

Brasil em 2025

Investindo no Brasil

Authors: Luciano Telo, Chief Investment Officer Brazil, UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda; Ronaldo Patah, Head of Investment Strategy Brazil, UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda; Solange Srour, Head of Brazil Macroeconomics, UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda; Rafael Castilho, Brazil Economist, UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda

- Após três anos crescendo 3% ao ano, com desemprego na mínima dos últimos 10 anos e boa parte da desinflação pós pandemia já consolidada, a economia brasileira deve enfrentar desafios importantes em 2025. Boa parte dos obstáculos que antevemos para 2025 são consequência das políticas econômicas implementadas nos últimos anos, nos quais o gasto público subiu fortemente, sendo uma das principais forças para o crescimento do PIB recentemente.
- Ao iniciarmos o novo ano, a expectativa é que a taxa Selic comece 2025 em 12% ao ano ou próxima desse patamar, com a previsão de que as altas de juros persistam até pelo menos o primeiro semestre de 2025. Para um horizonte de três anos, após a divulgação de um pacote de controle de gastos que não atendeu às expectativas do mercado, a taxa projetada no mercado futuro já se aproxima de 14%.
- Os ativos indexados à inflação sofreram um duro ajuste de taxas para cima e costumam desempenhar negativamente contra o CDI enquanto o ciclo de alta de juros se desenvolve. Historicamente, taxas de juros reais de 7% apresentaram retornos superiores ao CDI para quem manteve essas posições por pelo menos quatro anos em todos os casos observados no passado.
- Com a perspectiva de juros mais altos por mais tempo, o mercado brasileiro de ações deve seguir sofrendo a concorrência de taxas de juros mais altas e apresentar a mesma dificuldade de desempenho que apresentou em 2024. Portanto, a alocação em renda variável não é uma prioridade nesse momento e entramos 2025 com alocação neutra.



O Ano à frente

Após três anos crescendo 3% ao ano, com desemprego na mínima dos últimos 10 anos e boa parte da desinflação pós pandemia já consolidada, a economia brasileira deve enfrentar desafios importantes em 2025. Boa parte dos obstáculos que antevemos para 2025 são consequência das políticas econômicas implementadas nos últimos anos, nos quais o gasto público subiu fortemente, sendo uma das principais forças para o crescimento do PIB recentemente.

O crescimento exagerado do gasto público tem algumas consequências negativas. A primeira é que ele vem acompanhado do crescimento da dívida pública para níveis preocupantes, principalmente para um país cujos desequilíbrios estruturais exigem uma taxa de juros real muito alta. Esse crescimento da dívida ocorre porque não há um equilíbrio no orçamento, com despesas acima das receitas na grande maioria dos últimos anos. A segunda consequência tem a ver com o tipo de gasto público efetivo, que é o ligado a benefícios sociais, incluindo os programas de transferência direta de renda. De fato, grande parte ou quase a totalidade desse tipo de benefício social acaba indo para o consumo, o que tem consequências inflacionárias. A alternativa para esse tipo de gasto público seria o gasto em infraestrutura, o que seria considerado investimento, com potencial de aumentar o PIB potencial do país a médio prazo. Obviamente, esse tipo de gasto público também envolve grandes riscos, uma vez que o Estado já provou várias vezes que sua capacidade de decidir e implementar investimentos de infraestrutura pode ser questionável.

Por fim, o crescimento do gasto público coloca em xeque o arcabouço fiscal, regra criada para evitar o crescimento da dívida pública, mas que até agora não se mostrou eficiente por conta de exceções e pressões políticas. A falta de confiança no arcabouço aumenta o prêmio de risco exigido pelo mercado nos ativos brasileiros.

A principal implicação desse cenário para o Brasil é juros mais altos por mais tempo. Uma vez que essa política tem consequências inflacionárias, o banco central provavelmente terá que combater essa inflação via aumento de juros. Esse aumento dos juros acaba sendo maior e mais duradouro quanto mais frouxa for a política fiscal do governo.

O cenário de déficits fiscais recorrentes e dívida pública em trajetória de alta coloca uma pressão negativa na moeda brasileira. Essa tendência de desvalorização retroalimenta o processo inflacionário, colocando ainda mais pressão nas taxas de juros praticadas pelo banco central e nos juros pagos nos títulos emitidos pelo tesouro nacional. A pressão sobre o câmbio em 2025 tende a ser acompanhada pela tendência global de valorização do dólar americano, de

acordo com o cenário descrito no nosso relatório “Year Ahead 2025”.

Ao longo de 2025, os agentes econômicos devem começar a se preparar para o cenário político de 2026, quando o Brasil terá eleições gerais para presidente, governadores, senadores e deputados federais. Isso começará a impactar o mercado em meados do ano, com implicações nos preços dos ativos. Investidores deverão se preparar para um aumento na volatilidade advinda do mundo político também.

Em suma, vemos um ano de muitos desafios para a economia brasileira, com riscos de desaceleração econômica, juros altos por mais tempo, inflação pressionada e incertezas políticas. A seguir, descrevemos nossa visão para as principais classes de ativos brasileiras em 2025.

