

INSIGHT

ANÁLISE DE MERCADO TRIMESTRAL

T3 2021

DESTAQUES DESSA EDIÇÃO:



ESTRATÉGIA GLOBAL
ALOCAÇÃO DE ATIVOS



SELEÇÃO GLOBAL DE
VALORES MOBILIÁRIOS



ALOCAÇÃO REGIONAL
DE ATIVOS



CONSTRUÇÃO REGIONAL
DE PORTFÓLIOS

Um grande salto



VISÃO GERAL

O melhor dos tempos,
o pior dos tempos

SUÍÇA

A traiçoeira tarefa de
Reformar a previdência

AMÉRICA LATINA

Mais arriscado

FOCO ESPECIAL

Perturbação financeira

VISÃO GERAL

Depois de um dos piores anos para o crescimento da economia mundial, em 2021 parece que teremos um dos melhores. De fato, o salto nas atividades é maior do que muitos esperavam há poucos meses.

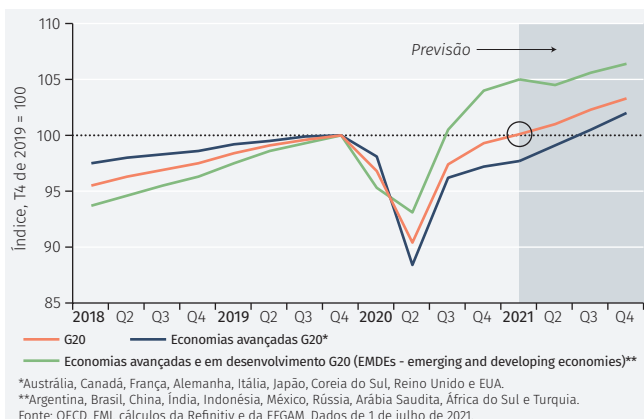
Recuperação mundial: um grande salto

“Foi o melhor dos tempos; foi o pior dos tempos”¹ é um resumo adequado para os desenvolvimentos econômicos globais deste e do último ano.

Neste ano, o Banco Mundial prevê uma recuperação mais forte pós-recessão para a economia mundial em mais de oito anos.² O Fed revisou sua previsão de crescimento do PIB no EUA em até 7% (de 4,2% há apenas sete meses).³

No ano passado, a contração do PIB real dos EUA foi a maior já registrada no período pós-guerra; referente à zona do euro, a queda foi a maior desde seu início em 1999; e para o RU, o declínio de 2020 foi o maior desde 1706, quando o RU entrou em guerra com a França.

1. PIB G20: de volta ao nível pré-crise

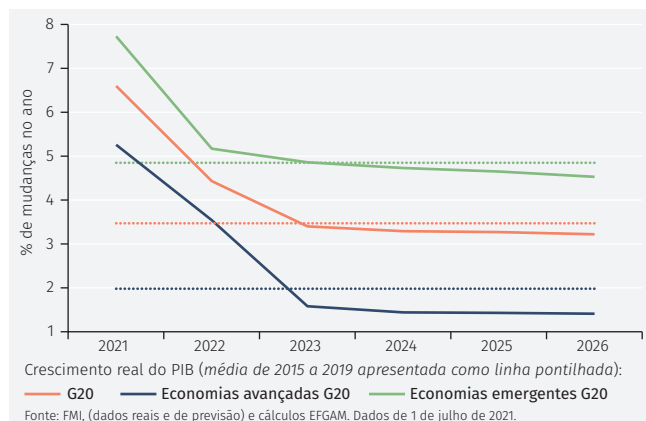


Para as economias G20 no total, o PIB real já estava acima de seu nível pré-Covid no primeiro trimestre de 2021 (ver Figura 1). Tal recuperação foi liderada pela China; mas a Coreia e a Austrália também estiveram acima de seus níveis pré-Covid. Estima-se que os EUA ultrapassem este marco no segundo trimestre; e a maioria das economias europeias estarão perto de seu PIB pré-pandemia até o fim de 2021 ou início 2022. Considerando que a resposta fiscal para apoiar a economia dos EUA foi rápida e significativa; a resposta da zona do euro, mesmo que ainda seja grande, ocorre mais “lentamente” – focando nas prioridades a longo prazo, tais como reprimindo as emissões de CO2 e a retomada das tecnologias digitais.

