e favoráveis muito diferentes. No futuro, estamos mais interessados em setores que serão beneficiados com as tendências seculares. Os exemplos incluem data centers, alojamentos estudantis e logística. Em particular, o setor da habitação deverá continuar se beneficiando com um poderoso tema secular – uma escassez significativa de habitações unifamiliares e multifamiliares. Estimamos que a escassez de habitação nos EUA esteja entre 2 milhões e 2,5 milhões de unidades. Esse déficit não desaparecerá tão cedo, pois as taxas mais elevadas restringiram novas construções e aumentaram o custo de compra de uma casa.

Esse ambiente apoiou o mercado de aluguéis, especialmente os aluguéis de casas unifamiliares. Ao mesmo tempo, o início de novas habitações multifamiliares caiu 33% em relação aos picos de 2022, o que deverá respaldar também os preços dos imóveis multifamiliares.

O mercado imobiliário comercial está em um ponto de virada, na nossa opinião. Os investidores podem encontrar valor na classe de ativos, que pode proporcionar rendimento não correlacionado e proteção contra a inflação para carteiras de investimento.

Estima-se que haja uma escassez de 2 milhões a 2,5 milhões de residências nos Estados Unidos.

⁶ Lotfi Karoui. US CRE, one year later: Volatile, dispersed, but not systemic. Goldman Sachs, 2024.

Private equity: Ressurgindo após um período desafiador

Tal como o setor imobiliário, o setor de private equity está ressurgindo após um período desafiador. As taxas de juros mais elevadas atingiram a classe de ativos em duas frentes. Em primeiro lugar, a dívida, o principal ingrediente das transações de buyouts alavancados, é ao mesmo tempo mais cara e mais difícil de adquirir porque a procura de empréstimos públicos alavancados diminuiu. Em segundo lugar, ficou mais difícil rentabilizar os investimentos. As IPOs e as transações de saída de private equity caíram cerca de 50% em relação aos níveis máximos de 2021. Outra restrição: alguns possíveis vendedores estão relutantes em negociar com *valuations* abaixo dos limites máximos de 2021.

Como resultado, o fluxo de caixa líquido para investidores parceiros limitados em fundos de private equity tem sido negativo durante dois anos consecutivos, pela primeira vez desde a crise financeira global. Um risco para os investidores em fundos de private equity existentes é que as *valuations* possam ser ainda mais pressionadas por taxas de juros mais elevadas e as distribuições permaneçam fracas devido ao baixo volume de negócios.

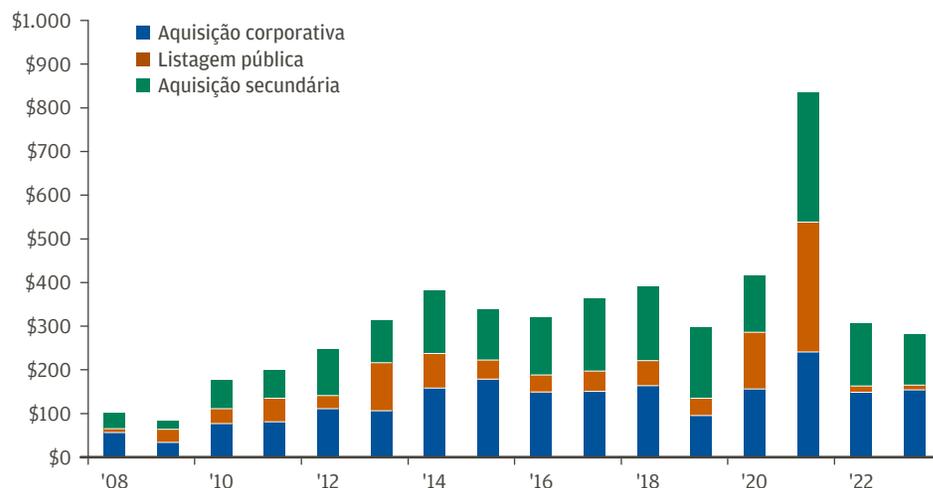
Contudo, pensamos que alguns dos ventos contrários estão começando a diminuir, criando um cenário interessante para novos investimentos nessa classe de ativos. Avaliações mais elevadas de ações no mercado público deverão levar a um aumento do apetite por IPOs, enquanto a estabilidade das taxas de juros (e, eventualmente, cortes nas taxas) deverá estimular a atividade de negociação.

Por enquanto, estamos focados em parcerias com gestores com histórico comprovado de geração de valor por meio de crescimento orgânico e eficiência operacional, sem dependência excessiva de alavancagem. Encontramos a maior variedade de oportunidades de investimento em setores que se beneficiam das tendências seculares. No topo dessa lista: tecnologia, defesa, saúde e transição energética.

Enquanto as saídas tradicionais de private equity continuarem a ser de difícil acesso, esperamos ver um fluxo contínuo de transações recorde nos mercados secundários de private equity, onde os fundos compram ativos existentes de outras carteiras de private equity. Normalmente, os compradores de ativos secundários de private equity exigem um desconto no valor atual de detenção do ativo em troca de liquidez. Os vendedores têm se mostrado dispostos a aceitar descontos em troca da capacidade de levantar capital para novos investimentos.

As saídas de private equity são desafiadas por taxas de juros elevadas

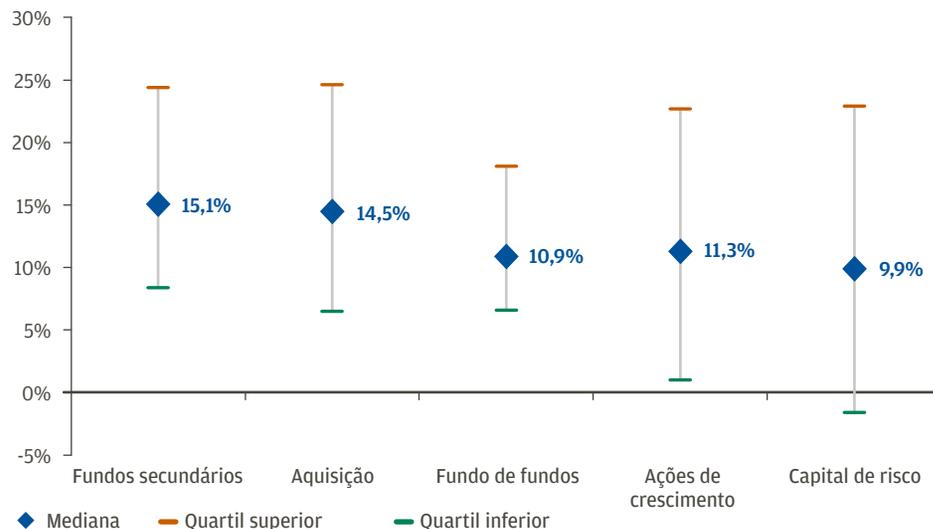
Bilhões de USD



Fontes: PitchBook, J.P. Morgan Asset Management. Dados de 31 de dezembro de 2023.

Os fundos secundários de private equity geraram retornos consistentemente fortes

IRR's líquidos por estratégia, % (horizontes de investimento de 20 anos, de 1978 a 2023)



Fonte: Cambridge Associates. Dados de 2023.

Os negócios secundários de private equity também proporcionam aos investidores institucionais a oportunidade de reequilibrarem as carteiras de investimento privado de forma mais regular.

Além do mais, os investidores em fundos secundários de private equity podem se beneficiar com a compra de ativos “experientes”. Em outras palavras, os investidores podem esperar receber distribuições mais rapidamente do que receberiam de um fundo primário tradicional porque os investimentos estão mais próximos da “realização” (o fim do ciclo de investimento). Finalmente, os investidores em fundos secundários de private equity podem diversificar tanto nos anos de investimento inicial como nos gestores. Historicamente, em todos os subconjuntos de estratégias de investimento privado, os fundos secundários de private equity não só geraram as taxas internas de retorno líquidas (TIRs) medianas mais elevadas (15% nos últimos 20 anos), mas também a menor dispersão de resultados entre gestores no primeiro e no quarto quartil.

Ações small-caps e mid-caps de qualidade

Tradicionalmente, as empresas small-caps e mid-caps (SMID) sentem mais o impacto das taxas de juros mais altas que as large-caps. Uma vez que as taxas aumentaram drasticamente em 2022, muitas empresas menores enfrentaram dificuldades.

Hoje, as empresas small-caps dos EUA dedicam mais de 30% do EBITDA (resultados antes de juros, impostos e amortizações) ao serviço da dívida, acima dos 20% antes de os bancos centrais começarem a aumentar as taxas. As empresas do S&P 500, por outro lado, gastam menos de 10% do EBITDA sobre o serviço da dívida. Não é de surpreender que as ações small-caps tiveram desempenho inferior às ações large-caps em mais de 15% (cumulativamente) nos últimos dois anos.

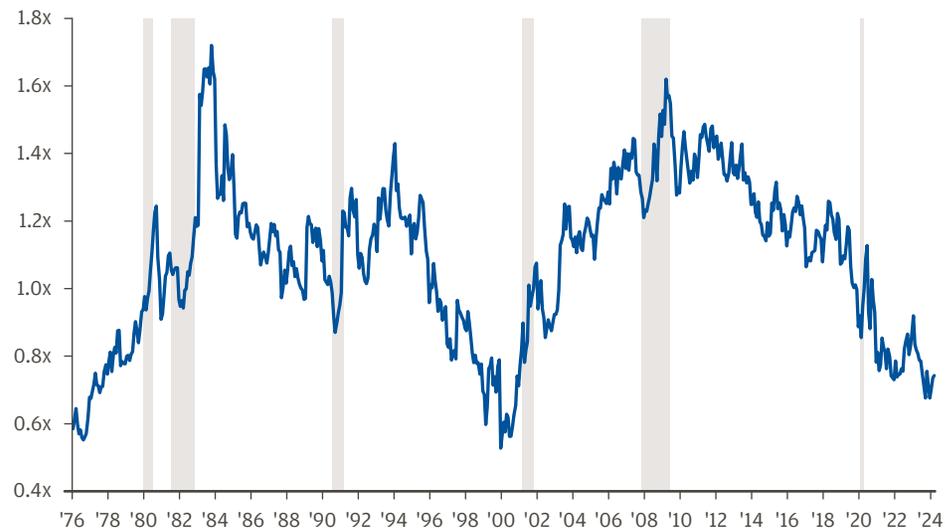
Embora um desconto de avaliação para ações SMID endividadas pareça razoável, o desconto quase recorde de hoje entre as ações SMID da mais alta qualidade não é. Esse desconto persiste mesmo que o nível superior de empresas SMID (medido pela margem de fluxo de caixa livre) seja competitivo com os de large-caps.

Além disso, vemos uma oportunidade crescente de adquirir ativos “herdados” de fundos com mais de 10 anos e em vias de extinção – um segmento do mercado de private equity que poderá crescer para US\$ 1 trilhão até 2025.⁷ Os descontos neste espaço podem chegar a 50% e a monetização é esperada dentro de dois ou três anos.

Por todas essas razões, os fundos secundários de private equity oferecem aos investidores possíveis retornos atrativos. Acreditamos que os benefícios do investimento secundário em private equity – que são eles próprios os efeitos de um ambiente de taxas mais altas – podem proporcionar possíveis retornos que são mais consistentes que os retornos tradicionais de private equity e acima dos equivalentes do mercado público para investidores sofisticados que entendem os aspectos de vantagens e desvantagens.

Um desconto quase recorde para ações small-caps pode oferecer uma abertura

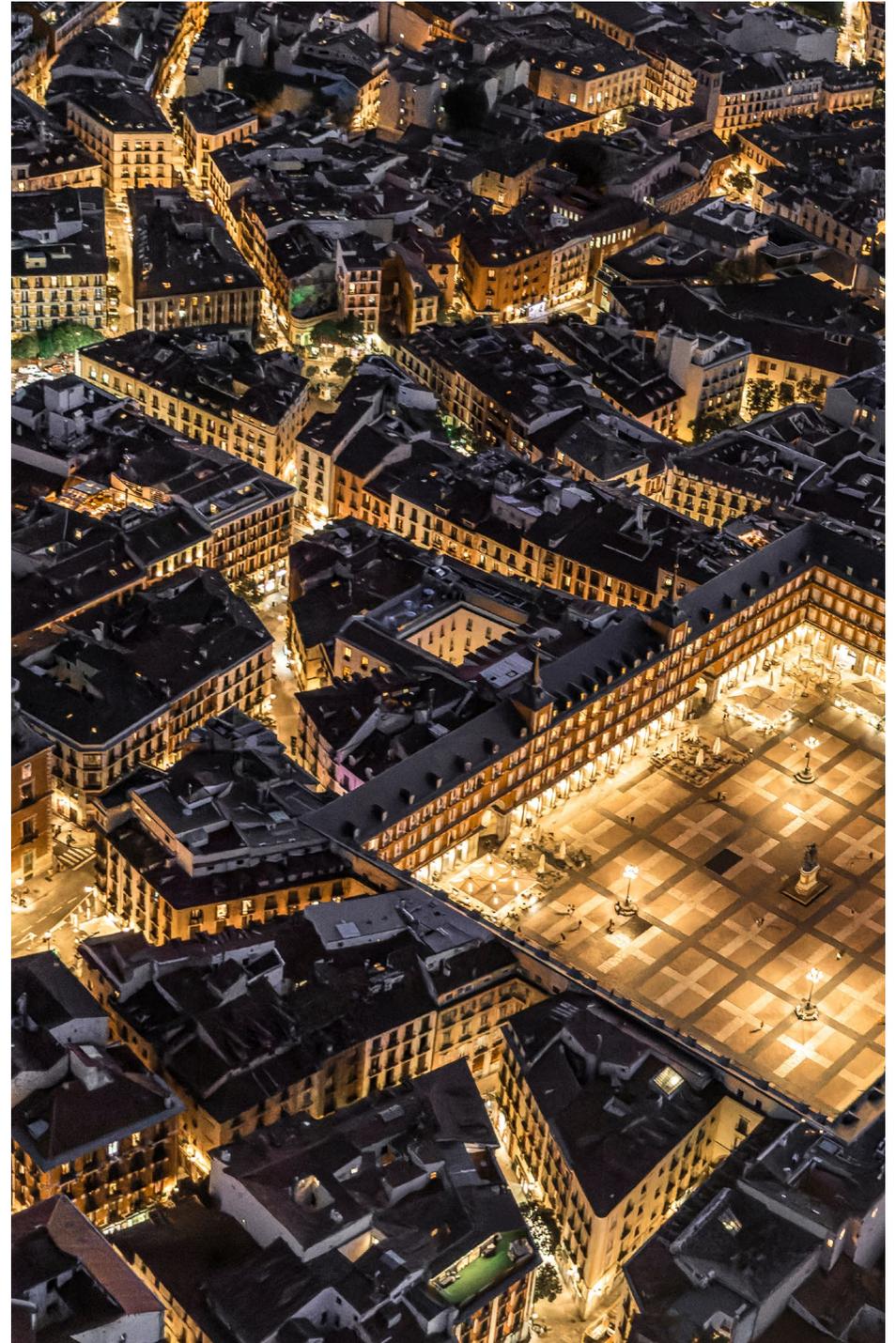
Quintil mais alto de margens de fluxo de caixa livre e relação P/L futuro em relação ao mesmo grupo em ações large-caps*

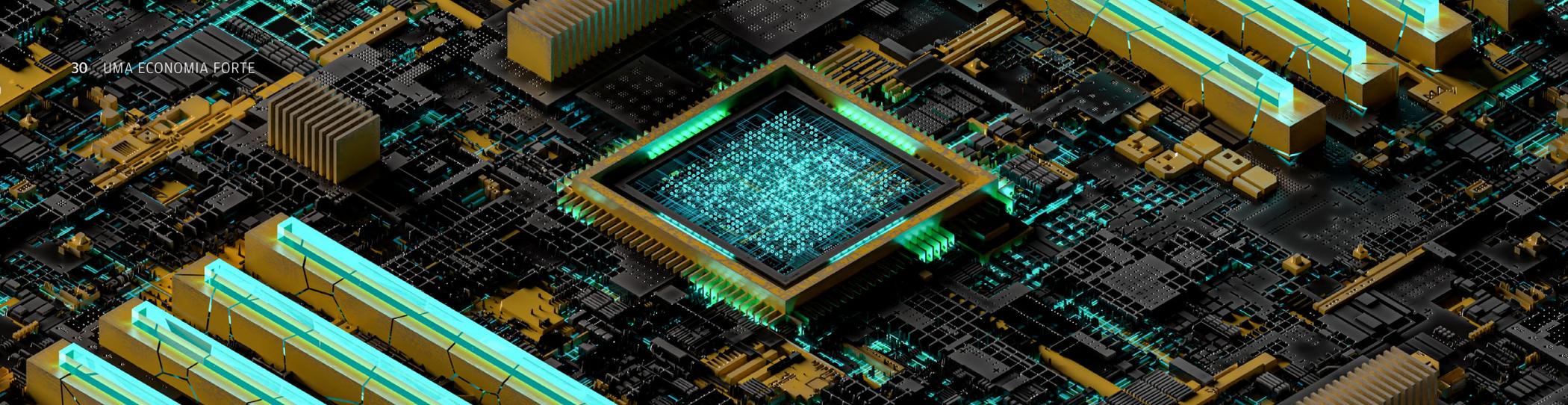


Fonte: Empirical Research Partners. Dados de 30 de abril de 2024. *Observação: Dados ponderados pela capitalização, ações small-caps (exceto commodities e biotecnologia).