Considere que as taxas de juros serão altas no início do ano

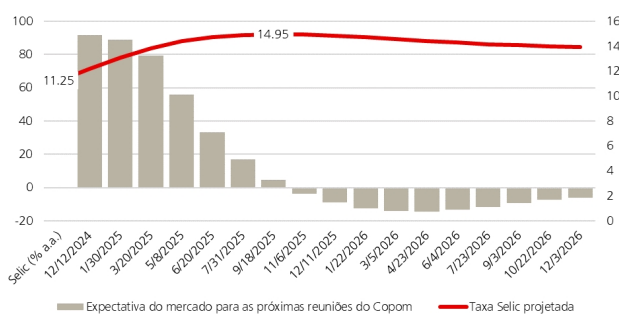
Atualmente, o Brasil está enfrentando um novo ciclo de alta nas taxas de juros, mesmo em um cenário no qual, por enquanto, se espera a continuidade de cortes nas taxas de juros básicas nos Estados Unidos.

Ao iniciarmos o novo ano, a expectativa é que a taxa Selic comece 2025 em 12% ao ano ou próxima desse patamar, com a previsão de que as altas de juros persistam até pelo menos o primeiro semestre de 2025. Para um horizonte de três anos, após a divulgação de um pacote de controle de gastos que não atendeu às expectativas do mercado, a taxa projetada no mercado futuro já se aproxima de 14%. Isso indica que o mercado reconhece a necessidade de juros mais altos para garantir que a inflação convirja para a meta estabelecida pelo Banco Central.

Esse nível de taxa anualizada projetada já supera o CDI acumulado em 2024. Portanto, a expectativa é que o Banco Central do Brasil ainda tenha a tarefa de finalizar o ciclo de alta de juros, que o mercado considera essencial, antes de, em um momento posterior e dependendo das condições globais, considerar a possibilidade de cortes nas taxas, o que parece ainda muito distante nesse momento.

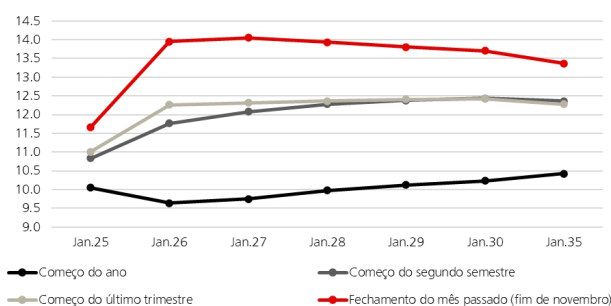
Até lá, é prudente manter uma sobrealocação na classe de ativos de renda fixa pós-fixada. Essa estratégia tende a minimizar a volatilidade e a proporcionar um retorno significativamente acima da inflação, reconhecendo que o mercado ainda não alcançou um equilíbrio e que as taxas de juros no Brasil devem continuar a subir até que se estabilizem as expectativas em relação ao câmbio e à inflação.

Expectativas do mercado para as próximas reuniões do Copom e para a Selic (pbs, %)



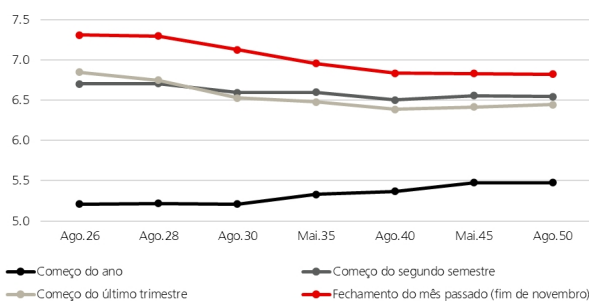
Fonte: Bloomberg, UBS WM, 3 de dezembro de 2024

Expectativas de mercado para títulos soberanos prefixados brasileiros (%)



Fonte: Bloomberg, UBS WM, 3 de dezembro de 2024

Expectativas de mercado para os títulos soberanos brasileiros indexados à inflação (NTN-Bs) (%)



Fonte: Bloomberg, UBS WM, 3 de dezembro de 2024

Apesar do custo de oportunidade alto e a incerteza fiscal esperados para 2025, as taxas reais para o médio e longo prazo estão em patamar historicamente elevado

Os ativos indexados à inflação sofreram um duro ajuste de taxas para cima e costumam desempenhar negativamente contra o CDI enquanto o ciclo de alta de juros se desenvolve.

Devemos reconhecer que, em momentos de elevação de taxas de juros básicas, os ativos que têm um componente prefixado como títulos ligados à inflação e títulos prefixados costumam perder valor. A marcação a mercado dos títulos

em momento em que não se sabe ainda a que nível os juros básicos devem chegar e a taxa de câmbio, a inflação corrente e as expectativas de inflação ainda estão pressionadas deve prejudicar os retornos dessas classes de ativos. Assim, o ambiente para os próximos seis meses ainda pode trazer mais marcações a mercado contrárias para posições aplicadas em juros.

Ainda assim, temos alocação em ativos ligados à inflação na carteira por diversas razões. A primeira é que as taxas de juros reais de 7% para títulos de prazo intermediário que remuneram o investidor hoje são historicamente altas. Adquirir ativos nesse nível rendeu retornos superiores ao CDI para quem manteve essas posições por pelo menos quatro anos em todos os casos observados no passado.

Olhando para a frente, mesmo em um ambiente potencialmente mais inflacionário nos Estados Unidos, que pode exigir que os juros reais fiquem mais altos por lá por mais tempo, as evidências são de que juros reais nos Estados Unidos na casa dos atuais 2,00% e juros reais próximos a 7% aqui costumam trazer desaceleração econômica à frente, corrigindo o nível de juros esperado para o médio prazo.