Taxas de crescimento rápido não serão sustentadas

Após os níveis de atividade pré-Covid serem recuperados, o que podemos esperar? As taxas de crescimento podem permanecer altas durante um tempo, conforme a procura reprimida (especialmente com relação a viagens, feriados e entretenimento) se recupera aos poucos. Entretanto, pensando no futuro, ou seja, de 2023 em diante, muitos (principalmente o FMI, cujas previsões são exibidas na Figura 2) estão preocupados, pois poderá haver uma desaceleração de índices

2. Crescimento G20: voltando ao “normal”?

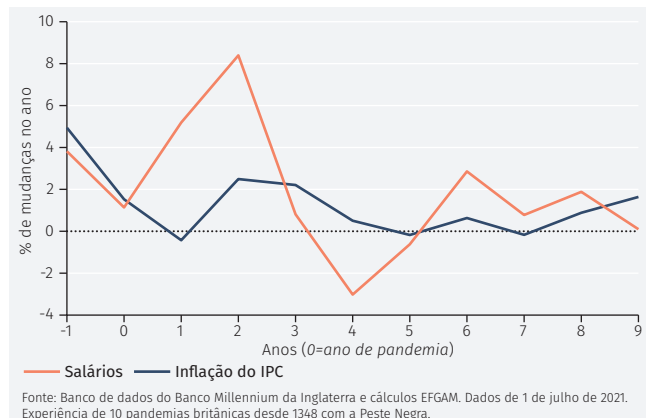


abaixo do ritmo pré-Covid. As preocupações encontram-se em uma série de vertentes. O crescimento desacelerado populacional e de trabalho são uma característica de muitas economias desenvolvidas, assim como na China. As tendências de produtividade fraca continuam sendo uma preocupação e, como Paul Krugman brincou, “a produtividade não é tudo, mas a longo prazo é praticamente tudo”. Em outras palavras, a capacidade de um país de aprimorar seu padrão de vida ao longo do tempo depende totalmente de sua capacidade de elevar resultados por trabalhador. A qualidade da infraestrutura necessária para facilitar – tanto a variedade da “velha guarda” (transportes, energia, água e saneamento) como a do mundo digital – varia imensamente. Aprimoramento é uma prioridade em qualquer lugar.

Pressões de inflação tendem a regredir

A outra grande incerteza econômica para os meses pela frente está realacionada à inflação. Uma recuperação na inflação foi vista em muitas economias, especialmente nos EUA. Há questões que podem anunciar o início de um período novo e de mais inflação para a economia mundial; mas a maioria dos

3. Pandemia, inflação e salários



¹ A frase inicial de Charles Dickens' *Um Conto de Duas Cidades*.

² Banco Mundial *Perspectivas econômicas mundiais* Junho de 2021. <https://tinyurl.com/yz35efjr>

³ Fed: *Resumo das projeções econômicas*. Calculado como crescimento entre o quarto trimestre do ano em curso e o quarto trimestre do ano anterior.

VISÃO GERAL

bancos centrais, assim como muitos analistas do setor privado, veem isso como algo temporário. Por enquanto, estamos provavelmente em um momento de “confusão com pico de inflação”: discernir a tendência inerente é muito mais difícil do que o normal.

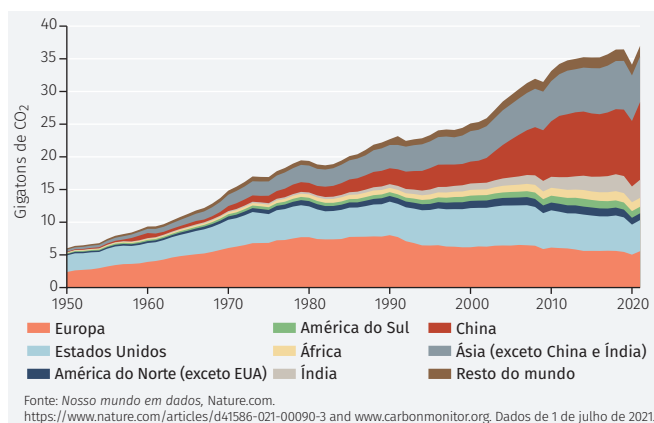
Há duas questões principais relacionadas à tendência de inflação do preço ao consumidor. A primeira é que pode ser elevada por salários mais elevados. Desde bartenders na Inglaterra a estivadores em São Francisco, as escassez de mão de obra estão em todo o mundo. Uma grande análise da história econômica do RU mostra que os salários, impelidos por escassez de mão de obra, subiram abruptamente como resultado da pandemia (ver Figura 3). Porém, o aumento salarial tende a ser temporário; e a tendência geral para vários anos depois da pandemia é ser uma inflação do preço ao consumidor baixa, não mais alta. O motivo, em geral, é que a demanda reduzida tenha a tendência de ser um fator mais importante do que o déficit de escassez.

Isso sugere que a segunda força inflacionária – escassez de abastecimento de semicondutores, carros novos e materiais de construção, etc – também não será para sempre. De fato, já há sinais dessa escassez sendo corrigida nos EUA, a economia avançada que reagiu mais rápido. No geral, assim, temos a tendência de sermos otimistas sobre perspectivas de inflação, uma mensagem que o mercado de títulos dos EUA também parece ter aceito.