Como resultado, este poderia ser um ponto de entrada interessante para construir uma carteira de empresas SMID de alta qualidade, gerenciadas ativamente e com valores atrativos. Acreditamos que alocar cerca de 5% a 10% da carteira global de ações de um investidor em ações SMID, assumindo um horizonte temporal adequado e tolerância ao risco, pode ser um acréscimo aos retornos ajustados ao risco.

Nestes três mercados - imobiliário, private equity e empresas SMID - a trajetória das taxas de juros será fundamental. Se as taxas de juros permanecerem altas por mais tempo, significará uma pressão contínua. No entanto, a pressão também pode gerar oportunidades. Se a inflação cair mais rapidamente que o esperado, permitindo um ciclo significativo de cortes nas taxas, as oportunidades podem não durar muito tempo.





A revolução da IA

Só está começando

A inteligência artificial (IA) já gerou uma onda de entusiasmo, investimento e crescimento dos lucros. Queremos investir a longo prazo em toda a cadeia de valor. Até o final desta década, evidências do aumento da produtividade da IA poderão começar a aparecer nos dados econômicos. Os ganhos de produtividade poderão ser ainda maiores do que o impacto combinado do computador e da Internet.

Na carta aos acionistas, nosso Chairman e CEO Jamie Dimon comparou a IA à máquina a vapor, à eletricidade e ao computador. Para entender como a revolução da IA poderá acontecer, consideramos esses precedentes históricos.

Os benefícios de produtividade não aparecem de uma hora para outra. Foram necessários mais de 60 anos para que a máquina a vapor proporcionasse algum benefício observável de produtividade em toda a economia. Com cada inovação tecnológica subsequente, o tempo para notar o aumento da produtividade diminuiu. Se esse padrão se mantiver, talvez notemos os benefícios da IA nas estatísticas econômicas oficiais até o final da década.

Isso significa que o impacto econômico da IA poderá ser sentido na metade do tempo que o computador e a Internet demoraram para gerar benefícios econômicos.

Até que ponto o aumento de produtividade que poderemos ver será grande? Para tentar responder a esta pergunta, modificamos uma estrutura do Fundo Monetário Internacional (FMI) que isola os possíveis empregos que poderiam ser substituídos pela IA. Usando as suposições do FMI sobre a duração e a escala da realocação de empregos, podemos gerar uma estimativa positiva do possível aumento de produtividade resultante da IA.⁸

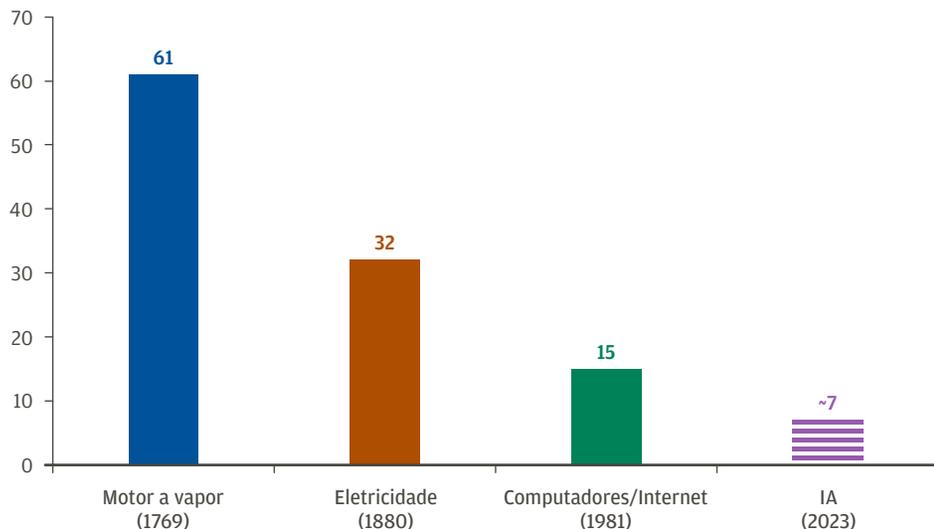
Se assumirmos que metade dos empregos vulneráveis nos Estados Unidos serão eliminados de forma automatizada ao longo dos próximos 20 anos, o ganho de produtividade cumulativo seria de quase 18%, ou US\$ 7 trilhões, além da atual projeção do PIB do Gabinete do Orçamento do Congresso (CBO). Para referência, o ganho acumulado de produtividade do computador e da Internet foi de pouco menos de 13% em um período semelhante.

Mas o que vai acontecer com os trabalhadores que correm o risco de serem substituídos pela IA? Embora a realocação de empregos possa ser grave para os trabalhadores em indústrias e regiões específicas, as melhorias tecnológicas globais provavelmente criarão mais empregos do que destruirão.

⁸ Para ser mais específico, o FMI calculou que cerca de 30% dos empregos nos EUA são possivelmente vulneráveis à realocação da IA, enquadrando-se na categoria de “alta exposição, baixa complementaridade”. Acreditamos que metade desses empregos (15% da força de trabalho dos EUA) será substituída pela IA nos próximos 20 anos e que o ritmo de realocação siga uma função sigmoide (ou seja, a clássica “curva S”). Ao fazer isso, estamos efetivamente diminuindo o total de horas trabalhadas na economia devido a essa realocação, o que resulta em um aumento mecânico da produtividade do trabalho, supondo que a produção permaneça inalterada. Mauro Cazzaniga, Florence Jaumotte, Longji Li, Giovanni Melina, Augustus J. Pantoni, Carlo Pizzinelli, Emma Rockall, and Marina M. Tavares, Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work, Fundo Monetário Internacional, janeiro de 2024.

Até os otimistas podem subestimar a velocidade dos ganhos de produtividade da IA

Anos desde a inovação até o aumento da produtividade



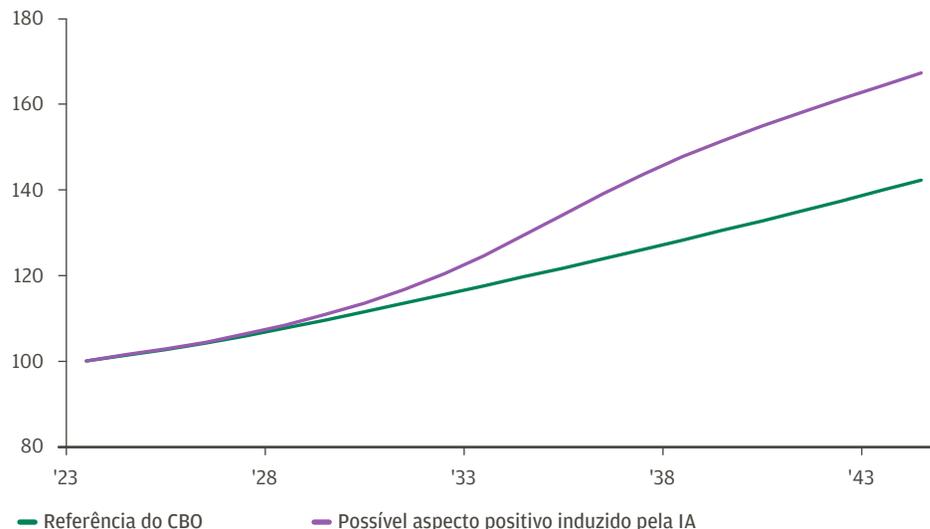
Fontes: Serviço de Recenseamento dos EUA, Pesquisa de Tendências de Negócios e Perspectivas, J.P. Morgan. Dados de novembro de 2023.

O setor agrícola dos EUA é um bom exemplo de mudança nas tendências de emprego. Em 1950, quase 15% de todos os empregos nos Estados Unidos estavam relacionados com a agricultura. Hoje, essa participação é inferior a 1,5%. Parece provável que a força de trabalho global se adapte às mudanças nas fontes de demanda de mão de obra, e as empresas que tiverem capacidade demonstrada para reter e melhorar as habilidades dos funcionários existentes deverão se beneficiar.

É claro que essas estimativas são imprecisas. A adoção da IA enfrentará muitos obstáculos, incluindo preocupações em torno do fornecimento de semicondutores avançados, questões legais e regulamentares, recursos energéticos e energia possivelmente limitada para data centers e a capacidade das empresas de otimizar possíveis casos de uso. Provavelmente serão necessárias políticas públicas centradas na formação profissional e na transição de trabalhadores vulneráveis para mitigar o sofrimento e a perturbação resultantes da realocação de empregos. As partes interessadas precisarão avaliar os custos e benefícios do aumento acentuado da utilização de energia e água necessária para a computação de IA.

A projeção atual do CBO talvez esteja avaliando mal os possíveis ganhos de produtividade da IA

Indexada em 100 para 2023, produtividade de trabalho nos EUA



Fontes: FMI, J.P. Morgan. Dados de 31 de janeiro de 2024. Observação: referência do CBO calculada usando a projeção do PIB real dividida pelo número de horas trabalhadas. A possível vantagem induzida pela IA é projetada presumindo que 15% dos empregos serão substituídos pela IA nos próximos 20 anos, o que é metade do que o FMI sugeriu na pesquisa.

Por último, as empresas precisarão equilibrar os novos casos de uso da IA com uma governança responsável.

Pode levar algum tempo até que os benefícios da IA apareçam nos dados econômicos tradicionais. Mas podemos ver que a revolução da IA já está afetando o comportamento, o investimento e os lucros das empresas. Embora menos de 5% das empresas dos EUA utilizem ativamente a IA (de acordo com dados do Census Bureau), as empresas que representam 50% da capitalização de mercado do S&P 500 mencionaram a IA nas previsões de lucros. Os governos de todo o mundo também são possíveis usuários inexplorados de aplicações de IA.

Entre as empresas de capital aberto, a primeira rodada de vencedores está intimamente ligada à fabricação de semicondutores e à computação em nuvem – a infraestrutura digital e física que alimenta a tecnologia de IA. A Nvidia, principal produtora de unidades de processamento gráfico que alimentam grandes modelos de linguagem, viu seus lucros aumentarem mais de 400% desde o final de 2021.

Apenas duas empresas, Alphabet e Microsoft, aumentaram as despesas de capital em US\$ 10 bilhões no primeiro trimestre de 2024, impressionantes três quartos de todo o aumento no capex do S&P 500.⁹

No entanto, os investidores estão começando a perceber que essa construção de infraestruturas será relativamente ampla, tanto porque a adoção aumentará como porque as cargas de trabalho de IA precisam de muito mais energia do que a computação tradicional. As estimativas sugerem que o uso do ChatGPT requer até 10 vezes mais energia do que uma pesquisa tradicional na Web. Além disso, parece provável que os data centers serão o maior contribuinte para o crescimento da procura de energia nos EUA até ao final desta década.

Na verdade, a produção industrial de equipamentos elétricos já regressou aos níveis de meados da década de 2000 e parece destinada a aumentar ainda mais. Até agora, em 2024, as empresas que fornecem aquecimento, refrigeração, equipamentos elétricos e imóveis para data centers tiveram desempenho superior.

Além dos beneficiários da construção de infraestruturas digitais e físicas, estamos concentrados em investir em empresas que possam se beneficiar de um aumento na produtividade (de indústrias como bens de consumo, finanças, transportes e energia), um aumento nas receitas (software, robótica, aplicações) ou ambos (fabricação, saúde). Os possíveis casos de uso da IA abrangem quase todos os setores.

Forte expansão: é provável que a IA aumente as fontes de receita, reduza o tempo de lançamento no mercado e diminua os custos

Aplicações setoriais de IA

Cuidados com a saúde	Finanças	Publicidade e conteúdo digital	Varejo e frete	Energia e setores industriais	Atendimento ao cliente	Business Intelligence
Implantes inteligentes (por exemplo: quadril e joelho)	Ofertas de fundos temáticos de IA	Eficiência no marketing	Compras em 3D e experimentação de produtos	Ferramentas de IA para pipelines	Análise do cliente	Ferramentas de desenvolvedor e código assistido
Imagens médicas	Novas ferramentas de precificação comercial	Segmentação aprimorada de anúncios	Robôs de calçada para entregas	Modelos geológicos	Reivindicações e registros de seguros	Consultoria relacionada à IA
Deteção de doenças	Gerar análises de carteiras de clientes	Mecanismo de recomendação	Eficiência da cadeia de suprimentos	Ferramentas de microrrede habilitadas para IA	Transcrever e resumir	Interface de casa inteligente integrada
Medicina personalizada	Preços comerciais automatizados, execução	Maior conversão de anúncios	Gestão de inventário	Análise de uso de energia	Integração do cliente	Automatizar tarefas de back office
Identificação de biomarcadores	Gerenciamento de portfólios de IA	Dinâmica do leilão de anúncios	Previsão de demanda	Melhorias no comércio de energia		Prevenção e proteção contra fraudes
Desenvolvimento de novos medicamentos	Aumentar a velocidade de negociação	Criação de conteúdo	Capacidades de encaminhamento de caminhões	Agendamento de mão de obra		Recursos de segurança cibernética
Análise de dados genômicos	Venda cruzada de produtos	Itinerários de viagem personalizados	Maior utilização da frota	Otimização de reservatórios		Avaliação e gerenciamento de riscos
Ferramentas de ponto de atendimento médico		Desenvolvimento de videogame	Redes de frotas autônomas	Deteção de vazamentos e rastreamento de emissões		Análise de dados acelerada
						Modelagem preditiva

Fontes: J.P. Morgan, Morgan Stanley. Dados de 31 de março de 2024.