Obviamente, ainda existem riscos à condução fiscal no Brasil. As taxas de juros real no Brasil para títulos de 10 anos já atingiram um pico de 7,80% em 2015 em um momento de preocupação com as contas públicas do país e em um momento em que os juros reais americanos estavam próximos a 0,5%, ou seja, abaixo dos 2% atuais. Apenas para fazermos um exercício simplificado, se adicionarmos mecanicamente mais 1,5% nas taxas reais brasileiras para mantermos o diferencial de juros entre os países no mesmo nível de 2015, o estresse poderia ser estimado em inéditos e assustadores 9,30%.

No entanto, esse nível de juros, se hipoteticamente atingido, seria indicativo de uma desconfiança muito grande do mercado com relação à condução fiscal brasileira. Um nível de juros tão restritivo poderia impactar a popularidade de qualquer presidente, porque certamente teria reflexos na atividade econômica. Assim, um choque dessa magnitude provavelmente se resolve ou com pressão política para correção de rumo, provavelmente um ajuste fiscal mais ambicioso e outras reformas estruturais, ou mesmo com a troca de governo na eleição seguinte. Vale lembrar que esses títulos geralmente são mais longos que os ciclos econômicos ou eleitorais.

Nesse momento, estamos com uma relação dívida-PIB da ordem de 79% e, no momento mais agudo de prêmio de mercado para as taxas reais em 2015 estávamos em um patamar já elevado de 65%, mas ainda inferior ao atual. Assim, uma análise fria dos fundamentos poderia fazer o mercado pedir algum prêmio adicional. A falta de

sinalização do governo para o equilíbrio das contas públicas, o maior endividamento e déficit nominal, e juros em patamares mais elevados nos Estados Unidos, poderia levar essa taxa a níveis muito extremos com fortes consequências para a atividade econômica.

De todos os fundamentos, aquele que parece mais próximo de melhorar é o nível de juros reais nos Estados Unidos. Projetamos uma redução nos retornos reais embutidos nos títulos do tesouro dos Estados Unidos ao longo de 2025, mas esse movimento deve ser gradual e, após seu final, é possível que o equilíbrio entre inflação e juros se dê com juros reais ainda altos lá fora por um período mais prolongado, ainda que em patamares inferiores aos atuais.

Nas posições prefixadas, seguimos subalocados, apesar do mercado embutir inflações implícitas elevadas, por ainda acreditarmos que estamos longe do fim do processo de alta de juros no Brasil.

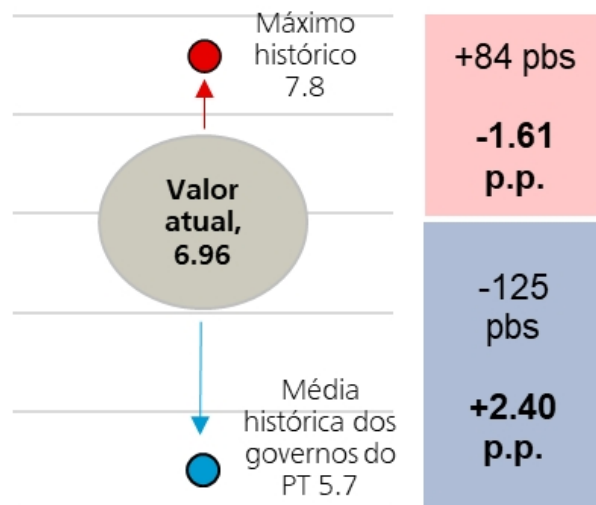
Assim, para investidores que tem horizontes de investimento mais longos e entendem que, para patrimônios de maior tamanho, é necessária uma exposição a diferentes fatores, como, por exemplo, índices de inflação, mantivemos a alocação nessa classe de ativo. Importante salientar que travar uma taxa de juros real próxima a 7% praticamente garante o dobro de capital em 10 anos. Vale lembrar que essa posição é de longo prazo e precisa do final do ciclo de alta de juros e da sinalização em algum momento de algum equilíbrio fiscal para oferecer ganhos de capital.

Nossa visão nesse momento é que teremos dois anos pela frente em que a incerteza fiscal estará presente porque o governo não conseguiu reancorar as expectativas de condução fiscal com o pacote divulgado no final de novembro e as expectativas são de maior dificuldade em apresentar medidas impopulares à medida em que o ciclo eleitoral se aproxima.

Assim, as posições de juros reais precisariam de um gatilho mais claro para mudar preço. No ambiente atual, isso somente aconteceria com a perspectiva de um ajuste fiscal crível ou em mudança de orientação de governo.

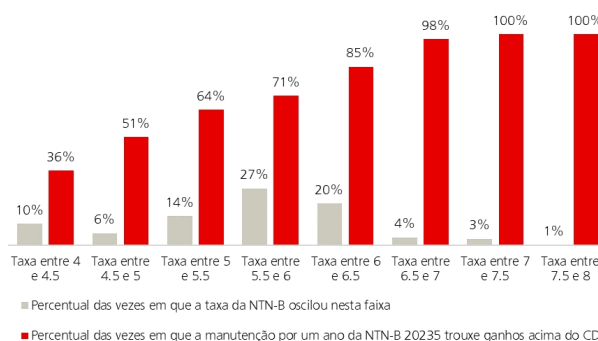
Mantivemos nesse momento a posição em ativos ligados à inflação pelo nível de juros reais elevado e por essa classe de ativos acompanhar uma eventual elevação na inflação. Seguimos com posição de *duration* intermediária nessa classe que vai além dos próximos dois anos, uma vez que, no curto prazo, os juros básicos no Brasil devem seguir em alta e os títulos indexados à inflação de prazo mais curto podem sofrer mais ajustes nos próximos meses pelo custo de oportunidade dos juros prefixados elevados dos próximos dois anos.