Os “três Cs”: mudança climática, carros e cobre

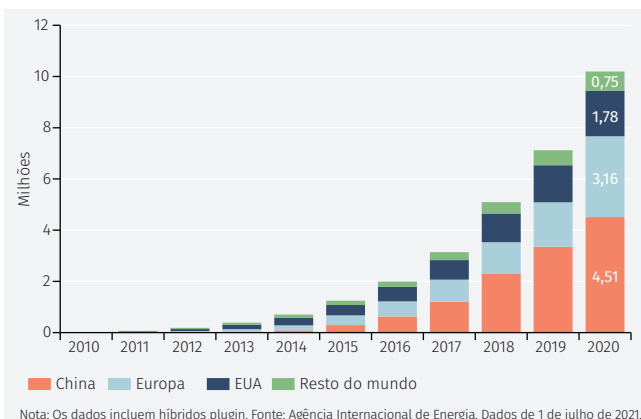
Uma reação adversa bem-vinda na diminuição das atividades em 2020 foi o declínio das emissões de dióxido de carbono. Mas isso não durou. Os dados dos primeiros quatro meses de 2021 mostram uma retomada do mercado (ver Figura 4). Um padrão parecido foi visto depois da Crise Financeira Global: a redução nas emissões de carbono naquela época agora parece ser um sinal temporário.

4. Emissões globais de CO2



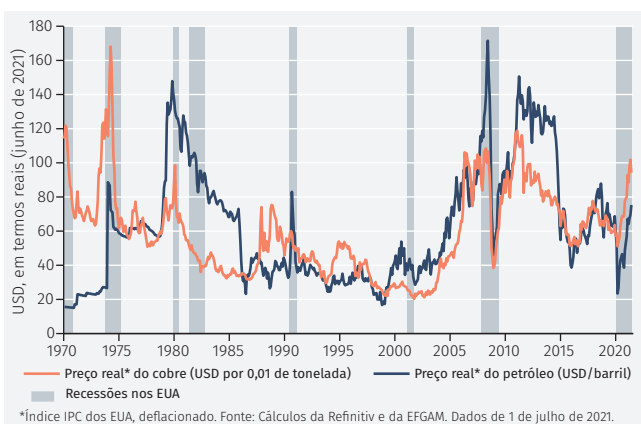
O que se torna claro, entretanto, é que há um foco mais voltado a questões ambientais e um comprometimento coordenado internacional maior para ação. Houve um ligeiro crescimento na energia eólica e solar instalada e muitos planos para muito mais. Os carros elétricos, uma raridade há poucos anos, agora são mais comuns. Porém, mesmo com todas essas frentes, deve-se fazer mais. Dos 1,4 bilhão de carros nas estradas do

5. Ações mundiais de carros elétricos



mundo todo, por exemplo, só 10 milhões são elétricos (ver Figura 5). A eletrificação da economia estende-se a muitas outras áreas. Mas esta tendência, só por ela, irá gerar uma demanda consideravelmente aumentada para certas commodities (nomeadamente cobre, alumínio, níquel e zinco). Apesar do preço do cobre ter subido bruscamente em meses recentes, em termos reais ainda está abaixo dos picos anteriores (ver Figura 6). Nesse mercado, ao contrário da tendência geral, uma grande demanda pode dominar uma fraca resposta de fornecimento.

6. Os preços do cobre e do petróleo em termos reais



Alguns estão preocupados que os mercados de capital possam ter de lutar para financiar o movimento em prol de uma infraestrutura nova e mais ecológica. Para reduzir o aquecimento global em 2,0 °C acima dos níveis pré-industriais, uma estimativa sugere que serão necessários US\$ 50 trilhões nos próximos 30 anos.⁴ Mas, dado que há uma mudança nas prioridades de muitos investidores para favorecer o investimento voltado ao meio ambiente, duvida-se haver problema para atrair o financiamento necessário. Além disso, fornece-se algum contexto pela resposta fiscal mundial para a pandemia de Covid: US\$ 16 trilhões até o momento.⁵ Após pagar tal conta, o custo da mitigação da mudança climática poderá ser muito mais aceitável.

⁴ Estimativas de Morgan Stanley. Consulte <https://tinyurl.com/4yr48et5>

⁵ FMI: *Monitor Fiscal* abril de 2021.