9 Michael Goldstein. Capital Spending Growth Accelerates: An Early Warning Sign? Empirical Research Partners, 2024.

Nos mercados privados, esperamos encontrar oportunidades de investimento em empresas mais jovens que estejam desenvolvendo aplicativos que tornarão a tecnologia de IA útil para empresas e consumidores, ou naquelas que estejam inovando com a “IA de ponta”, onde os cálculos ocorrem na origem dos dados (por exemplo, um smartphone, carro, dispositivo médico ou máquina industrial) e não na nuvem. Muitas dessas empresas provavelmente nem existem ainda.

Acreditamos que os investidores devem abordar a revolução da IA com uma mentalidade paciente e de longo prazo, construindo exposição a possíveis beneficiários em todos os setores e regiões, nos espaços públicos e privados. É difícil exagerar a oportunidade em potencial.

A procura significativa e crescente da IA por fontes de energia apoia a eletrificação

Produção de equipamentos elétricos, indexada a 100 em 2017, média móvel de 6 meses



Fontes: Federal Reserve Board, Haver Analytics. Dados de 30 de abril de 2024.





Um mundo frágil

Embora nossas perspectivas econômicas e de mercado sejam construtivas, reconhecemos duas grandes fontes de incerteza: as eleições nos EUA e o risco geopolítico.

Eleições nos EUA

Provavelmente será favorável ao mercado, mas com taxas de imposto pessoal mais elevadas a médio prazo

Pela primeira vez desde 1892, os dois principais candidatos nas próximas eleições presidenciais já foram presidentes e já fizeram campanha um contra o outro.

Do ponto de vista do investidor, salientamos que os mercados tiveram um bom desempenho durante os mandatos dos dois candidatos.

Desde a eleição de Donald Trump em 2016 até o dia das eleições de 2020, as ações large-caps dos EUA registaram um retorno anual de 15,6% (contra uma média de longo prazo de quase 9%). Desde a eleição de Joe Biden em 2020 até hoje, as ações large-caps dos EUA registraram um retorno anual de 12,4%. Nesses dois períodos não faltaram incertezas políticas, econômicas e sociais. Mas, no fim, os fundamentos econômicos e de lucros impulsionaram a alta dos mercados de ações e o presidente

teve uma influência relativamente menor sobre os retornos do mercado. Esperamos algo similar nos próximos quatro anos.

Dito isso, é provável que cada candidato promulgue políticas muito diferentes em cinco áreas importantes (impostos, tarifas, energia, saúde e regulamentação). Do ponto de vista do mercado global, a possível posição mais importante pode ser a proposta lançada por Trump de tarifar todas as importações de bens a uma taxa de até 10%.



Propostas políticas das eleições nos EUA: o que podemos esperar?

Possíveis posições sobre questões-chave

Questões Principais	Possível postura de Biden	Possível postura de Trump
 Impostos	<p>Possível extensão parcial dos cortes fiscais de 2017. Maior chance de impostos mais altos sobre indivíduos de alto patrimônio e empresas.</p>	<p>Prolongar os cortes fiscais de 2017 com compensações parciais da redução dos gastos governamentais.</p>
 Tarifas	<p>Continuação da dureza com o status quo da China.</p>	<p>Aumentar as tarifas sobre os parceiros comerciais, especialmente a China.</p>
 Defesa	<p>Provável ênfase constante em alianças e multilateralismo.</p>	<p>Possível impulso para maior autossuficiência por parte dos membros da OTAN.</p>
 Energia	<p>Intenção de reduzir as emissões e aumentar a eficiência energética. Aumento dos impostos sobre a indústria de combustíveis fósseis.</p>	<p>Intenção de aumentar a produção de energia tradicional por meio de perfurações em territórios federais e ampliação de oleodutos.</p>
 Cuidados com a saúde	<p>Objetivo de proteger e desenvolver a Lei de Cuidados Acessíveis.</p>	<p>Desfazer a Lei de Cuidados Acessíveis.</p>
 Regulamentação	<p>Regulamentação reforçada de energia, tecnologia e serviços financeiros.</p>	<p>Reduzir a regulamentação dos serviços energéticos e financeiros.</p>

Fontes: Tax Foundation, J.P. Morgan. Opiniões de 30 de abril de 2024.

Mercados que poderiam ser mais sensíveis aos resultados políticos



Ações small-caps e mid-caps

o que provavelmente acolheria favoravelmente a perspectiva de regulamentações menos onerosas

O dólar americano

o que provavelmente se fortaleceria se as tarifas se tornarem mais prováveis

Energia limpa e energia tradicional

o que provavelmente reagiria ao potencial de subsídios contínuos ou aumento da produção de petróleo

Acreditamos que um risco para os investidores é que nenhum dos candidatos seja fiscalmente conservador. O quadro da dívida federal e do déficit dos EUA provavelmente vai se deteriorar ainda mais. No curto prazo, isso pode aumentar a volatilidade do mercado. Durante um período mais longo, serão necessários impostos mais elevados para ajudar a reduzir o peso da dívida federal. A dívida federal dos EUA já representa 100% do PIB e o CBO estima que essa proporção suba para 120% nos próximos 10 anos. As despesas com juros do governo dos EUA poderão aumentar para US\$ 900 bilhões este ano, ou quase 3% do PIB.¹⁰

Ao mesmo tempo, a arrecadação de impostos do governo federal dos EUA equivale a menos de 30% do PIB, a porcentagem mais baixa entre as economias do G-10.

Finalmente, se a Lei de Reduções de Impostos e Empregos (TCJA) expirar após 2025 conforme previsto (um cenário possível se os líderes em Washington sob controle do partido dividido não conseguirem chegar a um acordo), a taxa marginal de imposto de nível superior aumentará para 39,6% (de 37% hoje), e a isenção vitalícia do imposto sobre bens e doações será reduzida pela metade, para cerca de US\$ 7 milhões por pessoa (US\$ 13,61 milhões hoje).

10 Alec Phillips, Tim Krupa. US Economics Analyst: The Fiscal Outlook: Not Good, But a Little Better. Goldman Sachs, 2024.

Foco do investidor na eficiência tributária

Se as taxas de imposto mais elevadas nos EUA parecem inevitáveis (o que é verdade), então os investidores norte-americanos deveriam valorizar a eficiência fiscal não apenas nas carteiras de investimento, mas em todos os balanços. Chamamos essa prática de “gestão de patrimônio com consciência fiscal”.

Os contribuintes dos EUA podem manter uma parte maior do que ganham nos mercados com a localização de ativos, a colheita de prejuízos fiscais, levantamentos inteligentes, técnicas de planejamento integradas e empréstimos sofisticados.

Considerando primeiro a alocação de ativos, achamos que os contribuintes dos EUA deveriam se concentrar em colocar ativos eficientes em termos fiscais, tais como ações, títulos municipais, ações preferenciais e private equity em contas tributáveis. As estratégias de colheita de prejuízos fiscais podem ampliar as declarações após impostos nas contas tributáveis. Ativos fiscais “inefcazes” que geram a maior parte do retorno a partir de receitas de juros ou ganhos de capital de curto prazo (pense em crédito privado, alguns fundos de hedge e títulos de alto rendimento) seriam melhor colocados em contas com impostos diferidos, como IRAs ou, possivelmente, anuidades variáveis de baixo custo.

Ser cuidadoso sobre “onde” manter certos investimentos pode resultar em economias fiscais significativas para os investidores.

A gestão de patrimônio com consciência fiscal inclui uma série de abordagens de planejamento que podem ser ainda mais poderosas do que a localização de ativos. Acelerar o rendimento tributável antes do vencimento das taxas de imposto mais baixas do TCJA (pense nas conversões de Roth) pode ser uma estratégia prudente, dependendo da sua situação. A doação de ações apreciadas a longo prazo para instituições de caridade oferece um benefício fiscal duplo: evitar impostos sobre ganhos embutidos e oferecer uma dedução aos seus outros rendimentos tributáveis. Para aqueles com bens tributáveis, presentear a família com exclusões anuais ou vitalícias pode ter um impacto material após os impostos, uma vez que retira o crescimento futuro do seu balanço.

Por último, os empréstimos também podem funcionar como uma alavanca estratégica para equilibrar fluxos de caixa irregulares (evitando eventos tributáveis e mantendo a exposição ao mercado). Como alternativa, se estiver devidamente estruturado, os juros pagos sobre os empréstimos podem servir como dedução e compensação ao rendimento tributável do investimento.

Em resumo: Não deixe que as eleições atrapalhem seu plano de longo prazo. Concentre-se no que você pode controlar.





Geopolítica: o risco é real – assim como a oportunidade de investimento

Eventos geopolíticos e retornos de mercado

Em primeiro lugar, os investidores devem lembrar que os acontecimentos geopolíticos muito raramente deixam um impacto negativo duradouro nos mercados de ações large-caps dos EUA (como demonstrou a pesquisa do nosso Presidente de Estratégia de Mercado e Investimento, Michael Cembalest).¹¹ É por esse motivo que carteiras de investimento de longo prazo devidamente diversificadas estão normalmente bem isoladas de acontecimentos desestabilizadores, tais como guerras, invasões, ataques terroristas, golpes de estado, referendos e assassinatos de líderes políticos.

A geopolítica e o potencial de conflito global apresentam o segundo risco principal para os mercados no segundo semestre de 2024.

11 J.P. Morgan, Michael Cembalest, Eye on the Market, 14 de novembro de 2023, Apêndice.

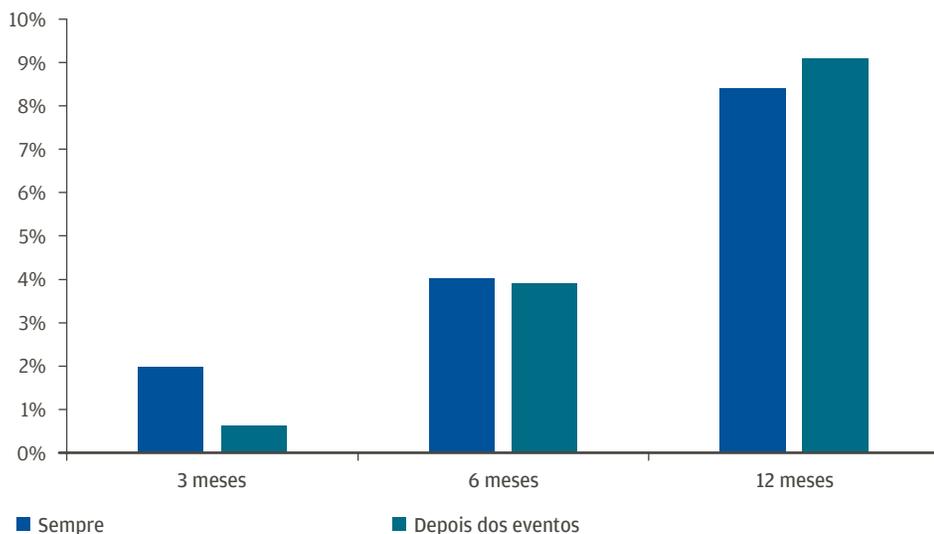
Examinamos 36 desses eventos desde o início da Segunda Guerra Mundial. Descobrimos que os retornos futuros de 6 e 12 meses após esses eventos são idênticos aos retornos médios durante períodos em que não houve nenhum evento geopolítico notável.

Dito isso, a geopolítica pode ter impactos profundos no mercado local. Por exemplo, as ações small-caps alemãs tiveram um desempenho bem inferior ao dos pares alemães de grande capitalização e globais, em grande parte devido à invasão da Ucrânia pela Rússia e à subsequente interrupção do fornecimento de energia.

Para investidores mais táticos em busca de hedge, o ouro e o petróleo bruto se destacam. Esses ativos costumam subir a curto prazo antes e incluindo um evento geopolítico. Além disso, depois de o evento geopolítico passar, essas coberturas tendem a diminuir de valor conforme os investidores expiram e voltam para ativos de risco.

As ações large-caps foram protegidas dos choques

Retorno médio do S&P e eventos geopolíticos, %



Fontes: S&P, Haver Analytics. Dados de 31 de dezembro de 2023.

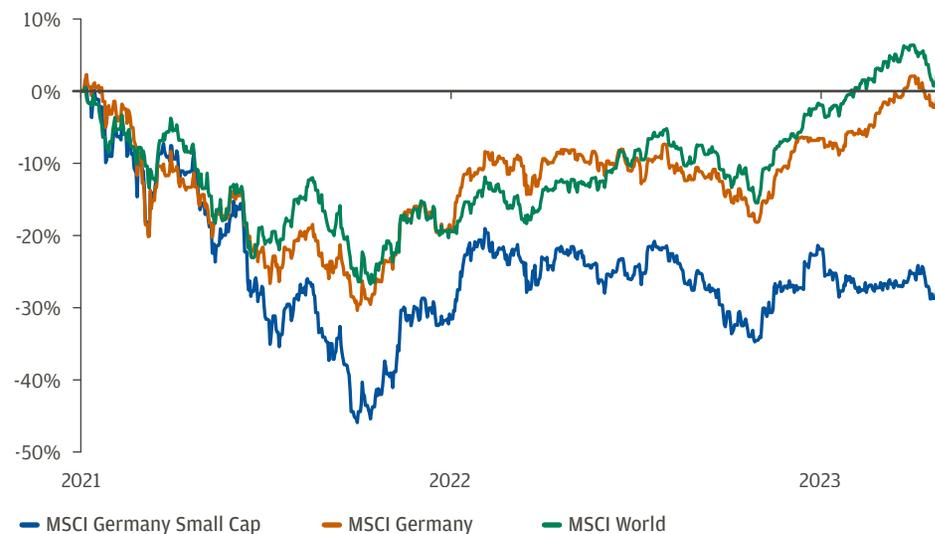
Esse padrão sublinha a necessidade de gerenciar ativamente essas exposições, que muitas vezes se expressam melhor por meio de options e outros derivativos. No curto prazo, vemos perspectivas de retorno muito fortes para o ouro. Isso reflete o prêmio de risco geopolítico da mercadoria e a procura por parte dos bancos centrais globais que pretendem diversificar as reservas em relação ao dólar dos EUA. Os investidores táticos devem tomar nota.

Os mercados provavelmente continuarão cautelosos com novos conflitos, mas não acreditamos que esses riscos interfiram na nossa visão geral. A diversificação pode ajudar a mitigar o risco geopolítico para a maioria dos investidores.

Uma lição: os investidores que concentraram a exposição provavelmente têm mais a temer os riscos geopolíticos do que os investidores em carteiras globalmente diversificadas.

Eventos geopolíticos podem ter impactos locais agudos

Desempenho acumulado desde janeiro de 2022, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dados de 30 de abril de 2024.