Teste de estresse dos títulos soberanos indexados à inflação (NTN-Bs) do Brasil



Fonte: Bloomberg, UBS WM.

Ocorrência de retornos positivos no longo prazo e rendimentos vinculados à inflação (NTN-Bs) (%)



Fonte: Bloomberg, UBS WM. – Período analisado: janeiro de 2010 até abril de 2023.

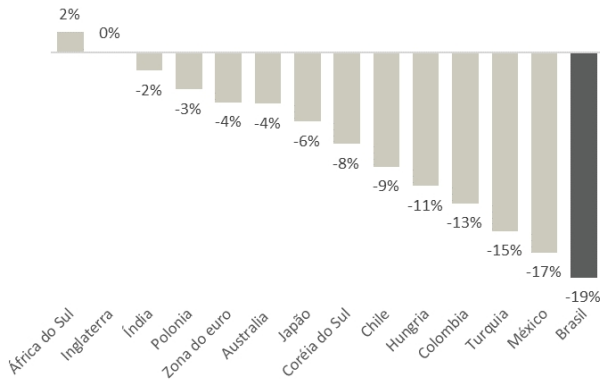
O pacote fiscal era a possibilidade do governo melhorar preços dos ativos brasileiros e decepcionou

O pacote fiscal era a possibilidade do governo melhorar preços dos ativos. O mercado havia ficado em compasso de espera sobre medidas de correção de gastos, uma vez que a sustentabilidade da dívida pública foi um fator direcionador de preços ao longo de 2024. Após a eleição americana, as moedas globais estão em movimento de perda de valor e os juros de longo prazo e bolsas fora dos Estados Unidos estão sob pressão. A expectativa de um corte de gastos mais significativo havia permitido aos ativos brasileiros desempenharem acima dos seus pares desde a eleição nos Estados Unidos.

Com a oportunidade de um pacote fiscal mais robusto sendo perdida após a divulgação do pacote do dia 27 de

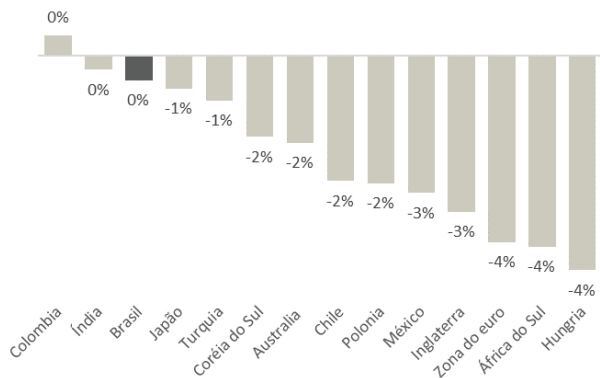
novembro, o Brasil segue agora a tendência global de maior força para o dólar e de continuidade na pressão sobre juros no mundo, somada a um estímulo ao consumo local caso a isenção de IR para quem ganha até 5 mil reais mensais seja aprovada (caso o seja, só entraria em vigor em 2026), o que adicionaria ainda mais pressão sobre juros e inflação em um momento em que esses indicadores já estão pressionados.

Performance de moedas acumulado no ano (%)



Fonte: Bloomberg, UBS WM, 3 de dezembro de 2024

Desempenho das moedas entre resultado da eleição americana e o anúncio do pacote fiscal (%)



Fonte: Bloomberg, UBS WM, 26 de novembro de 2024

Mercado de ações no Brasil enfrenta concorrência de juros altos

Com a perspectiva de juros mais altos por mais tempo, o mercado brasileiro de ações deve seguir sofrendo a concorrência de taxas de juros mais altas e apresentar a mesma dificuldade de desempenho que apresentou em 2024.

A ausência de setores mais diretamente beneficiados pela revolução da inteligência artificial também dificulta que o mercado local acompanhe bolsas que tem crescido muito, como os índices dos Estados Unidos, por exemplo.

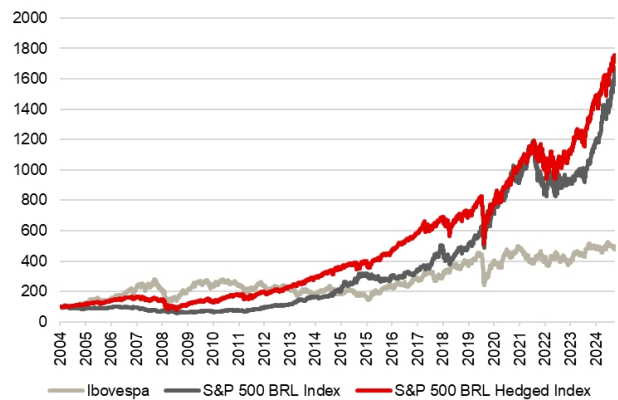
Assim, a alocação em renda variável não é uma prioridade nesse momento e entramos 2025 com alocação em níveis neutros para padrões históricos e reconhecemos a dificuldade dessa classe desempenhar diante da concorrência de juros no Brasil e de desempenho excepcional das bolsas dos Estados Unidos.