DESEMPENHO DO MERCADO DE ATIVOS

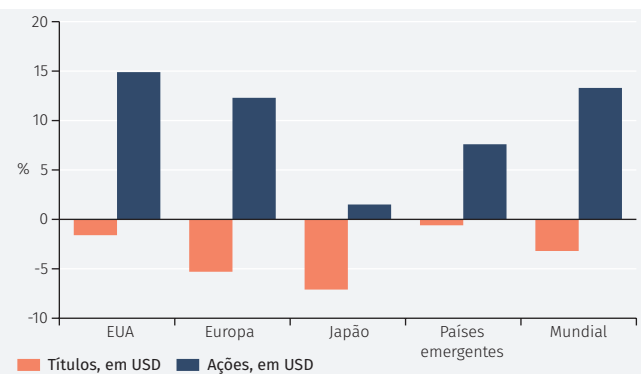
A primeira metade de 2021 presenciou um grande aumento nos mercados mundiais de ações, liderado pelos EUA. Os mercados de títulos ficaram sob pressão por causa de um aumento nos rendimentos, o que gerou preocupações sobre inflação, mas que foram abrandadas no final do período.

Desempenho do mercado de ativos

Os mercados de ações mundiais registraram ganhos de 13,3% na primeira metade de 2021 (ver Figura 7), com base no retorno total do Índice Mundial MSCI em dólares americanos. Em contrapartida, os retornos do mercado de títulos globais foram negativos, na ordem de - 3,2% com base no Bloomberg Barclays Global Aggregate Index.⁶ Em muitos dos maiores mercados (especialmente Japão, Suíça e zona do euro), os retornos ficaram comprometidos, em dólares americanos, pela desvalorização da moeda.

de 10 anos para o primeiro semestre do ano (mostrado na Figura 8) foi de - 3,2%. Na Austrália e na Nova Zelândia, os retornos em moeda local foram ainda mais negativos do que nos EUA. Em ambas as economias, o aumento dos rendimentos dos títulos refletiu o aumento da confiança na recuperação econômica; entretanto, apesar disso, ambas as moedas apresentaram enfraquecimento em relação ao dólar norte-americano. Preocupações sobre a economia e as Olimpíadas comprometeram o yen japonês, gerando retornos fortemente negativos de títulos em dólares dos EUA.

7. Retornos do mercado de ativos



Fontes: Barclays Bloomberg (títulos); MSCI (ações). Dados de seis meses até 30 de junho de 2021. O desempenho do passado não é necessariamente um indicador para o futuro.

Mercados de títulos

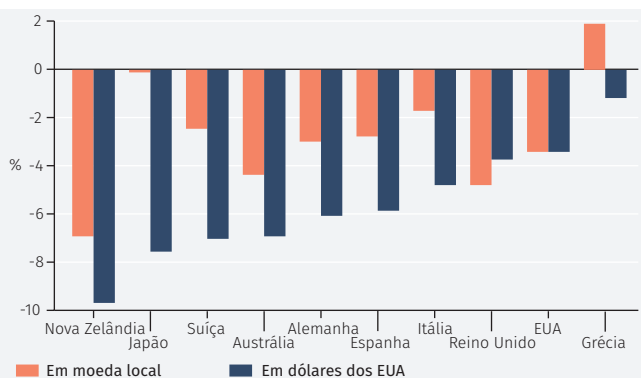
Nos mercados de títulos, houve um aumento geral em rendimentos de longo prazo (e um conseqüente declínio nos preços) no primeiro trimestre do ano, mas uma grande parte disso foi revertida no segundo trimestre, já que as preocupações relativas à inflação começaram a acalmar. No mercado americano, o retorno total dos títulos públicos

Na zona do euro, os títulos gregos de 10 anos geraram os melhores retornos. Os rendimentos ficaram estáveis em cerca de 1% e a alta taxa de cupom dos títulos gregos contribuiu para os retornos. No entanto, em todos os mercados de títulos da zona do euro e, em maior proporção na Suíça, os retornos em dólares norte-americanos foram comprometidos pelo enfraquecimento da moeda local. No Reino Unido, os títulos gilt de 10 anos aumentaram modestamente, resultando em perdas de capital e retornos negativos em moeda local, mas a libra esterlina foi uma das poucas moedas a apresentar ganhos em relação ao dólar americano na primeira metade do ano.