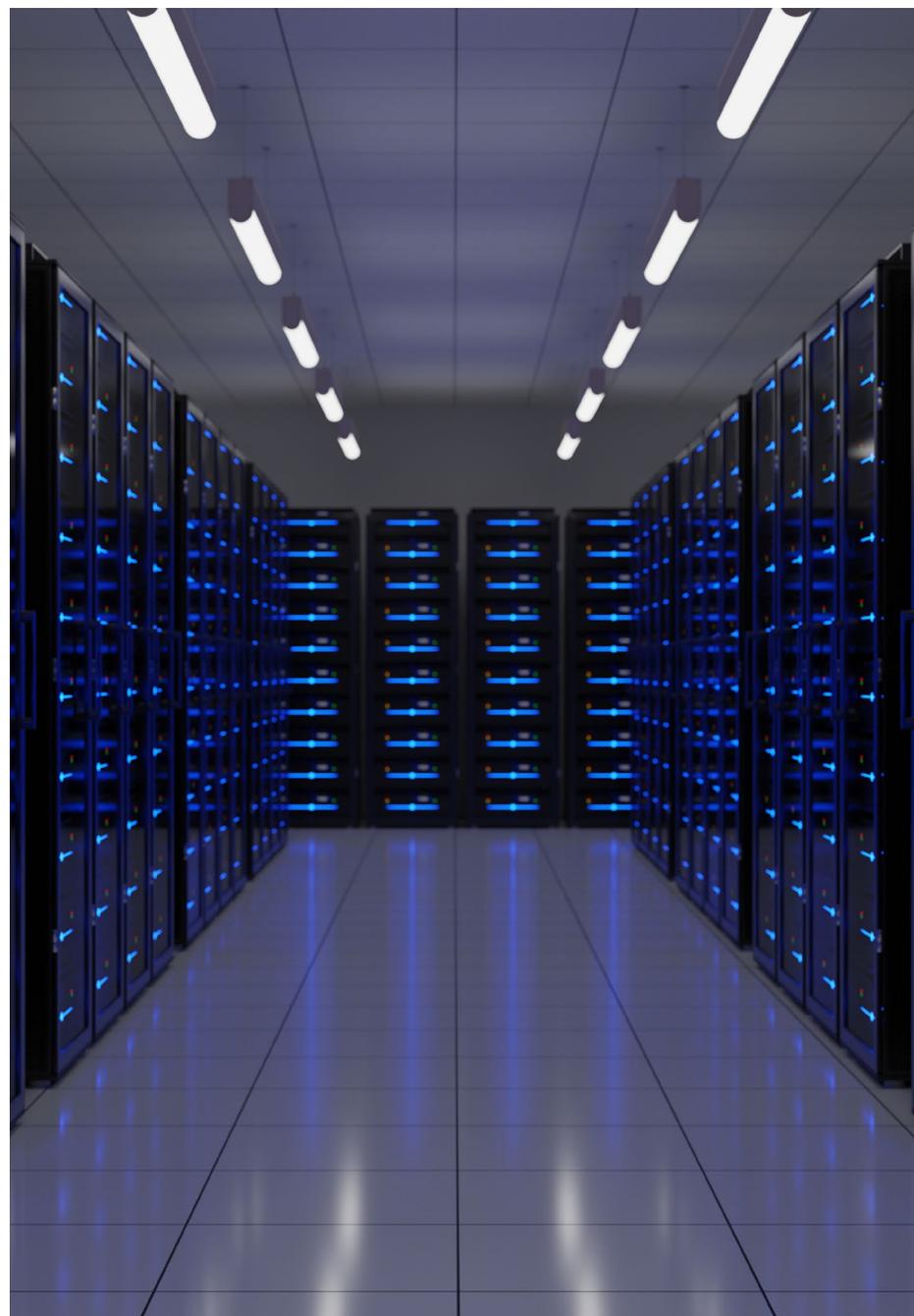
Além do risco geopolítico agudo, acreditamos que muitos países grandes e economicamente significativos terão um interesse duradouro em reforçar a segurança nacional em três áreas importantes:

01 Defesa

02 Cadeias de suprimentos

03 Energia

Estas são tendências globais de longo prazo que exigirão uma abordagem estratégica por parte dos investidores.



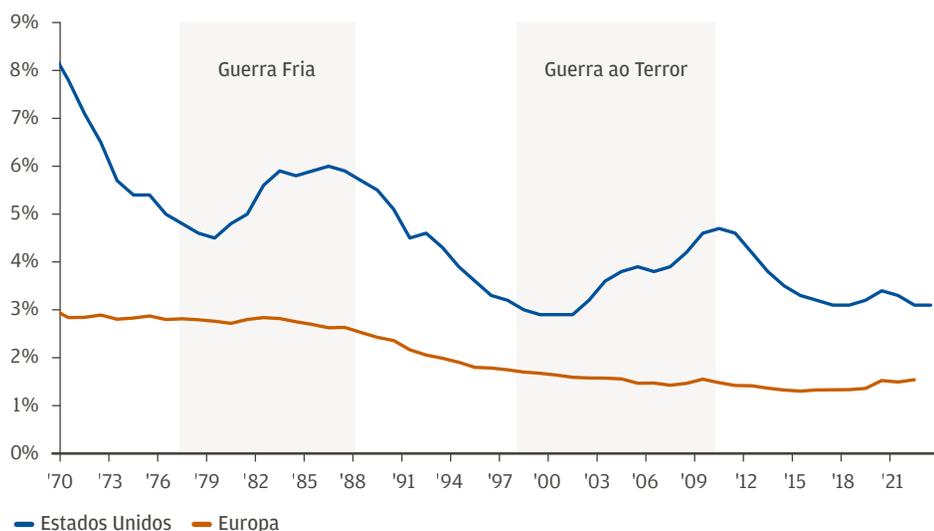
Defesa

Os gastos com defesa dos EUA em percentagem do PIB estão nos valores mínimos pós-Segunda Guerra Mundial, apesar do inevitável aumento do conflito global. Apenas 12 países da OTAN cumprem atualmente suas obrigações em matéria de despesas de defesa; espera-se que mais sete aumentem seus gastos este ano. Acreditamos que esse declínio de décadas será revertido.

Ao mesmo tempo, os governos, as empresas e as famílias precisam se proteger contra ameaças cibernéticas. Violações da segurança cibernética ocorrem quase diariamente e os danos associados aumentaram com a frequência dos ataques. O custo médio de uma única violação de dados passou de US\$ 3,62 milhões em 2017 para US\$ 4,45 milhões em 2023 – um aumento de 23%. Os governos e as empresas precisarão continuar incrementando os gastos com segurança cibernética. Embora já represente 12% dos orçamentos tecnológicos empresariais, essa porcentagem deverá crescer durante o resto da década.

Os riscos geopolíticos catalisaram ciclos de gastos com defesa que duraram uma década

Gastos com defesa dos EUA em % do PIB



Fontes: Escritório de Orçamento do Congresso dos EUA, Banco Mundial, Haver Analytics. Dados de dezembro de 2023.

Cadeias de suprimentos

Seria possível dizer que a guerra comercial entre EUA e China que começou em 2018 foi o primeiro ato de um esforço mais orquestrado dos fazedores de políticas para influenciar o comércio global e diversificar fontes de bens e materiais críticos longe da China.

Durante a pandemia, a fragilidade da cadeia de suprimentos desafiou as operações das empresas e ajudou a aumentar a inflação. Hoje, as cadeias de suprimentos são consideravelmente mais resilientes. Algumas mudanças na cadeia de suprimentos pós-pandemia beneficiaram países como o México, o Vietnã e a Índia. Ainda assim, os fazedores de políticas continuam a se concentrar nas fontes de abastecimento de bens que são essenciais para a segurança nacional.

Notavelmente, a China ainda é a maior fonte de importações de produtos de tecnologia avançada dos EUA, com mais de US\$ 165 bilhões por ano. Continuamos esperando mais atritos comerciais em torno de produtos de tecnologia avançada, o que poderá resultar em tarifas mais amplas e em novas mudanças à custa das empresas chinesas.

Além disso, os governos provavelmente continuarão incentivando a produção nacional de produtos essenciais, como semicondutores e baterias. A Lei de Redução da Inflação (IRA), concebida para isso, já provocou um aumento na construção de instalações fabris nos Estados Unidos.





Energia

A invasão da Ucrânia pela Rússia comprometeu o acesso europeu ao gás natural, e a transição energética exige investimento na produção interna de energias renováveis. Esperamos que os gastos com tecnologia de energia limpa mais que dupliquem até 2030, para US\$ 4,6 trilhões. As infraestruturas energéticas (por exemplo, usinas elétricas e armazenamento de energia) e os transportes (por exemplo, gasodutos, transportadores de gás natural liquefeito) continuarão atraindo novos investimentos.

Essa tendência, em conjunto com a Lei de Redução da Inflação e a revolução da IA, é promissora para as infraestruturas nacionais, bem como para os ativos de energia e energia elétrica. Na verdade, desde a aprovação do IRA, os investimentos anunciados em energia limpa nos EUA atingiram US\$ 473 bilhões – representando cerca de 152 instalações novas (ou ampliadas) de produção solar, eólica e de baterias.

Assim como na IA, investir nessas áreas exigirá uma combinação de alocações de capital público e privado. Como já discutimos, essas são tendências de investimento estratégico de longo prazo que exigem um compromisso paciente de capital.

CONCLUSÃO

Fragilidade geopolítica, **força econômica.**

Mesmo que a inflação permaneça rígida, outras variáveis macroeconômicas e de mercado nas economias desenvolvidas parecem notavelmente sólidas. As empresas ignoraram taxas mais altas. Os lucros estão prestes a crescer. Os mercados de trabalho encontram a oferta e a procura em um equilíbrio razoável.

Os mercados provavelmente encontrarão um impulso renovado em uma economia global robusta. Esperamos que as ações globais impulsionem os retornos da carteira durante o resto do ano. E se o crescimento global falhar, os títulos podem fornecer lastro à carteira. Os investidores devem se sentir confiantes de que os ativos serão capazes de desempenhar a sua função em carteiras de investimento de longo prazo e baseadas em objetivos.

Uma economia forte em um mundo frágil. Em suma, é um cenário saudável para os investidores enquanto se preparam para o segundo semestre de 2024.

Perspectivas globais

DESTACAMOS TRÊS ÁREAS DE OPORTUNIDADE PARA INVESTIDORES GLOBAIS:

01 As empresas estão recomprando ações, o consumidor está saudável... é um novo capítulo para a Europa corporativa.

02 A América Latina fornece matérias-primas essenciais para as transições energética e digital, e os investidores têm diversas possibilidades de se beneficiar.

03 No meio de uma fuga à deflação e da reforma empresarial, as ações japonesas oferecem uma oportunidade atraente.

Acreditamos que o rali global das ações continuará se expandindo em 2024 para novas regiões (além dos Estados Unidos) e capitalizações de mercado (além das queridinhas mega-caps).



Europa

Escrevendo um novo capítulo para a Europa corporativa

No auge da crise financeira global e da crise da dívida soberana, alguns anos mais tarde, muitas empresas europeias reduziram os dividendos. Os acionistas não ficaram satisfeitos, mas não havia muito que pudessem fazer. Avancemos para o início de 2024. Os credores e empresas europeias de todos os setores determinaram que os balanços eram suficientemente fortes para distribuir capital aos acionistas.

Não cometa erros: é um novo capítulo para a Europa corporativa. As empresas se tornaram muito mais amigas dos acionistas. A principal evidência, ainda mais do que o aumento dos dividendos: as empresas estão recomprando as ações. As recompras são, há muito tempo, uma característica dos mercados dos EUA, reforçando o desempenho superior das ações dos EUA ao longo dos anos. Mas a prática tem sido tradicionalmente muito menos comum no continente. Ao mesmo tempo, a emissão de capital líquido europeu ficou negativa, outro benefício para os acionistas.

A tendência para uma gestão empresarial favorável aos acionistas – subestimada pelos participantes no mercado – une forças com a melhoria dos fundamentos econômicos na Zona do Euro. O consumidor está saudável, apoiado pelo aumento dos salários. As perspectivas para os lucros das empresas são positivas. Por último, as taxas de juros parecem destinadas a diminuir, proporcionando um vento favorável para os consumidores e as empresas. Até o final do ano, provavelmente teremos visto mais cortes nas taxas por parte do ECB do que por parte do Fed.

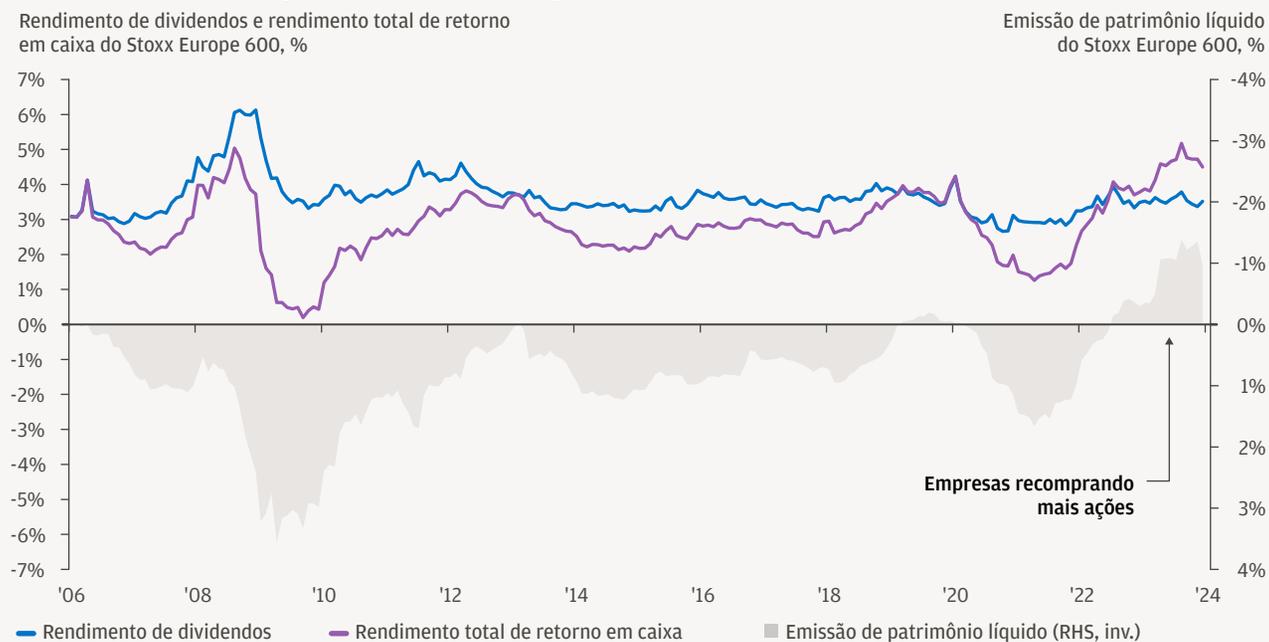
Tudo isso contribui para um ambiente favorável às ações europeias. Também afirma a nossa visão de que a recuperação das ações globais continuará se expandindo ao longo de 2024, a novas regiões (além dos Estados Unidos) e capitalizações de mercado (além das queridinhas mega-caps).

Os analistas otimistas das ações europeias foram prejudicados no passado, é claro, pois as ações europeias não corresponderam às expectativas. Mas achamos que os mercados europeus estão em um ponto de inflexão, por razões estruturais e cíclicas. Uma gestão empresarial favorável aos acionistas representa uma grande mudança estrutural. E como os setores cíclicos dominam os mercados europeus, um catalisador pró-cíclico, como um corte nas taxas, poderia despertar o interesse de novos investidores na região.

Mudança estrutural: empresas favoráveis aos acionistas

Um gráfico capta a essência da mudança estrutural:

Rompendo com a tradição: as recompras de ações estão aumentando



Fontes: Fluxo de dados, Haver Analytics, Goldman Sachs Investment Research, J.P. Morgan. Dados de 29 de fevereiro de 2024.