Procure retornos em mercados descorrelacionados

O ideal na montagem de carteiras de investimentos é encontrar o maior número possível de classes de ativos com retornos positivos e independentes, ou seja, cujo resultado não seja correlacionado entre elas.

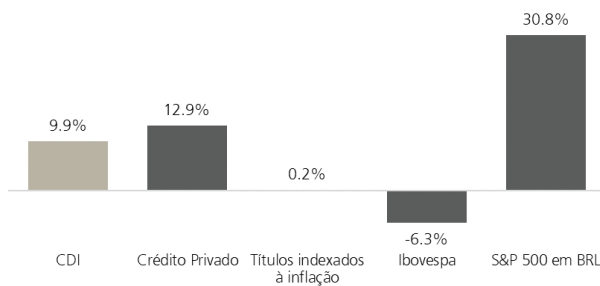
Recomendamos, por exemplo, uma alocação na bolsa americana para a nossa carteira em reais mesmo para quem já tem investimentos em bolsa nos Estados Unidos em carteiras globais. A decisão de ter esse investimento também na carteira local se deve ao potencial de retorno da classe, da possibilidade de dar exposição a setores sub-representados na bolsa brasileira (como as empresas com exposição a inteligência artificial) e a possibilidade de termos um ativo que não dependa de um ambiente melhor para mercados emergentes ou da melhora da percepção da situação fiscal no Brasil nos portfólios.

Desempenho de longo prazo da bolsa de valores americana e da bolsa de valores brasileira (USD, BRL, BRL)



Fonte: Bloomberg, UBS WM.

Desempenho das classes de ativos durante o ano (%)



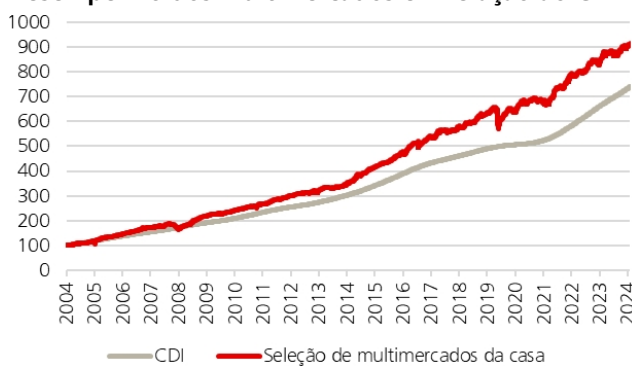
Fonte: Bloomberg, UBS WM.

Evite tomar decisões baseadas apenas em resultados recentes

Apesar dos retornos desde a crise da Covid terem sido inferiores ao histórico de longo prazo, os fundos multimercados continuam a ser uma parte importante da alocação. Nos últimos anos, os fundos multimercados apresentaram um desempenho abaixo do esperado. No entanto, nos últimos meses, essa classe de ativos tem mostrado uma recuperação, com desempenhos médios superiores ao CDI. Em períodos mais longos, mesmo com a recente performance inferior dos últimos anos incluída, esses fundos conseguem superar os juros de referência e oferecem retornos descorrelacionados do direcionamento do mercado.

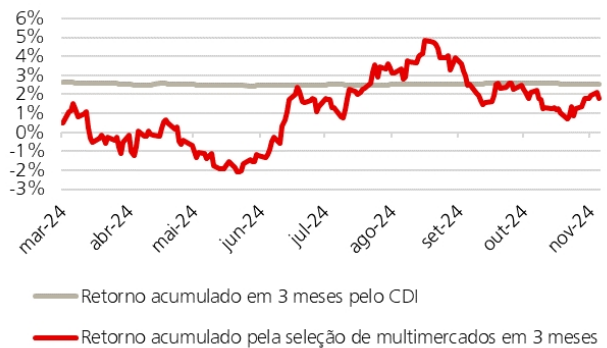
Assim, mudar demais a alocação pode diminuir o retorno de longo prazo e reduzir exposições a classes que tem conseguido, em prazos mais longos, adicionar retorno para as carteiras. Prever quando essa posição começa a compensar, às vezes, é desafiador, como a performance deste ano demonstrou.

Desempenho dos multimercados em relação ao CDI



Fonte: Bloomberg, UBS WM, 29 de novembro de 2024

Retorno acumulado de taxa livre de risco e multimercados locais (% 3M)



Fonte: Bloomberg, UBS WM, 29 de novembro de 2024

Procure estruturas eficientes para investimento

A legislação brasileira mudou recentemente e suprimiu o diferimento de imposto para fundos exclusivos fechados, que eram veículos muito usados por investidores por serem eficientes tributariamente e permitirem uma estrutura centralizada de gestão de recursos das famílias com controle de governança e, em alguns casos, como instrumento de planejamento sucessório.

Essa mudança iniciou uma redistribuição de recursos em instrumentos diferentes como letras isentas, debêntures de infraestrutura compradas diretamente ou em estruturas de fundos, fundos multimercado em estruturas de FIA ou de FIM com tributação de renda variável que permitem diferimento de impostos. Também aumentou a atratividade dos investimentos em fundos de previdência que apresentam alíquotas menores de imposto de longo prazo, além de fundos de participação para investimentos ilíquidos, somente para citar alguns.

Nossa recomendação é de que os investidores remontem suas carteiras com essa nova estrutura em mente, o que provavelmente envolve a utilização de instrumentos variados para maximizar a eficiência tributária.