Mercados de ações

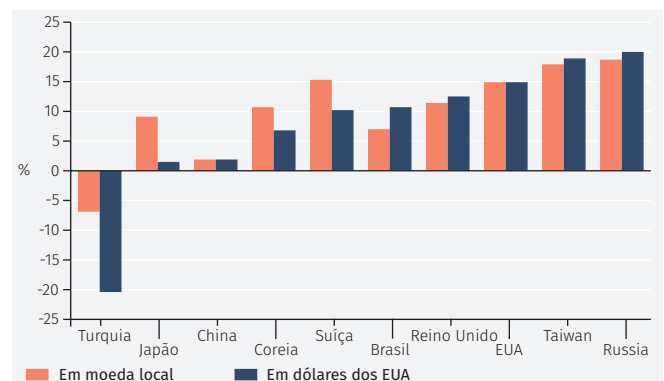
O mercado de ações dos EUA produziu retornos sólidos no primeiro semestre do ano, de quase 15% (ver Figura 9). Os retornos foram mais altos em dois mercados menores: Taiwan, que se beneficiou de um desempenho contínuo mais forte em empresas de tecnologia; e a Rússia, que se beneficiou de preços mais altos do petróleo. Preocupações referentes à gestão econômica pesaram sobre as ações turcas e a lira turca. Apesar dos retornos de ações japonesas ultrapassarem 9% em yen, o enfraquecimento do yen significou que elas foram reduzidas a apenas 1,5% em dólares dos EUA.

8. Retornos do mercado de títulos



Fonte: Refinitiv. Retorno total dos títulos de referência de 10 anos. Dados de seis meses até 30 de junho de 2021. O desempenho do passado não é necessariamente um indicador para o futuro.

9. Retornos do mercado de ações



Fonte: MSCI. Dados de seis meses até 30 de junho de 2021.

O desempenho do passado não é necessariamente um indicador para o futuro.

⁶ O índice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond é uma referência de dívida pública e corporativa de grau de investimento por parte de emissores em mercados desenvolvidos e emergentes em 24 países.

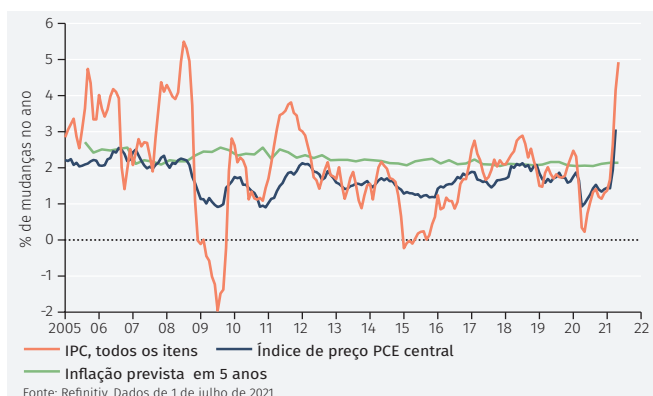
ESTADOS UNIDOS

A Fed tem um dilema: o forte crescimento. Isso sugere que a política monetária deve ser reforçada mais cedo ao invés de tarde (mas a inflação só é vista como temporariamente elevada), o que traz precaução. Os sinais do mercado de títulos são, quem sabe, reconfortantes.

O dilema do Fed

O Fed (assim como muitos participantes do mercado financeiro) está visivelmente satisfeito com o crescimento da economia norte-americana neste ano. O Fed acentuou suas projeções para um crescimento de 7% do PIB real neste ano, apesar das previsões para 2022 e 2023 permanecerem iguais. Assim, o incentivo à economia é visto como temporário – e mais breve do que o esperado por analistas externos.

10. Inflação dos Estados Unidos: IPC, PCE principal e previsões a longo prazo



Da mesma forma, o aumento da inflação também é visto pelo Fed como temporário. Não parece que a taxa de inflação da CPI, que cresceu para 4,9% em maio (ver Figura 10), baixará mais tarde, anualmente. A medida de inflação preferencial do Fed (índice de preço PCE central) já está mais baixa que isso, ou seja, 3,4%. Além disso, as previsões de inflação para os próximos cinco anos pouco mudaram, o que sugere que os mercados não

11. Títulos do Tesouro dos EUA de 30 anos

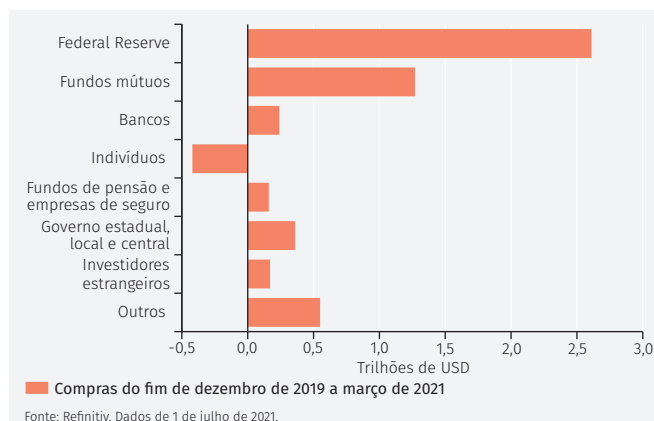


estão muito preocupados com perspectivas a longo prazo. Porém, até o momento existem certas questões decisivas nos preços dos títulos, neste ano, em parte refletindo a dificuldade dos mercados financeiros em verificar o panorama inflacionário.