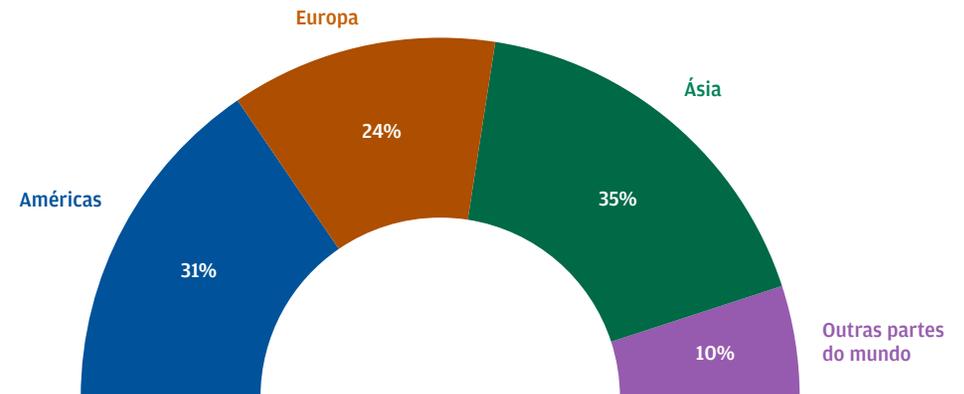
Durante décadas, as empresas europeias sofreram com um crescimento econômico anêmico e balanços fracos, dependentes de um setor bancário frágil. Ano após ano, as empresas emitiram ações enquanto crises praticamente consecutivas atingiam empresas e mercados. Em resposta, muitos investidores globais reduziram as exposições europeias. Muitas vezes, eles não olharam para trás.

Mas nos trimestres mais recentes, os investidores passaram a apreciar as mudanças favoráveis aos acionistas. (Uma mudança semelhante está ocorrendo no Japão, como discutimos em um artigo complementar de nossas *Perspectivas Globais*.)

Do ponto de vista do investidor, uma recompra de ações sinaliza confiança corporativa, um alinhamento dos interesses da administração e dos acionistas. Como as recompras reduzem o número de ações no mercado, criam um equilíbrio mais favorável entre oferta e procura para os investidores.

Por último, esperamos que os investidores reconheçam cada vez mais que as principais empresas europeias, as “campeãs nacionais” da região, vendem a uma base de consumidores verdadeiramente global. Elas tendem a se beneficiar de uma economia global que resistiu melhor a um ambiente de taxas de juros mais altas do que muitos esperavam. Acreditamos que a economia europeia permanecerá resiliente durante o próximo ano.

Uma base global de clientes impulsiona os “Campeões Nacionais” da Europa
Exposição de receitas em 2023 dos Campeões Nacionais da Europa por região



Fontes: Relatórios da empresa, Bloomberg Finance LP, J.P. Morgan. Dados de 31 de dezembro de 2023. Observação: os Campeões Nacionais europeus se referem a Safran, Schneider Electric, LVMH, Hermes, Ferrari, Novo Nordisk e ASML.

A economia está crescendo - e os salários reais também

Em todos os setores e empresas, a melhoria dos fundamentos econômicos oferece o potencial para um crescimento econômico mais forte e, por sua vez, para um aumento das receitas e dos lucros.

O PIB da Zona do Euro no primeiro trimestre expandiu 0,5% em relação ao ano anterior, acima do crescimento praticamente zero no segundo semestre de 2023. O Índice Composto de Gestores de Compras (PMI) da área do euro subiu para 50,3 em março, a primeira vez que a pesquisa esteve em território expansionista desde maio de 2023.¹² Esperamos que o crescimento da Zona do Euro acelere para 1% até ao final de 2024.

Além disso, o crescimento real dos salários de quase 2% vai impulsionar a economia e os lucros das empresas. Isso representa um aumento em relação aos -6% de um ano atrás e quase o dobro da média pré-pandemia. Os consumidores têm dinheiro para gastar.

Por fim, notamos um enfraquecimento das condições financeiras e de crédito mais restritivas. Na última pesquisa do ECB sobre o mercado de crédito, o número líquido de bancos que relataram um aumento da restrição dos padrões de crédito caiu para zero pela primeira vez em quatro anos.

Reconhecemos os riscos da nossa perspectiva. A concorrência dos fabricantes chineses representa uma ameaça significativa para as empresas europeias. A montadora chinesa de veículos elétricos BYD, por exemplo, pode se revelar uma forte rival das montadoras alemãs.

Depois, existem riscos geopolíticos. A invasão da Ucrânia pela Rússia e a subsequente crise energética aumentaram os riscos da dependência da Europa em relação às importações de energia. O conflito no Mar Vermelho sobrecarregou as rotas marítimas, aumentando os custos dos produtos energéticos.



O crescimento real dos salários de quase 2% impulsionará a economia e os lucros das empresas.

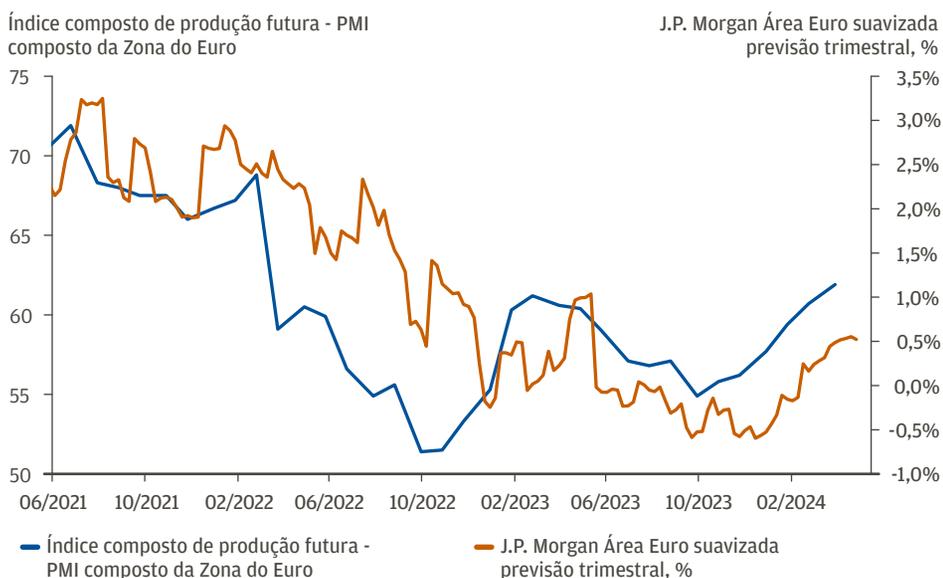
Isso representa um aumento em relação aos -6% de um ano atrás e quase o dobro da média pré-pandemia.



¹² S&P Global, Bloomberg Finance L.P. Dados de abril de 2024.

Como o Oriente Médio é responsável por cerca de um terço da produção mundial de petróleo, a escalada das tensões na região poderá ser desestabilizadora. Em particular, uma interrupção no transporte de petróleo no importante Estreito de Ormuz poderá fazer subir os preços do petróleo e a inflação geral. Subsistem preocupações com relação à capacidade da região de diversificar o fornecimento de energia longe do petróleo estrangeiro, especialmente na medida em que os fabricantes de automóveis europeus lutam para vender veículos elétricos a preços competitivos.

Os fundamentos do crescimento europeu parecem preparados para se fortalecer



Fontes: J.P. Morgan, S&P Global, Bloomberg Finance L.P. Dados de abril de 2024. Observação: o J.P. Morgan suavizou o nowcast trimestral e analisa todos os dados macroeconômico de um país para produzir um crescimento trimestral anualizado do PIB.

Uma recuperação acionária cada vez mais ampla

Durante algum tempo, os investidores têm sido bem servidos por uma ponderação excessiva em ações dos EUA. Acreditamos que essa abordagem ainda faz sentido a longo prazo. Mas especialmente conforme a recuperação das ações se expande para novas regiões, a melhoria dos fundamentos econômicos e a gestão empresarial favorável aos acionistas na Zona do Euro oferecem o potencial para retornos atraentes em 2024 e além. Os investidores vão querer ficar atentos.





América Latina

Demanda forte, oferta escassa: Extraindo lucros de matérias-primas essenciais

Os proprietários de veículos elétricos sabem como é: a busca ansiosa por uma estação de carregamento próxima e o pouco tempo disponível. Eles também podem compreender que o lítio, um elemento-chave na fabricação de baterias para veículos elétricos, tem estado terrivelmente escasso.

O que quase ninguém sabe: uma vasta gama de matérias-primas cruciais para as transições energética e digital (incluindo a ascensão da IA), bem como para a segurança amplamente definida (segurança nacional, segurança cibernética, segurança energética), está concentrada em alguns países da América Latina.

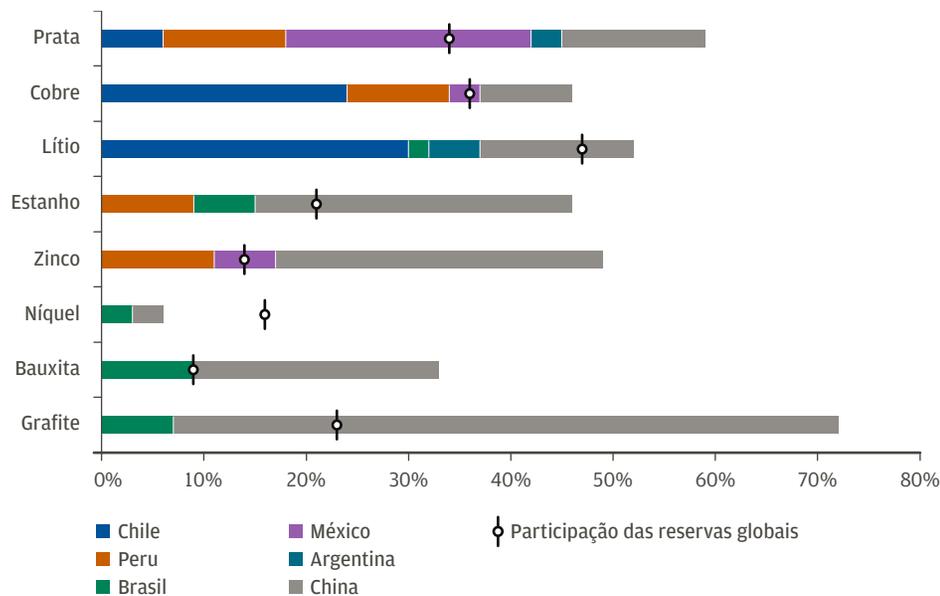
O Chile e o Peru produzem 40% do fornecimento global de cobre, enquanto o Chile e a Argentina fornecem 32% do lítio mundial. As matérias-primas vitais (principalmente cobre, lítio, cobalto e níquel) têm uma procura alta e crescente e uma oferta relativamente escassa.

As implicações do papel dominante da América Latina em termos de investimento são abrangentes. O conjunto de oportunidades inclui investimento estrangeiro direto na região, ações de gigantes globais de mineração e empresas listadas publicamente na bolsa que se beneficiam da atividade econômica na região.

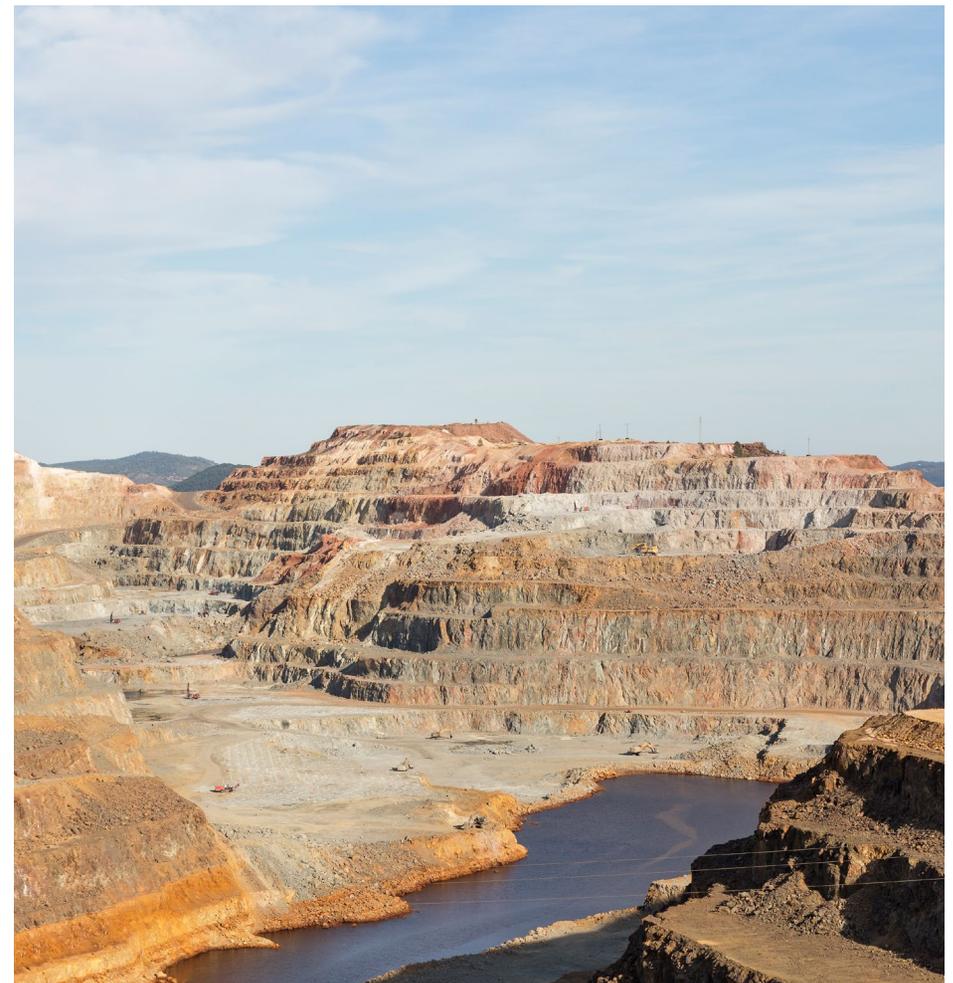
A América Latina há muito capitaliza os recursos naturais, sendo a mineração responsável pela maior parte das balanças comerciais dos principais países. Acreditamos que a oportunidade secular oferecida pelas transições digital e energética aumenta o potencial para um maior crescimento das exportações.

Alguns países controlam uma parte significativa das principais reservas minerais

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



Fontes: Resumos de commodities minerais, Departamento do Interior dos EUA, Serviço Geológico dos EUA. Observação: os números são estimativas. Dados de 31 de dezembro de 2022.



Demanda crescente

O cobre e o lítio podem ser as duas matérias-primas mais importantes para essas transições. O cobre desempenha um papel fundamental nos sistemas de energia solar, hídrica e eólica. E, na IA, é revolucionário: um data center de IA requer três vezes mais energia que um data center tradicional, de acordo com um relatório recente do J.P. Morgan Investment Bank, e, portanto, precisará de muito mais cobre. A demanda por lítio parece estar prestes a aumentar intensamente, dada sua função essencial em baterias para veículos elétricos e sistemas de armazenamento de energia (8,9 kg – uma quantidade significativa – da matéria-prima chegam ao veículo elétrico médio).¹³

De qualquer forma, a procura por matérias-primas críticas está crescendo rapidamente e o ritmo só vai acelerar com as transições digital e climática. A Agência Internacional de Energia (AIE) projeta que o consumo de eletricidade dos data centers, IA e criptomoedas poderá duplicar até 2026. De acordo com estimativas do J.P. Morgan Investment Bank, essa taxa de crescimento poderá implicar um adicional de 3% nas necessidades de cobre – em outras palavras, um aumento de 3% além do que é considerado nas atuais expectativas de demanda.