Pense além da geração atual

É fundamental considerar alocações de investimento que transcendam o ciclo econômico e até mesmo a geração atual, projetando-se para as próximas décadas. Em um cenário onde os juros permanecem altos e a estabilidade fiscal é incerta, muitas empresas privadas enfrentam dificuldades para acessar o mercado de capitais, seja para obter crédito ou realizar ofertas de ações. Nesse contexto, o capital paciente e de longo prazo pode preparar o terreno para retornos significativos nos próximos anos, especialmente ao aproveitar oportunidades de investimentos descontados.

Fundos de investimento em empresas de capital privado, fundos de situações especiais, recebíveis judiciais e o desenvolvimento de projetos imobiliários são exemplos de investimentos ilíquidos que merecem ser mantidos ou reforçados nas carteiras. Essas opções visam buscar retornos superiores ao longo de mais de uma década, incentivando uma visão que vai além da perspectiva imediata e do desempenho do próximo ano.

Non-Traditional Assets

Non-traditional asset classes are alternative investments that include hedge funds, private equity, real estate, and managed futures (collectively, alternative investments). Interests of alternative investment funds are sold only to qualified investors, and only by means of offering documents that include information about the risks, performance and expenses of alternative investment funds, and which clients are urged to read carefully before subscribing and retain. An investment in an alternative investment fund is speculative and involves significant risks. Specifically, these investments (1) are not mutual funds and are not subject to the same regulatory requirements as mutual funds; (2) may have performance that is volatile, and investors may lose all or a substantial amount of their investment; (3) may engage in leverage and other speculative investment practices that may increase the risk of investment loss; (4) are long-term, illiquid investments, there is generally no secondary market for the interests of a fund, and none is expected to develop; (5) interests of alternative investment funds typically will be illiquid and subject to restrictions on transfer; (6) may not be required to provide periodic pricing or valuation information to investors; (7) generally involve complex tax strategies and there may be delays in distributing tax information to investors; (8) are subject to high fees, including management fees and other fees and expenses, all of which will reduce profits.

Interests in alternative investment funds are not deposits or obligations of, or guaranteed or endorsed by, any bank or other insured depository institution, and are not federally insured by the Federal Deposit Insurance Corporation, the Federal Reserve Board, or any other governmental agency. Prospective investors should understand these risks and have the financial ability and willingness to accept them for an extended period of time before making an investment in an alternative investment fund and should consider an alternative investment fund as a supplement to an overall investment program.

In addition to the risks that apply to alternative investments generally, the following are additional risks related to an investment in these strategies:

- **Hedge Fund Risk:** There are risks specifically associated with investing in hedge funds, which may include risks associated with investing in short sales, options, small-cap stocks, "junk bonds," derivatives, distressed securities, non-U.S. securities and illiquid investments.
- **Managed Futures:** There are risks specifically associated with investing in managed futures programs. For example, not all managers focus on all strategies at all times, and managed futures strategies may have material directional elements.
- **Real Estate:** There are risks specifically associated with investing in real estate products and real estate investment trusts. They involve risks associated with debt, adverse changes in general economic or local market conditions, changes in governmental, tax, real estate and zoning laws or regulations, risks associated with capital calls and, for some real estate products, the risks associated with the ability to qualify for favorable treatment under the federal tax laws.
- **Private Equity:** There are risks specifically associated with investing in private equity. Capital calls can be made on short notice, and the failure to meet capital calls can result in significant adverse consequences including, but not limited to, a total loss of investment.
- **Foreign Exchange/Currency Risk:** Investors in securities of issuers located outside of the United States should be aware that even for securities denominated in U.S. dollars, changes in the exchange rate between the U.S. dollar and the issuer's "home" currency can have unexpected effects on the market value and liquidity of those securities. Those securities may also be affected by other risks (such as political, economic or regulatory changes) that may not be readily known to a U.S. investor.

Emerging Market Investments

Investors should be aware that Emerging Market assets are subject to, amongst others, potential risks linked to currency volatility, abrupt changes in the cost of capital and the economic growth outlook, as well as regulatory and socio-political risk, interest rate risk and higher credit risk. Assets can sometimes be very illiquid and liquidity conditions can abruptly worsen. CIO GWM generally recommends only those securities it believes have been registered under Federal U.S. registration rules (Section 12 of the Securities Exchange Act of 1934) and individual State registration rules (commonly known as "Blue Sky" laws). Prospective investors should be aware that to the extent permitted under US law, CIO GWM may from time to time recommend bonds that are not registered under US or State securities laws. These bonds may be issued in jurisdictions where the level of required disclosures to be made by issuers is not as frequent or complete as that required by US laws. For more background on emerging markets generally, see the CIO GWM Education Notes, Emerging Market Bonds: Understanding Emerging Market Bonds, 12 August 2009 and Emerging Markets Bonds: Understanding Sovereign Risk, 17 December 2009. Investors interested in holding bonds for a longer period are advised to select the bonds of those sovereigns with the highest credit ratings (in the investment grade band). Such an approach should decrease the risk that an investor could end up holding bonds on which the sovereign has defaulted. Sub-investment grade bonds are recommended only for clients with a higher risk tolerance and who seek to hold higher yielding bonds for shorter periods only.