Mensagem dos mercados de títulos

O preço do título benchmark do Tesouro dos EUA em 30 anos caiu para 17% entre o início e a metade de março, antes da recuperação (ver Figura 11). Isso significa que os rendimentos de 30 anos em 1º de julho de 2021 ficaram em 2,1%. Talvez a razão disso seja o aval sensato que os mercados financeiros poderiam dar sobre a credibilidade da meta de inflação a longo prazo de 2% do Fed.⁷

12. Quem compra títulos do Tesouro dos EUA?



Claro, muitos não irão confiar em tal sinal, já que vem do mercado de títulos notoriamente inconstante e volátil. Ademais, pode-se argumentar que o mercado de títulos do Tesouro está distorcido pelas grandes compras do Fed: ele tem sido o maior comprador desde o início da pandemia já que os investidores individuais têm vendido e os investidores estrangeiros estão perdendo o interesse (ver Figura 12).

A segunda metade de 2021 verá esses grandes temas ocorrerem. No final do ano, um panorama muito mais claro deverá aparecer sobre os desenvolvimentos econômicos pós-pandemia. Acreditamos que a visão do Fed em geral será correta: um surto temporário de inflação e um crescimento temporariamente mais alto, acompanhado de algo como um crescimento baixo e estável e uma inflação caracterizada pelo mundo pré-pandemia.

⁷ Supondo média de taxas reais próxima a zero durante tal período.

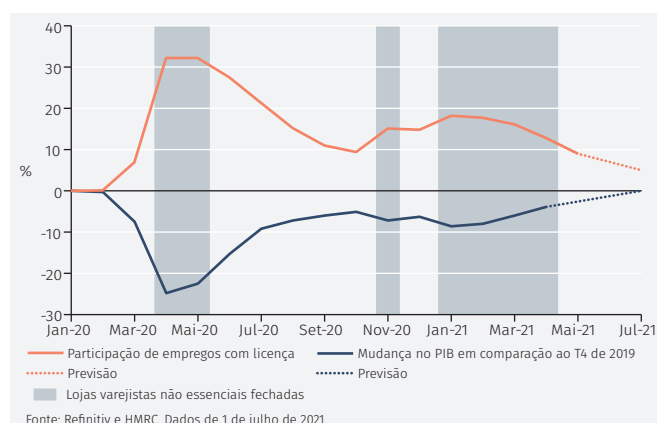
REINO UNIDO

O RU está em uma trajetória para recuperar os níveis pré-Covid de atividades, mas as expectativas de uma rápida recuperação de gastos do consumidor parecem equivocadas. A preocupação relativa à inflação e ao rendimento do gilt permanece.

O caminho de volta

A economia do RU está em uma trajetória para recuperar os níveis pré-Covid de PIB provavelmente no terceiro trimestre do ano (ver Figura 13). O principal fator de crescimento impulsionado a curto prazo é um repique nos gastos do consumidor. Mas o considerável repique “mola em espiral” esperado por alguns, com base em uma rápida redução de “economias exageradas”, parece improvável. De fato, depois que o surto inicial de vendas de varejo após restrições de confinamento atenuou em abril, as tendências têm sido desapontadoras. Apesar das famílias economizarem um quinto de seu rendimento disponível no primeiro trimestre de 2021 e as economias acumuladas serem mais de £ 200 bilhões acima do normal, acreditamos que é inadequado vê-las já que é provável que diminuam rapidamente por duas principais razões.⁸