A agência de energia também calcula que, em um cenário de emissões líquidas zero, a procura de lítio deverá atingir 717 quilotoneladas (kt) até 2030, contra uma oferta de apenas 485 kt.

Os preços parecem prestes a subir. A BloombergNEF estima que os preços do cobre poderão subir 20% até 2027. A Fortune Business Insights estima que o mercado global de lítio, avaliado em US\$ 22,2 bilhões em 2023, deverá crescer para US\$ 26,9 bilhões em 2024 e US\$ 134 bilhões em 2032.

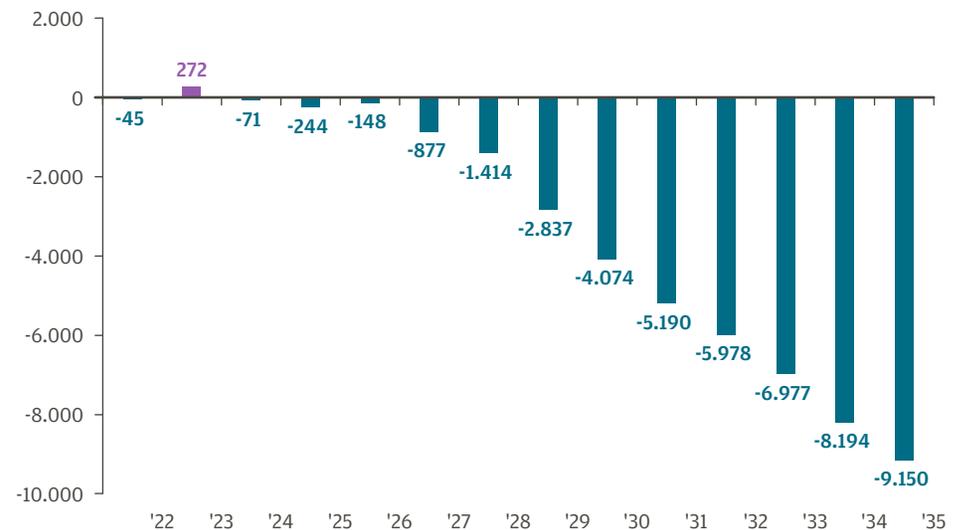
Pressionando a oferta

A crescente procura vai exacerbar uma oferta mineral já escassa, esperada para a próxima década.

Por diversos motivos (incluindo a falta de infraestrutura, a maior procura de produtos refinados de maior qualidade e a resistência política a novos projetos), a produção mundial de vários minerais essenciais tem crescido em um ritmo relativamente lento.

A crescente demanda por cobre enfrenta uma oferta limitada

Estimativas de escassez global de fornecimento de cobre, kt



Fontes: J.P. Morgan, CRU, Wood Mackenzie, BGRIMM, World Bank, OECD, Bloomberg New Energy Finance, Auto manufacturer guidance, governmental agencies, IA. Análise de 20 de abril de 2024.

13 IEA. Dados de março de 2024.

Destaque para segurança

A lacuna entre a oferta e a procura de matérias-primas essenciais agrava as preocupações de segurança tanto para os fazedores de políticas públicas como para os executivos empresariais. Por exemplo, dos 50 minerais identificados como críticos pelo Serviço Geológico dos EUA do Departamento do Interior, os Estados Unidos dependem 100% das importações para 12 deles. É 50% dependente para os próximos 29. Em 2023, os Estados Unidos adquiriam a maioria desses minerais da China.

A aquisição de um fornecimento seguro de lítio hoje é uma das principais preocupações das empresas de tecnologia e dos fabricantes de veículos na Ásia, na Europa e nos Estados Unidos. Um resultado: foram feitas alianças estratégicas e joint ventures entre fabricantes (consumidores de minerais) e mineradoras para garantir que os fabricantes tenham uma base de fornecedores confiável e diversificada.

Ao contrário da Rússia, por exemplo, outra importante fonte de matérias-primas para as transições energética e digital, a América Latina é vista como um território “amigável” para os compradores ocidentais.

Além disso, os incentivos de acordo com a Lei de Redução da Inflação (IRA) dos EUA incentivam os fabricantes a adquirir materiais essenciais e/ou a montar componentes na América do Norte (que inclui o México) ou em parceiros de comércio livre. De acordo com a Associação Mexicana da Indústria Automotiva, o número de veículos elétricos fabricados no México exportados para os Estados Unidos todos os anos quase duplicou entre 2021 e 2023, já que os fabricantes de automóveis aproveitam créditos fiscais parciais do IRA quando esses veículos são vendidos nos Estados Unidos.

Implicações de investimento

O setor de mineração global apresenta talvez a forma mais direta de acesso a matérias-primas essenciais para as transições energética, digital e de segurança. Acreditamos que os participantes no mercado podem subestimar a sustentabilidade dos lucros e dos fluxos de caixa das mineradoras.

Sendo um setor cíclico, a mineração poderá se beneficiar de uma recuperação na fabricação global, bem como de qualquer estabilização na economia chinesa. Na fabricação, algumas mineradoras fizeram progressos na redução das emissões de carbono e na gestão dos riscos de escassez de água nos países latino-americanos.

Para os investidores globais, os mercados de ações da América Latina oferecem atualmente rendimentos sólidos e avaliações atraentes, tanto em relação aos pares globais como às próprias histórias. As ações latino-americanas são negociadas a um P/L futuro de 12 meses de 9x, contra uma média de 10 anos de 12x. A América Latina agora é classificada como a região de ações menos dispendiosa do mundo.¹⁴

As ações latino-americanas também poderão aproveitar os ventos favoráveis decorrentes da queda das taxas de juros. Os bancos centrais da América Latina já reduziram as taxas reguladoras em quase 200 pontos base, em média, restando 300 pontos base adicionais em possíveis cortes até 2024 e 2025.

Além disso, o aumento das exportações poderia estimular o crescimento econômico na região e ajudar a aumentar os lucros das empresas latino-americanas.

Os investidores podem optar por se concentrar especificamente no setor de mineração global ou, de forma mais ampla, nos mercados de capitais. Com qualquer uma das abordagens, poderão encontrar uma ampla gama de oportunidades para se beneficiar do papel da América Latina no fornecimento de matérias-primas essenciais para as transições energética e digital.

Ásia

Ações japonesas:
desta vez é diferente

Muitos investidores pensaram que esse dia nunca chegaria. No entanto, depois de décadas de mal-estar econômico, o Japão está finalmente escapando à espiral deflacionária, à medida que a inflação e o crescimento econômico nominal aumentam. Ao mesmo tempo, as reformas empresariais estão forçando uma mudança fundamental na forma como as empresas tratam os acionistas. Compelidas pelas novas regulamentações a concentrarem-se na melhoria da eficiência e da rentabilidade, as empresas parecem estar restituindo mais valor do que nunca aos acionistas.

O cenário macro é atraente. Conforme a economia da China continua a enfrentar ventos contrários e o cenário geopolítico mais amplo parece cada vez mais tenso, o Japão destaca-se como uma ilha de relativa estabilidade. Na Ásia, está entre as economias menos dependentes da demanda chinesa, suas condições econômicas estão melhorando e a política é favorável.

As mudanças estruturais na governança empresarial, combinadas com uma perspectiva macroeconômica positiva, estão tornando as ações japonesas uma das oportunidades de investimento mais interessantes a nível mundial. Os investidores perceberam.

Em 2023, o Índice Nikkei ganhou 30% em termos de moeda local, batendo o S&P 500 e finalmente ultrapassando o máximo da bolha japonesa de 1989. Considerando a desvalorização cambial, as ações japonesas ainda renderam 22% em termos de dólares americanos.¹⁵

E, no entanto, relativamente, os investidores globais ainda possuem poucas ações japonesas. Com estimativas de cerca de 4% das carteiras de ações globais, os investidores globais estão subponderados no Japão com relação ao peso em índices de referência de ações globais, como o MSCI World Index. Acreditamos que essa posição de subponderação poderá acabar em breve.

Confira três razões principais pelas quais os investidores podem querer considerar aumentar a alocação em ações japonesas.

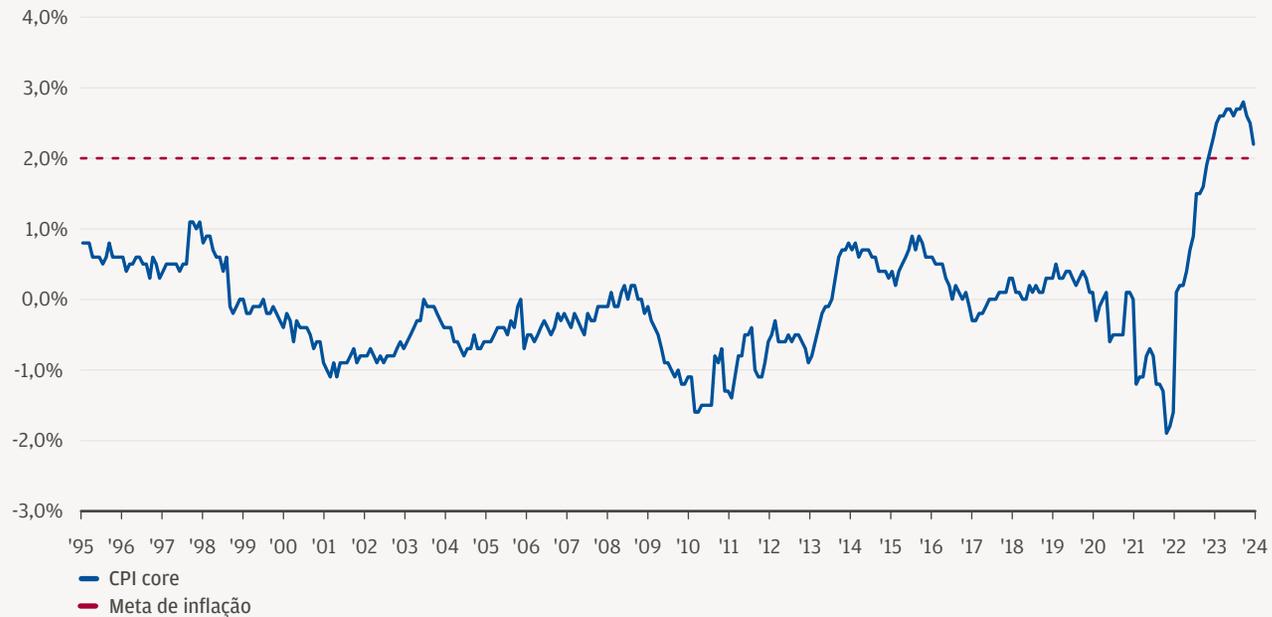
Acolhendo a inflação

O Japão está prestes a derrotar o que parecia uma espiral deflacionária arraigada. Não é pouca coisa: a deflação pode exercer um domínio pernicioso sobre a economia. Conforme as empresas e os consumidores esperam que os preços caiam, adiam os gastos e a atividade econômica continua a enfraquecer. Esse foi basicamente o destino do Japão durante duas décadas.

Depois, os preços dispararam devido à escassez relacionada com a COVID e a atividade reacendeu quando a economia japonesa reabriu. No Japão, a inflação é um sopro de ar fresco – um sinal bem-vindo de que a economia está finalmente se normalizando.

A inflação do Japão finalmente sinaliza uma normalização da economia

CPI core do Japão, ano a ano, %



Fontes: Ministério de Assuntos Internos e Comunicações, Haver Analytics. Dados de abril de 2024.

¹⁵ Bloomberg Finance L.P. Dados de 31 de dezembro de 2023.

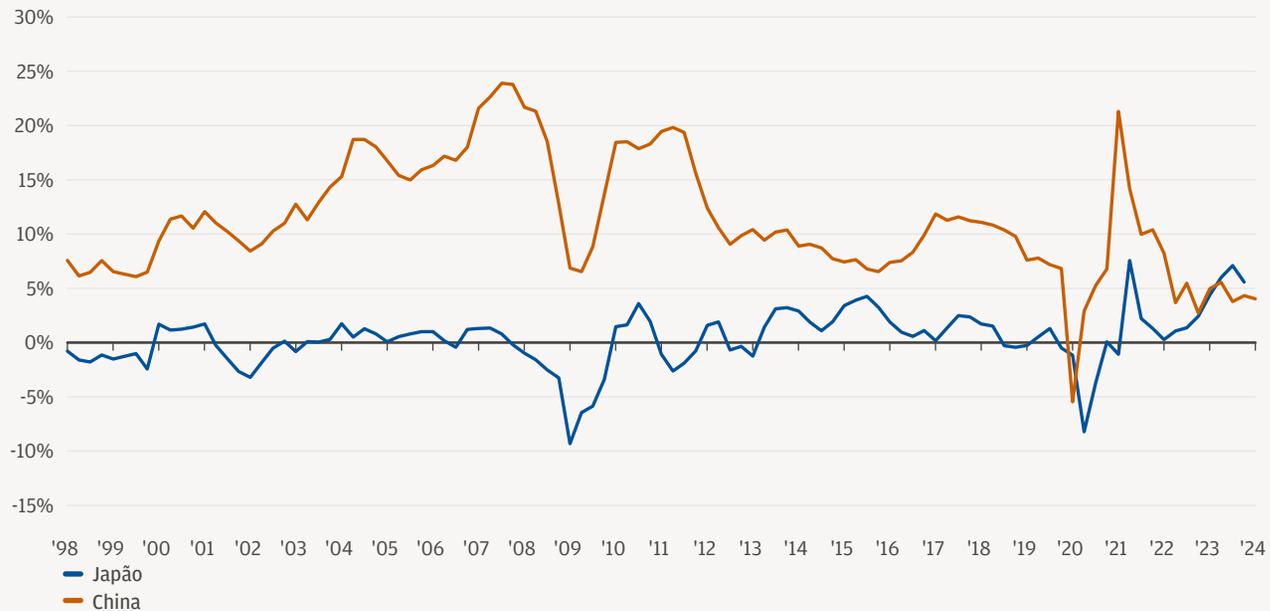
A normalização econômica está impulsionando um ciclo virtuoso de aumento dos lucros, dos salários, dos preços dos imóveis e, sobretudo, da confiança dos consumidores e do mercado. Conforme os preços mais elevados contribuem para receitas mais fortes, o que por sua vez conduz a salários mais altos, esse ciclo virtuoso pode reverter décadas de estagnação.

Um exemplo dessa mudança estrutural: o crescimento nominal do Japão ultrapassou o da China pela primeira vez em mais de 30 anos.

No futuro, conforme a economia do Japão se normalizar e a da China entrar em um período de crescimento e inflação estruturalmente mais fracos, a diferença de crescimento entre os dois gigantes asiáticos poderá diminuir.

Pela primeira vez em mais de 30 anos, o crescimento nominal do Japão ultrapassou a China

Crescimento nominal do PIB, anual, %



Fontes: Gabinete do Japão, Gabinete Nacional de Estatísticas da China, Haver Analytics. Dados do primeiro trimestre de 2024.