Appendix

As visões de investimento do UBS Chief Investment Office ("CIO") são elaboradas e publicadas pela área de negócios Global Wealth Management do UBS Switzerland AG (entidade regulamentada pela FINMA na Suíça), ou por afiliadas ("UBS"), que faz parte do UBS Group AG ("UBS Group"). O Grupo UBS abrange o antigo Credit Suisse AG, suas subsidiárias, filiais e afiliadas. Um disclaimer adicional relevante para a Gestão de Patrimônio do Credit Suisse encontra-se no final da presente seção.

As visões de investimento foram preparadas em conformidade com os requisitos legais destinados a fomentar a **independência da pesquisa de investimentos**.

Pesquisa de investimentos genérica – Informações sobre riscos:

Esta publicação destina-se a **fins exclusivamente informativos** e não se destina a ser uma oferta, nem um convite para apresentar uma oferta, para comprar ou vender qualquer investimento ou outro produto específico. A análise aqui contida não constitui uma recomendação pessoal nem leva em consideração os objetivos de investimento, estratégias de investimento, situação financeira e necessidades de qualquer destinatário específico. Ela é baseada em diversas premissas. Premissas diferentes podem levar a resultados substancialmente diferentes. Alguns produtos e serviços estão sujeitos a restrições legais e não podem ser oferecidos irrestritamente em todo o mundo e/ou podem não ser qualificados para venda a todos os investidores. Todas as informações e opiniões expressas neste documento foram obtidas em boa-fé junto a fontes tidas como confiáveis, mas não é feita qualquer declaração nem dada qualquer garantia, expressa ou implícita, quanto a elas serem exatas ou completas (salvo pelas informações relativas ao UBS). Todas as informações e opiniões, bem como quaisquer projeções, estimativas e preços citados, estão atualizadas até a data deste relatório e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Devido à utilização de premissas e/ou critérios diferentes, as opiniões aqui expressas podem ser diferentes ou contrárias às de outras áreas de negócios ou divisões do UBS.

Em nenhuma circunstância este documento ou qualquer informação nele contida (inclusive projeções, valores, índices ou outro valor calculado ("Valores")) poderá ser usada para qualquer uma das seguintes finalidades (i) para fins de avaliação ou contabilidade; (ii) para determinar valores devidos ou pagáveis, o preço ou valor de qualquer instrumento ou contrato financeiro, ou (iii) para medir o desempenho de qualquer instrumento financeiro inclusive, entre outros, acompanhar o retorno ou o desempenho de qualquer Valor, definir a alocação de ativos de carteira ou calcular taxas de performance. Ao receber este documento e as informações, será considerado que você declarou e garantiu ao UBS que não usará este documento nem usará suas informações para qualquer uma das finalidades acima. O UBS e seus diretores ou funcionários podem ter o direito de, a qualquer tempo, manter posições compradas ou vendidas nos instrumentos de investimento aqui mencionados, efetuar transações envolvendo os instrumentos de investimento citados, por conta própria ou na condição de agentes, prestar quaisquer outros serviços ou ter executivos que atuem como membros do conselho de um emissor, do próprio instrumento de investimento ou de qualquer empresa comercial ou financeiramente associada a tal emissor. A qualquer momento, as decisões de investimento (inclusive quanto à compra, venda ou manutenção de títulos mobiliários) tomadas pelo UBS e seus funcionários poderão diferir ou divergir das opiniões expressas nas publicações de pesquisa do UBS. Alguns investimentos podem não apresentar liquidez imediata e, portanto, o valor do investimento bem como a identificação do risco a que o investidor está exposto podem ser difíceis de quantificar. O UBS baseia-se na política de barreiras de informação para controlar o fluxo de informações dentro de uma ou mais de suas áreas e entre suas áreas, unidades, divisões ou afiliadas. As negociações com Futuros e Opções não são adequadas a todos os investidores, já que envolvem risco substancial de prejuízos, que podem ser superiores ao investimento inicial. O desempenho passado de um investimento não é garantia de seu desempenho futuro. Informações adicionais serão disponibilizadas mediante solicitação. Alguns investimentos podem resultar em significativas perdas de valor, podendo, inclusive, acarretar perdas superiores ao capital aplicado e conseqüente necessidade de aporte de recursos adicionais. Oscilações nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço, valor ou rendimento de um investimento. O(s) analista(s) responsável(is) pela preparação deste relatório pode(m) interagir com profissionais da mesa de operações, da área de vendas ou com representantes de outras áreas visando coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado.

Diferentes áreas, grupos e funcionários do UBS Group podem produzir e distribuir produtos de pesquisa separados, **independentemente uns dos outros**. Por exemplo, as publicações de pesquisa do **CIO** são produzidas por UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** é elaborado pelo UBS Investment Bank. **As metodologias de pesquisa e os sistemas de classificação de cada organização de pesquisa separada podem ser diferentes**, por exemplo, em termos de recomendações de investimento, horizonte de investimento, pressupostos de modelo e métodos de avaliação. Como consequência, com exceção de determinadas previsões econômicas (para as quais o UBS CIO e o UBS Global Research podem colaborar), as recomendações de investimento, classificações, metas de preço e avaliações fornecidas por cada uma das organizações de pesquisa separadas podem ser diferentes ou inconsistentes. Você deve consultar cada produto de pesquisa relevante para obter detalhes sobre suas metodologias e sistema de classificação. Nem todos os clientes podem ter acesso a todos os produtos de todas as organizações. Cada produto de pesquisa está sujeito às políticas e aos procedimentos da organização que o elabora.

remuneração do(s) analista(s) que prepararam este relatório é determinada exclusivamente pela administração de pesquisas e a alta direção (não incluindo investment banking). A remuneração do analista não é baseada em receitas de investment banking, vendas e negociações ou de negociações principais; contudo, a remuneração poderá ser relacionada às receitas do UBS Group como um todo, das quais investment banking, vendas e negociações e negociações principais fazem parte.