13. RU: funcionários de licença e PIB

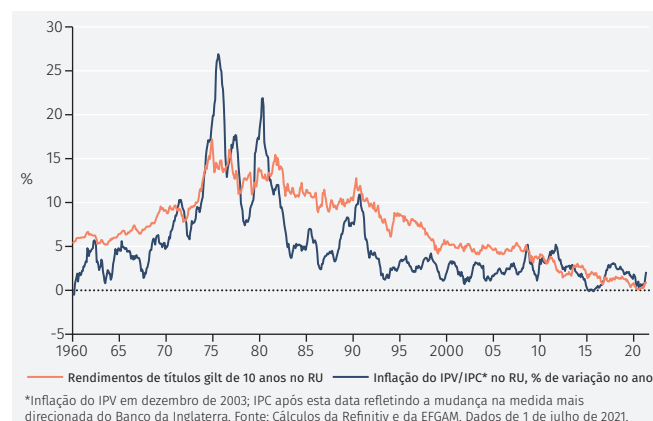


Primeiro, o mercado de trabalho ficou para trás em resultados. Apesar do número de licenças de trabalho ter diminuído de um pico de mais de 30% em abril/maio de 2020, ainda está em 9%. Para muitos trabalhadores, a incerteza trabalhista aumentou; outros reavaliaram seus padrões de trabalho; alguns deixaram o país em que estavam. Em segundo lugar, há uma hesitação para gastar-se em certas atividades, especialmente devido à rápida disseminação da variante Delta da Covid. Contudo, em 1 de julho, 85% da população com mais de 18 anos já recebeu a primeira dose da vacina e 62% recebeu a segunda, e a precaução com relação a convívio em muitas atividades antes da pandemia é ainda evidente. Além disso, a capacidade de alguns setores em responder ao contínuo gasto do consumidor está ainda limitada pelas restrições de capacidade e escassez de funcionários. Aliás, os preços de muitos serviços (hospedagem em hotéis e refeições em restaurantes, por exemplo) aumentaram, às vezes bastante severamente. Apesar dos consumidores terem mais dinheiro para gastar, ainda pensam com relação aos preços.

A emergente inflação e os mercados financeiros do RU

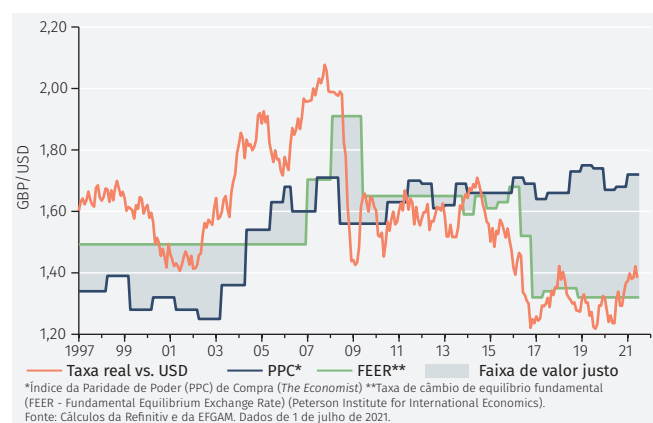
De fato, o aumento da inflação está se tornando uma preocupação maior. O Banco da Inglaterra estima que o principal índice de inflação do preço ao consumidor aumente 3% no final de 2021. Ainda assim, um aumento na principal taxa nominal de juros parece improvavelmente breve e o Banco pretende continuar com seu esquema de compra de bens. Isso ajudou a manter os rendimentos dos títulos públicos do Reino Unido de 10 anos a somente 0,7%, menos da metade da taxa dos EUA. O RU tem visto uma queda na tendência de rendimentos gilt por muitos anos (ver Figura 14), mas os mercados podem estar muito otimistas sobre as perspectivas de permanecerem baixos.

14. Rendimentos de títulos gilt e inflação no RU



A libra esterlina se recuperou contra o dólar dos EUA na cotação comercial a USD 1,38/GBP em 1º de julho. Isto está ainda em direção ao limite inferior da faixa que consideraríamos “valor justo” (ver Figura 15). Entretanto, as incertezas prolongadas sobre o crescimento, a política e os novos acordos empresariais do RU permanecem, o que limita o lado positivo.

15. Libra esterlina desvalorizada



⁸ Consulte nossa publicação *Infocus Economias "exageradas" e o panorama do consumidor*, junho de 2021.

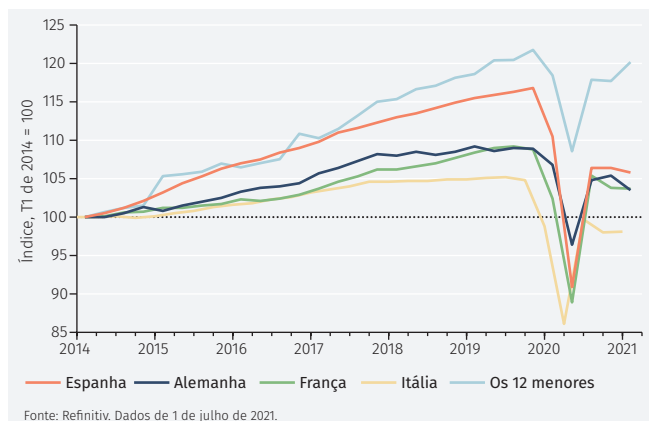
ZONA DO EURO

A recuperação da zona do euro, que tem sido mais lenta do que em muitas outras economias, começou a melhorar. Estima-se que ela expanda conforme o passar de 2021. O apoio à política irá continuar, mas os desafios de crescimento a longo prazo permanecerão.