Uma nova era na governança corporativa

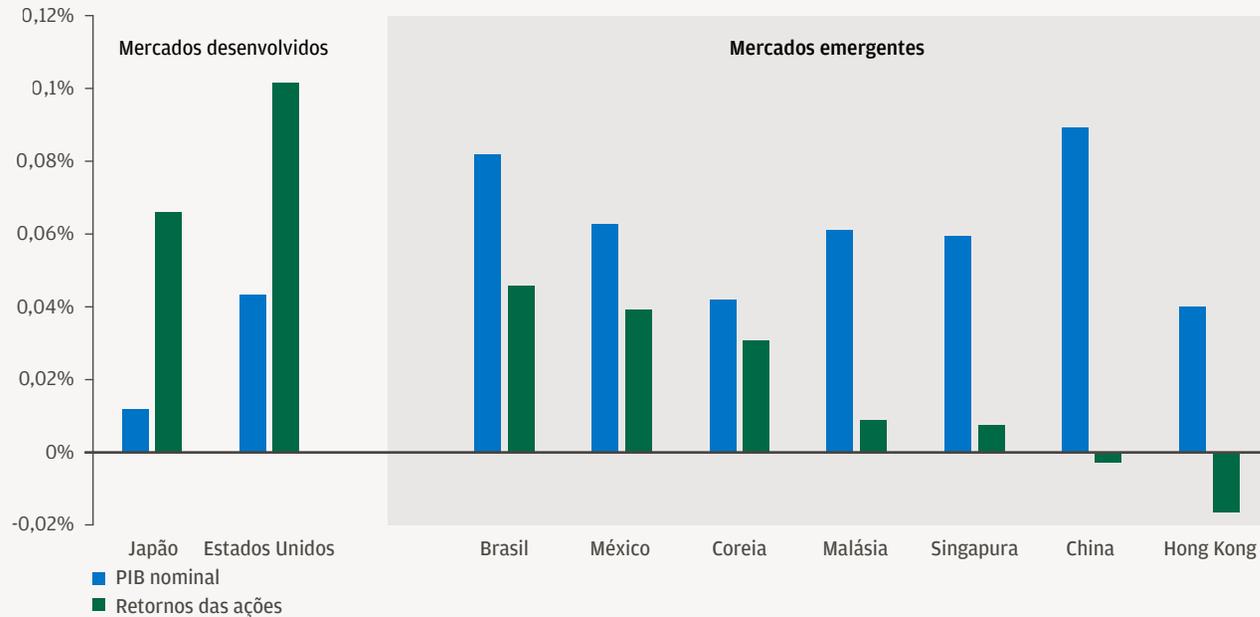
Nos mercados de capitais do Japão, está acontecendo uma grande mudança. As reformas implementadas pela Bolsa de Valores de Tóquio (TSE) levaram as empresas japonesas a mudar a relação básica entre as empresas e os acionistas. O objetivo: melhorar a governança corporativa e, em última análise, o retorno aos acionistas.

Assim como a passagem da deflação para a redeflação pode ter um impacto profundo na economia, as reformas destinadas a melhorar a governança empresarial podem ter um impacto profundo nos retornos dos acionistas. Considere a relação entre o

crescimento econômico e os lucros das empresas. Em muitas economias com uma governança corporativa fraca, os lucros ficam atrás do crescimento econômico, muitas vezes por uma distância considerável. As empresas podem diluir o valor para os acionistas emitindo mais ações, aumentando os gastos desnecessários ou tomando decisões de negócios que corroem os lucros por ação. Como resultado, os retornos dos acionistas em muitas economias de mercados emergentes registraram um desempenho inferior ao dos equivalentes dos mercados desenvolvidos, apesar de anos de elevado crescimento econômico.

Os investidores em ações precisam considerar a relação entre o crescimento econômico e os lucros das empresas

Crescimento anualizado do PIB nominal vs. retornos de preços de índices de ações locais, moeda local, %, 2009-2023



Fontes: Fontes nacionais, Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics. Dados do quarto trimestre de 2023.

As empresas americanas são um exemplo útil. A economia dos EUA cresceu mais lentamente do que muitas outras grandes economias na última década. No entanto, os lucros empresariais (e, portanto, os retornos) ultrapassaram o crescimento econômico por uma larga margem. Uma das principais razões (é claro, há exceções notáveis) é que as empresas dos EUA pretendem criar valor econômico e depois devolver esse valor aos acionistas. A governança corporativa explica em grande parte por que os retornos dos acionistas das empresas dos EUA ultrapassaram em muito os retornos das empresas em economias de crescimento mais rápido.

As empresas japonesas agora estão se aproximando do modelo norte-americano. As reformas implementadas pelo TSE estão mudando a cultura de governança e forçando as empresas japonesas a se concentrarem mais na rentabilidade. O resultado? Os lucros das empresas japonesas, que já superaram o desempenho da economia subjacente, deverão melhorar ainda mais e liderar o mundo desenvolvido em cerca de 11% a 13% este ano. Isso sugere o potencial para uma alta significativa nos preços das ações japonesas.

Cadeias de suprimentos e geopolítica

O Japão está em uma posição única na Ásia. Ele:

- **Está entre as economias menos dependentes da demanda chinesa**
- **É um participante importante na cadeia de suprimentos de semicondutores**
- **É um beneficiário conforme as empresas estrangeiras buscam construir resiliência na cadeia de suprimentos**

O Japão orçou ¥4 trilhões para investimentos em semicondutores e na indústria digital entre 2021 e 2023, de acordo com o Ministério das Finanças japonês, uma parcela maior do PIB em comparação com os esforços dos EUA para construir seu próprio fornecimento interno de semicondutores.

O fabricante de semicondutores TSMC é um bom exemplo da história da cadeia de suprimentos. Conforme a empresa procura diversificar a produção fora de Taiwan, anunciou planos para construir uma fábrica nos Estados Unidos. Embora o projeto tenha sofrido atrasos, a TSMC construiu e agora está operando totalmente uma nova instalação no Japão. Esse sucesso levou a empresa a revelar planos para uma maior expansão no Japão.

Na frente geopolítica, o Japão parece bem posicionado para lidar com algumas das tempestades que se aproximam. Dado o risco de atritos comerciais crescentes sob uma nova administração dos EUA, o papel do Japão como aliado dos EUA e o seu papel crucial na cadeia de suprimentos global, achamos que o Japão pode traçar um caminho econômico claro. Notamos, no entanto, que o Japão depende de importações para a maior parte de sua energia, o que poderá ser um desafio se os preços do petróleo subirem.

Conclusão

Apesar da recente recuperação das ações japonesas, acreditamos que as mudanças transformacionais na economia e nos mercados do Japão podem continuar criando oportunidades para os investidores. Na nossa opinião, os preços das ações ainda não refletem todo o potencial do mercado. Embora as ações japonesas tenham sido negociadas na faixa média das avaliações ao longo dos últimos 15 anos, o posicionamento global continua subponderado nas ações japonesas. Acreditamos que os múltiplos poderão subir à medida que os investidores globais passem a apreciar as mudanças estruturais em curso.

As previsões otimistas falharam no passado. Reconhecemos o risco de que o ciclo econômico virtuoso do Japão possa estagnar antes de decolar. Contudo, depois de décadas de mal-estar econômico e de mercados que foram largamente ignorados pelos investidores globais, achamos que as perspectivas são positivas. Agora é o momento de rever o caso de investimento para o Japão.

Nossa missão

O Global Investment Strategy Group fornece insights e consultoria de investimento líderes no setor para ajudar nossos clientes a atingir suas metas de longo prazo. Tomando por base o amplo conhecimento e a experiência dos economistas, estrategistas de investimento e estrategistas de classe de ativos do Grupo, oferece-se uma perspectiva exclusiva dos mercados financeiros globais.

PATROCINADORES EXECUTIVOS

Clay Erwin

Global Head of Investments Sales & Trading

Russell Budnick

Global Head of Market Strategy and Trading

Grace Peters

Global Head of Investment Strategy

GRUPO DE ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO GLOBAL

Elyse Ausenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Head of Market Intelligence

Aaron Goldstein

Head of Digital Investment Strategy

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Tom Kennedy

Chief Investment Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Kristin Kallergis Rowland

Global Head of Alternative Investments

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Xavier Vegas

Global Head of Credit Strategy

Alex Wolf

Head of Asia Investment Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Head of Global FX Strategy

Não pode haver garantia de que algum ou todos os membros permanecerão na empresa ou que o desempenho ou sucesso passado de qualquer profissional sirva como um indicador de sucesso futuro.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Todos os dados econômicos e de mercado são de dezembro de 2023 e provêm da Bloomberg Finance L.P. e FactSet, salvo indicação em contrário.

As informações apresentadas não pretendem fazer julgamentos de valor sobre o resultado preferido de nenhuma decisão governamental ou eleição política.

Todas as empresas mencionadas são mostradas apenas para fins ilustrativos e não pretendem ser uma recomendação ou endosso do J.P. Morgan neste contexto.

O JPMorgan Chase & Co., suas afiliadas e os seus funcionários não prestam aconselhamento fiscal, jurídico ou contábilístico. Este material foi preparado apenas para fins informativos e não se destina a fornecer, e não deve ser utilizado para aconselhamento fiscal, jurídico e contábilístico. Você deve consultar os seus próprios consultores fiscais, jurídicos e contábilísticos antes de se envolver em qualquer transação financeira.

Não é possível investir diretamente em um índice.

DEFINIÇÕES DE ÍNDICES

O **Bloomberg USAgg Index** é uma referência emblemática de base ampla que mede o mercado de títulos tributáveis com taxa fixa, denominados em dólares dos EUA e com grau de investimento. O índice inclui títulos do Tesouro, títulos governamentais e corporativos, MBS (repases de taxa fixa de agência), ABS e CMBS (agência e não agência).

O **Bloomberg U.S. Municipal Index** cobre o mercado de títulos de longo prazo isentos de impostos denominados em dólares americanos. O índice tem quatro setores principais: títulos de obrigação geral estaduais e locais, títulos de receita, títulos segurados e títulos pré-reembolsados.

Os **Índices de Surpresa Econômica do Citi** medem as surpresas dos dados em relação às expectativas do mercado. Uma leitura positiva significa que a divulgação de dados foi mais forte que o esperado, e uma leitura negativa significa que a divulgação de dados foi pior que o esperado.

O **Índice de Preços ao Consumidor (IPC)** é uma medida da variação média dos preços pagos pelos consumidores urbanos por uma cesta de bens e serviços.

O **Core PCE** é uma medida dos preços que as pessoas que vivem nos Estados Unidos, ou que compram em nome delas, pagam por bens e serviços. Os alimentos e a energia são deixados de fora para facilitar a visualização da inflação subjacente, devido às oscilações comuns de preços.

O **Índice de Custo do Emprego (ICE)** mede a variação do custo horário da mão de obra para os empregadores ao longo do tempo. O ICE utiliza uma “cesta” fixa de mão de obra para produzir uma variação pura de custos, livre dos efeitos dos trabalhadores que se deslocam entre profissões e indústrias, e inclui tanto o custo dos salários quanto o custo dos benefícios.

O **MSCI Brazil Index** é projetado para medir o desempenho dos segmentos de grande e média capitalização do mercado brasileiro.

Os **índices MSCI Developed Markets Small Cap** oferecem uma representação completa desse tamanho de segmento, visando empresas que estão no índice de mercado investível, mas não no índice padrão em um mercado desenvolvido específico. Os índices incluem índices de estilo de valor e crescimento e índices industriais baseados no Global Industry Classification Standard

(GICS®).

O **MSCI EM Latin America Index** é um índice de ações ponderado de oscilação livre. Foi desenvolvido com valor base de 100 em 31 de dezembro de 1987.

O **MSCI Germany Index** é um índice de ações ponderado de oscilação livre. Foi desenvolvido com valor base de 100 em 31 de dezembro de 1998.

O **MSCI World Index** é um índice ponderado de capitalização de mercado SPX ajustado de oscilação livre, projetado para medir o desempenho do mercado acionário de mercados desenvolvidos. O índice é composto por 23 índices de países de mercados desenvolvidos.

O **Nikkei 225 Index** compreende 225 ações selecionadas de ações ordinárias nacionais na primeira seção da Bolsa de Valores de Tóquio, exceto ETFs, REITs, títulos preferenciais de contribuição de capital, ações de rastreamento (em dividendos subsidiários) etc., que não sejam ações ordinárias.

O **S&P 500®** é amplamente considerado o melhor indicador de ações de grande capitalização dos EUA e serve como base para uma ampla gama de produtos de investimento. O índice inclui 500 empresas líderes e captura aproximadamente 80% de cobertura da capitalização de mercado disponível.

PRINCIPAIS RISCOS

Todos os dados econômicos e de mercado são de dezembro de 2023 e provêm da Bloomberg Finance L.P. e FactSet, salvo indicação em contrário.

As informações apresentadas não pretendem fazer julgamentos de valor sobre o resultado preferido de nenhuma decisão governamental ou eleição política.

Todas as empresas mencionadas são mostradas apenas para fins ilustrativos e não pretendem ser uma recomendação ou endosso do J.P. Morgan neste contexto.

Não é possível investir diretamente em um índice.

O preço de títulos de participação pode aumentar ou diminuir em razão das mudanças no mercado amplo ou na situação financeira de uma empresa, por vezes rapidamente ou de forma imprevisível. Títulos de participação estão sujeitos a “risco do mercado de ações”, o que significa que os preços das ações em geral podem diminuir ao longo de períodos curtos ou prolongados.

O investimento em estratégias de investimento alternativas é especulativo. Muitas vezes, envolve um grau de risco maior que os investimentos tradicionais, incluindo liquidez e transparência limitadas, entre outros fatores. Só deve ser considerado por investidores sofisticados com capacidade financeira para aceitar a perda total ou parcial dos ativos destinados a tais estratégias.

Os investimentos privados estão sujeitos a riscos especiais. Os indivíduos devem atender a padrões específicos de adequação antes de investir. Essas informações não constituem uma oferta de venda ou uma solicitação de uma oferta de compra. Como lembrete, os fundos de hedge (ou fundos de fundos de hedge), fundos de private equity e fundos imobiliários geralmente envolvem alavancagem e outras práticas de investimento especulativas que podem aumentar o risco de perda do investimento. Esses investimentos podem ser altamente ilíquidos e não são obrigados a fornecer informações periódicas sobre preços ou avaliações aos investidores, e podem envolver estruturas tributárias complexas e atrasos na distribuição de

informações tributárias importantes. Esses investimentos não estão sujeitos às mesmas exigências regulatórias que os fundos mútuos e, muitas vezes, cobram taxas elevadas. Além disso, podem existir diversos conflitos de interesse no contexto da administração e/ou operação de qualquer um desses fundos. Para obter informações completas, consulte o memorando de oferta aplicável. Os títulos são disponibilizados por meio da J.P. Morgan Securities LLC, membro da FINRA e da SIPC, e de suas corretoras afiliadas.

Os investimentos em commodities podem ter volatilidade maior que as aplicações em títulos tradicionais. O valor de commodities pode ser afetado por alterações nos movimentos gerais do mercado, volatilidade do índice de commodities, mudanças nas taxas de juros ou fatores que afetam determinado setor ou commodity, como secas, enchentes, clima, doenças animais, embargos, tarifas e desdobramentos econômicos, políticos e regulatórios internacionais. O investimento em commodities cria uma oportunidade de maior retorno mas, ao mesmo tempo, envolve a possibilidade de maiores perdas.

Os títulos estão sujeitos ao risco de taxa de juros, risco de crédito e risco de inadimplência do emissor. Os preços dos títulos geralmente caem quando as taxas de juros sobem.

Os investidores devem compreender as possíveis responsabilidades fiscais que envolvem a compra de títulos municipais. Certos títulos municipais são tributados federalmente se o titular estiver sujeito a um imposto mínimo alternativo. Os ganhos de capital, se houver, são tributáveis federalmente. O investidor deve observar que os rendimentos de fundos de títulos municipais isentos de impostos podem estar sujeitos a impostos estaduais e locais e ao Imposto Mínimo Alternativo (AMT).