O tratamento tributário dependerá das circunstâncias específicas e pode estar sujeito a alterações. O UBS não presta assessoria jurídica ou tributária nem faz declarações relativas ao tratamento tributário de ativos ou do retorno de investimentos, seja em termos gerais ou com referência a circunstâncias e necessidades de clientes específicos. Este material

não leva em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de cada um de nossos clientes e recomendamos obter assessoria financeira e/ou jurídica com relação às possíveis implicações (incluindo tributárias) do investimento em qualquer dos produtos aqui apresentados.

É proibido reproduzir ou distribuir cópias deste material sem a prévia autorização do UBS. A menos que acordado de outra maneira por escrito, o UBS proíbe expressamente a distribuição e transferência deste documento a terceiros por qualquer motivo. O UBS não aceita qualquer responsabilidade por quaisquer reclamações ou processos judiciais apresentados por terceiros e decorrentes do uso ou distribuição deste material. Este relatório destina-se a distribuição apenas nas circunstâncias permitidas pela legislação pertinente. Para obter informações sobre como o CIO administra conflitos e mantém a independência de suas visões de investimento e publicações e sobre as metodologias de pesquisa e classificação, visite o site www.ubs.com/research-methodology. Informações adicionais sobre os autores do conteúdo desta e de outras publicações do CIO mencionadas neste relatório e exemplares de relatórios anteriores sobre o tema desta edição podem ser obtidos mediante solicitação a seu consultor de cliente.

Informações importantes sobre Estratégia de Investimentos Sustentáveis: As estratégias de investimento sustentável buscam considerar e integrar fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) ao processo de investimento e à construção de carteira. Estratégias em diferentes regiões abordam a análise de ESG e incorporam as constatações por diversas formas. Incorporar fatores de ESG ou considerações de investimentos sustentáveis pode inibir a habilidade do UBS de participar ou assessorar em relação a determinadas oportunidades de investimento que, de outra maneira, estariam de acordo com os objetivos de investimento do cliente. Os retornos sobre uma carteira que incorporam fatores de ESG ou considerações de investimentos sustentáveis podem ser menores ou maiores do que carteiras onde fatores de ESG, exclusões ou outros problemas de sustentabilidade não sejam considerados pelo UBS, e as oportunidades de investimento disponíveis a essas carteiras podem diferir.

Gestores externos de ativos/Consultores financeiros externos: Caso este estudo ou publicação seja oferecido a um gestor externo de ativos ou consultor financeiro externo, o UBS proíbe expressamente que ele o redistribua ou disponibilize a seus clientes e/ou terceiros.

EUA: Distribuído para pessoas dos EUA única e exclusivamente pela UBS Financial Services Inc. ou UBS Securities LLC, subsidiárias do UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS são afiliadas do UBS AG. **O UBS Financial Services Inc. aceita responsabilidade pelo conteúdo de um relatório preparado por uma afiliada que não seja dos EUA quando distribui relatórios a cidadãos dos EUA. Todas as transações feitas por um cidadão dos EUA nos títulos mencionados neste relatório devem ser realizadas por meio de um corretor registrado nos EUA afiliado ao UBS e não por meio de um afiliado que não seja dos EUA. Os conteúdos deste relatório não foram e não serão aprovados por nenhuma autoridade em títulos ou investimentos nos Estados Unidos ou em qualquer outro local. O UBS Financial Services Inc. não está atuando como consultor municipal para qualquer entidade municipal ou indivíduo obrigado dentro do significado manifestado na Seção 15B da Lei de Valores Mobiliários (a "Regra de Consultoria Municipal") e as opiniões ou visões aqui contidas não têm a intenção e tampouco constituem aconselhamento dentro do significado da Regra de Consultoria Municipal.**

Para obter informações sobre o país, acesse ubs.com/cio-country-disclaimer-gr ou peça ao seu consultor financeiro o documento completo de informações sobre riscos.

Disclaimer adicional relevante para a Gestão de Patrimônio do Credit Suisse

Você recebe este documento enquanto cliente da Gestão de Patrimônio do Credit Suisse. Seus dados pessoais serão processados de acordo com a declaração de privacidade do Credit Suisse, disponível no seu domicílio por meio do site oficial do Credit Suisse: <https://www.credit-suisse.com>. Para lhe fornecer materiais de marketing relativos aos nossos produtos e serviços, o UBS Group AG e as suas subsidiárias podem tratar os seus dados pessoais essenciais (p.ex., dados de contato como o nome e o endereço de e-mail) até que nos notifique que não pretende continuar a recebê-los. Pode optar por não receber estes materiais em qualquer altura, informando o seu Gestor de Conta.

Salvo especificação em contrário neste documento e/ou dependendo da entidade local do Credit Suisse emissora deste relatório, este documento é distribuído pelo UBS Switzerland AG, autorizado e regulamentado pela Autoridade de Supervisão do Mercado Financeiro da Suíça (FINMA).

Versão C/2024. CIO82652744

© UBS 2024. O logotipo das chaves e a denominação UBS são marcas comerciais registradas e não registradas do UBS. Todos os direitos reservados.