Os investimentos preferenciais compartilham características de ações e títulos. Os títulos preferenciais costumam ser títulos de longo prazo com proteção de resgate que ficam entre dívida e patrimônio líquido na estrutura de capital. Eles acarretam vários riscos e considerações que incluem: risco de concentração; risco da taxa de juros; classificações de crédito mais baixas que títulos individuais; uma reivindicação menor sobre ativos que os títulos individuais de uma empresa; rendimentos mais elevados em decorrência dessas características de risco e implicações “exigíveis”, o que significa que a empresa emissora pode resgatar as ações a um determinado preço após uma determinada data.

As empresas de pequena capitalização normalmente apresentam mais riscos do que as empresas “blue-chip” bem estabelecidas, pois as empresas menores podem suportar um maior grau de volatilidade do mercado do que a maioria das empresas de grande capitalização e/ou blue-chip.

Os investimentos internacionais podem não ser adequados para todos os investidores. O investimento internacional envolve um grau maior de risco e maior volatilidade. Variações nas taxas de câmbio e diferenças nos procedimentos contábeis e tributários fora dos EUA podem elevar ou diminuir os retornos. Alguns mercados estrangeiros podem não ter a mesma estabilidade política e econômica que os Estados Unidos e outros países. Os investimentos em mercados internacionais podem ser mais voláteis.

Os derivativos podem ser mais arriscados que outros tipos de investimentos porque podem ser mais sensíveis a mudanças nas condições econômicas ou de mercado, além de poderem resultar em perdas que excedem significativamente o investimento original. O uso de derivativos pode não ser bem-sucedido, resultando em perdas de investimento, e o custo de tais estratégias pode reduzir o retorno do investimento.

A colheita de prejuízos fiscais talvez não seja apropriada para todos. Se você não espera obter

ganhos de capital líquidos este ano, tem perdas de capital líquidas a compensar, se preocupa com o desvio de seu portfólio de investimentos de modelo e/ou está sujeito a baixas taxas de imposto de renda ou investe por meio de uma conta com imposto diferido, prejuízo fiscal a colheita pode não ser ideal para sua conta. Você deve discutir esses assuntos com consultores fiscais e de investimento.

Ao acessar um site de terceiros, você pode entrar em um site não seguro que pode ter uma política de privacidade e práticas de segurança diferentes dos padrões do J.P. Morgan. O J.P. Morgan não é responsável e não controla, endossa ou garante nenhum aspecto de nenhum site de terceiros vinculado. O J.P. Morgan não aceita perdas diretas ou consequentes decorrentes do uso de tais sites.

Todas as empresas mencionadas são mostradas apenas para fins informativos e não pretendem ser uma recomendação ou endosso do J.P. Morgan neste contexto.

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

RISCOS E CONSIDERAÇÕES GERAIS

Qualquer visão, estratégia ou produto discutido neste material pode não ser adequada a todas as pessoas e estão sujeitos a riscos. **Os investidores podem receber menos do que investiram e o desempenho no passado não é um indicativo confiável de resultados futuros.** A alocação de ativos não garante lucro ou protege contra perdas. Nenhum item deste material deve ser utilizado de forma isolada com o objetivo de tomar uma decisão de investimento. Você deve avaliar cuidadosamente se os serviços, produtos, classes de ativos (ex.: títulos, renda fixa, investimentos alternativos, *commodities*, etc.) ou estratégias discutidas estão adequados às suas necessidades. Também é necessário considerar os objetivos, riscos, encargos e despesas associados com um serviço, produto ou estratégia de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Para isso e para informações mais completas, inclusive discussões sobre os seus objetivos/situação, entre em contato com a sua equipe do J.P. Morgan.

NÃO-COMPROMETIMENTO

Algumas informações contidas neste material são consideradas confiáveis; entretanto, o JPM não garante a sua exatidão, confiabilidade ou completude, nem se responsabiliza por perdas ou danos (diretos ou indiretos) resultantes do uso de todo ou de parte deste material. Não há declaração ou garantia alguma referente aos cálculos, gráficos, tabelas, diagramas ou comentários neste material, que são fornecidos apenas para fins ilustrativos/de referência. As visões, opiniões, estimativas e estratégias expressas neste material constituem nossa avaliação com base nas atuais condições de mercado e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. O JPM não assume qualquer obrigação de atualizar as informações neste material caso essas venham a mudar. Visões, opiniões, estimativas e estratégias expressas no presente documento podem diferir daquelas expressas por outras áreas do JPM, visões expressas em outros contextos e para outros fins, e **este**

material não deve ser considerado um relatório de pesquisa. Os resultados e riscos projetados estão embasados exclusivamente nos exemplos hipotéticos citados, e resultados e riscos reais poderão variar dependendo das condições específicas. Declarações prospectivas não devem ser consideradas garantias ou previsões de eventos futuros.

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

INFORMAÇÃO IMPORTANTE SOBRE SEUS INVESTIMENTOS E POTENCIAIS CONFLITOS DE INTERESSE

Os conflitos de interesse surgem quando a JPMorgan Chase Bank, N.A. ou alguma de suas coligadas (juntos, “J.P. Morgan”) têm um incentivo econômico ou de outra espécie, real ou percebido, na gestão dos portfólios de nossos clientes para agir de forma a beneficiar a J.P. Morgan. Os conflitos resultarão, por exemplo (desde que as seguintes atividades sejam permitidas na sua conta): (1) quando o J.P. Morgan investe em um produto de investimento, como um fundo mútuo, produto estruturado, conta gerida separadamente ou fundo hedge emitido ou gerido por JPMorgan Chase Bank, N.A. ou uma coligada, tal como a J.P. Morgan Investment Management Inc.; (2) quanto uma entidade do J.P. Morgan obtém serviços, incluindo a execução e compensação de transações, de uma coligada;(3) quando o J.P. Morgan recebe pagamento como resultado da compra de um produto de investimento para a conta de um cliente; ou (4) ou quando o J.P. Morgan recebe pagamento pela prestação de serviços (incluindo serviços a acionistas, registros e custódia) em relação a produtos de investimentos adquiridos para o portfólio de um cliente. Outros conflitos resultarão do relacionamento que o J.P. Morgan tem com outros clientes ou quando o J.P. Morgan age em nome próprio.

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

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

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

PESSOA JURÍDICA, MARCA E INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS

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

O JPMorgan Chase Bank, N.A. e suas coligadas (coletivamente “**JPMCB**”) oferecem produtos de investimento, que podem incluir contas de investimento geridas pelo banco e de custódia, como parte de seus produtos de trust e fiduciários. Outros produtos e serviços de investimento, tais como contas de consultoria e corretagem, são oferecidos através do **J.P. Morgan Securities LLC (“JPMS”)**, associado da FINRA e SIPC. Produtos de seguros estão disponíveis por meio da Chase Insurance Agency, Inc. (CIA), uma agência de seguros licenciada, operando como Chase Insurance Agency Services, Inc., na Flórida. JPMCB e JPMS são empresas coligadas sob o controle comum de JPMorgan Chase & Co. Os produtos não estão disponíveis em todos os estados.

Na **Alemanha**, este material é emitido por **J.P. Morgan SE**, com sede em Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Alemanha, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE). No **Luxemburgo**, este material é emitido por **J.P. Morgan SE – Sucursal de Luxemburgo**, com sede no European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxemburgo, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Sucursal de Luxemburgo também é supervisionada pela Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF); registrado sob RCS Luxemburgo B255938. No **Reino Unido**, este material é emitido por **J.P. Morgan SE – Sucursal de Londres**, com sede em 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Sucursal de Londres também é supervisionada pela Financial Conduct Authority e pela Prudential Regulation Authority. Na **Espanha**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE, Sucursal en España**, com sede em Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Espanha, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE, Sucursal en España também é supervisionado pela Comissão do Mercado de Valores da Espanha (CNMV); registrado no Banco da Espanha como sucursal do J.P. Morgan SE sob o código 1567. Na **Itália**, este material é distribuído pela **J.P. Morgan SE – Sucursal de Milão**, com sede na Via Cordusio, n.3, Milão 20123, Itália, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Sucursal de Milão também é supervisionada pelo Banco da Itália e pela Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); registrado no Banco da Itália como uma sucursal do J.P. Morgan SE sob o código 8076; Número registrado da Câmara de Comércio de Milão: REA MI 2536325. Na **Holanda**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE – Sucursal de Amsterdã**, com sede no World Trade Center, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Holanda, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Sucursal de Amsterdã também é supervisionada pelo De Nederlandsche Bank (DNB) e pela Autoriteit Financiële Markten (AFM) na Holanda. Registrada no Kamer van Koophandel como uma filial da J.P. Morgan SE sob o número de registro 72610220. Na **Dinamarca**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE – Sucursal de Copenhaga, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland**, com sede em Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Dinamarca, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Sucursal de Copenhaga, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland também é supervisionada pela Finanstilsynet (FSA dinamarquesa) e está registrada na Finanstilsynet como uma filial do J.P. Morgan SE sob o código 29010. Na **Suécia**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial**, com sede em Hamngatan 15, Estocolmo, 11147, Suécia, autorizado pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado conjuntamente pelo BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE); J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial também é supervisionado pela Finansinspektionen (FSA sueca); registrado com Finansinspektionen como uma sucursal do J.P. Morgan SE. Na **Bélgica**, este material é distribuído pela **J.P. Morgan SE – Filial de Bruxelas**, com sede em 35 Boulevard du Régent, 1000, Bruxelas, Bélgica, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, pelo Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e pelo Banco Central Europeu (BCE); a filial do J.P. Morgan SE em Bruxelas também é supervisionada pelo Banco Nacional da Bélgica (NBB) e pela Autoridade de Serviços e Mercados Financeiros (FSMA) na Bélgica; com

registro no NBB sob o número 0715.622.844. Na **Grécia**, este material é distribuído pela **J.P. Morgan SE – Filial de Atenas**, com sede em 3 Haritos Street, Atenas, 10675, Grécia, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionada conjuntamente pelo BaFin, pelo Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e pelo Banco Central Europeu (BCE); a filial do J.P. Morgan SE em Atenas também é supervisionada pelo Banco da Grécia; registrada no Banco da Grécia como filial do J.P. Morgan SE sob o código 124; com registro na Câmara de Comércio de Atenas sob o número 158683760001; Número de IVA 99676577. Na **França**, este material é distribuído por **J.P. Morgan SE - Sucursal de Paris**, com sede social em 14, Place Vendôme, 75001 Paris, França, autorizado pela Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionado em conjunto com a BaFin, o Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank) e o Banco Central Europeu (BCE) com o código 842 422 972. A J.P. Morgan SE - Sucursal de Paris também é supervisionada pelas autoridades bancárias francesas, a Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) e a Autorité des Marchés Financiers (AMF). Na **Suíça**, este material é distribuído por **J.P. Morgan (Suisse) SA**, com sede na rue du Rhône, 35, 1204, Genebra, Suíça, autorizada e supervisionada pela Autoridade Supervisora do Mercado Financeiro da Suíça (FINMA), como banco e corretor de valores mobiliários na Suíça.

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

Em **Hong Kong**, este material é distribuído por **JPMCB, filial Hong Kong**. JPMCB, filial Hong Kong, é regulada pela Hong Kong Monetary Authority e pela Securities and Futures Commission of Hong Kong. Em Hong Kong, deixaremos de usar os seus dados pessoais para fins de marketing, sem custo, mediante a sua solicitação. Em **Singapura**, este material é distribuído por **JPMCB, filial Singapura**. O JPMCB, filial Singapura é regulado pela Monetary Authority of Singapore. Os serviços de corretagem e consultoria e serviços de gestão discricionária de investimentos são prestados por JPMCB, filial Hong Kong/Singapura (conforme informado a você). Os serviços bancários e de custódia são prestados a você por JPMCB, filial Hong Kong/Singapura (conforme informado a você). O conteúdo deste documento não foi analisado por nenhuma autoridade regulatória em Hong Kong, Singapura ou quaisquer outras jurisdições. Sugere-se ter cautela em relação a este documento. Caso tenha alguma dúvida com relação ao conteúdo deste documento, você deve obter assessoria profissional independente. Para os materiais que constituem anúncios de produtos conforme as leis Securities and Futures Act e Financial Advisers Act, este anúncio não foi revisado pela Monetary Authority of Singapore. JPMorgan Chase Bank, N.A., uma associação bancária nacional, constituída mediante as leis dos Estados Unidos, sendo uma pessoa jurídica, a responsabilidade cível dos acionistas é limitada.

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

oferecido publicamente em países da América Latina sem registro prévio dos títulos desse fundo em conformidade com as leis da jurisdição correspondente.

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

Na Austrália, J.P. Morgan Chase Bank, N.A. (JPMCBNA)(ABN 43 074 112 011/AFS Licença No: 238367) é regulado pela Australian Securities and Investment Commission e a Australian Prudential Regulation Authority. O material fornecido pelo JPMCBNA na Austrália é destinado apenas a “clientes institucionais”. Para os fins deste parágrafo, o termo “cliente institucional” tem o significado dado na seção 761G da Corporations Act 2001 (Cth). Por favor, informe-nos caso não seja um “cliente institucional” atualmente ou caso deixe de sê-lo em algum momento no futuro.

JPMS é uma marca empresa estrangeira registrada (no exterior) (ARBN 109293610) constituída no estado de Delaware, EUA. Conforme as exigências de licenciamento de serviços financeiros da Austrália, para se prestar serviços financeiros na Austrália é necessário ter um provedor de serviços financeiros, como J.P. Morgan Securities LLC (JPMS) para se obter a devida licença (Australian Financial Services Licence - AFSL), a menos que haja alguma isenção aplicável. **A JPMS é isenta da exigência de possuir uma AFSL pela lei Corporations Act 2001 (Cth) (Act) para os serviços financeiros que presta a você e é regulada pela SEC, FINRA e CFTC, sob a legislação dos EUA, que difere da legislação australiana.** O material fornecido pela JPMS na Austrália é destinado apenas a “clientes institucionais”. A informação fornecida neste material não pretende ser, e não deve ser, distribuída ou passada adiante, direta ou indiretamente, a qualquer outra classe de pessoas na Austrália. Para os fins deste parágrafo, o termo “cliente institucional” tem o significado dado na seção 761G da Lei. Por favor, informe-nos imediatamente caso não seja um “cliente institucional” atualmente ou caso deixe de sê-lo em algum momento no futuro.

- Este material não foi criado especificamente para investidores australianos. Este material:
- Pode conter referências a valores em dólar que não sejam dólares australianos;
- Pode conter informações financeiras que não tenham sido elaboradas em conformidade com as práticas ou leis australianas;
- Pode não endereçar os riscos associados a se investir em investimentos em moeda estrangeira; e
- Não aborda questões tributárias da Austrália.

Referências a “J.P. Morgan” são ao JPM e subsidiárias e coligadas no mundo todo. “J.P. Morgan Private Bank” é o nome da marca dos negócios de private banking conduzidos pelo JPM.

Este material é para o seu uso pessoal e não deve ser circulado ou utilizado por alguma outra pessoa, ou copiado para uso não pessoal, sem a nossa permissão. Em caso de dúvidas ou se não desejar mais receber estes comunicados, entre em contato com a sua equipe do J.P. Morgan.

J.P.Morgan PRIVATE BANK