Economias maiores, recuperação mais lenta

A recuperação da economia na zona do euro tem sido mais lenta do que nos EUA e na China, apesar de a atividade de serviços (que defasou o setor industrial) agora mostrar mais sinais positivos de recuperação. Porém, os níveis do PIB real em algumas das maiores economias (ver Figura 16) estão ainda bem abaixo dos níveis pré-pandemia. A Itália, em particular, está tendo uma recuperação lenta. A Alemanha e as economias menores e mais flexíveis estão presenciando mais que um repique.

16. Recuperação do PIB real na zona do euro: Os países pequenos na liderança



Na segunda metade de 2021 e indo para 2022, a economia da zona do euro irá se beneficiar indiretamente com o estímulo fiscal da administração de Biden nos EUA e com o crescimento da China, ajudando na demanda de exportações para a zona do euro. Os Fundos do Plano de Resiliência e Recuperação irão também começar a ser liberados na segunda metade do ano.

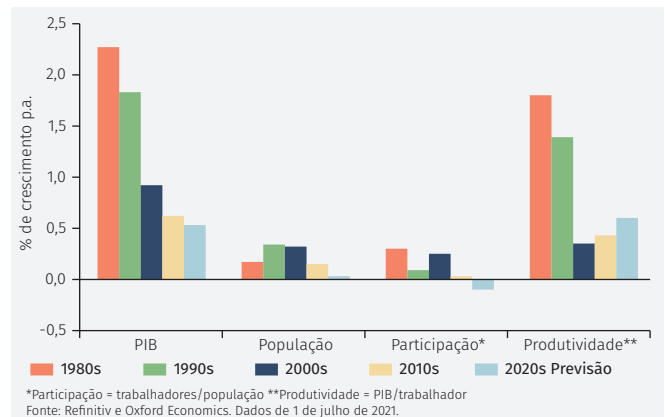
Apesar da taxa de inflação na zona do euro ter aumentado, a dimensão tem sido bem menor do que nos EUA. Parece que qualquer movimento acima da meta "menos, mas perto de 2%" do BCE não será significativa ou sustentada, e de fato, a taxa caiu de 2% em maio para 1,9% em junho.

Nesse aspecto, o apoio à política parece continuar. Notavelmente, as compras do BCE estão definidas para serem sustentadas durante o verão.⁹ E, por mais um ano, o pacto europeu de estabilidade e crescimento sobre estímulo fiscal permanecerá suspenso.

Restrições futuras de crescimento

Olhando à frente, as tendências demográficas irão restringir o crescimento. O crescimento populacional nas três maiores economias deverá estar próximo a zero em 2020 e as taxas de participação deverão cair (ver Figura 17). Isso coloca a ênfase sobre a produtividade em crescimento constante. Um sinal motivador é que a zona do euro está à frente de muitas

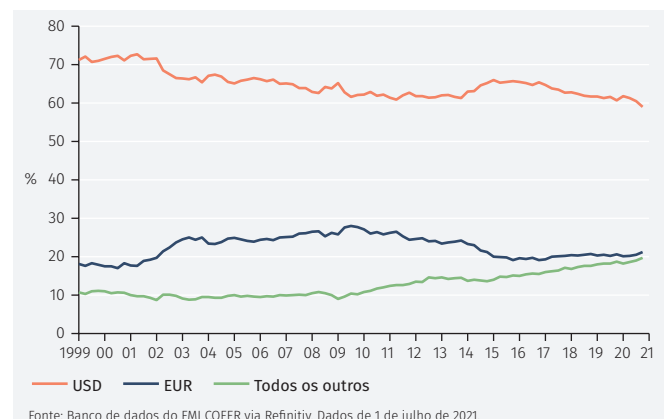
17. França, Alemanha e Itália: tendências de crescimento



economias na transição para tecnologias ecológicas e na redução de CO2. Devido ao risco lançado pela mudança climática, isso poderá colocar o crescimento futuro na zona do euro com o pé direito, ainda que a mudança climática não respeite fronteiras geográficas.

Nos mercados financeiros, a zona do euro também tem se tornado a líder na emissão de títulos ecológicos. Isso poderá aumentar a demanda internacional por euro. Porém, a ambição do Conselho Europeu em aumentar o uso do euro como moeda reserva é ainda dificultada pelas taxas de juro zero ou negativas. A participação de reservas cambiais estrangeiras no mundo é estável, mas está um nível relativamente mais baixo (ver Figura 18).

18. Participação de reservas cambiais estrangeiras no mundo



Muitos desafios, mas muitas oportunidades incríveis, chegam à zona do euro.

⁹ O programa PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) é o esquema de compra de ativos lançado pelo BCE em março de 2020. A quantia inicial de 750 bilhões de euros foi aumentada para 600 bilhões em 4 de junho de 2020, e para 500 bilhões em 10 de dezembro, para um total de EUR 1.850 bilhões.

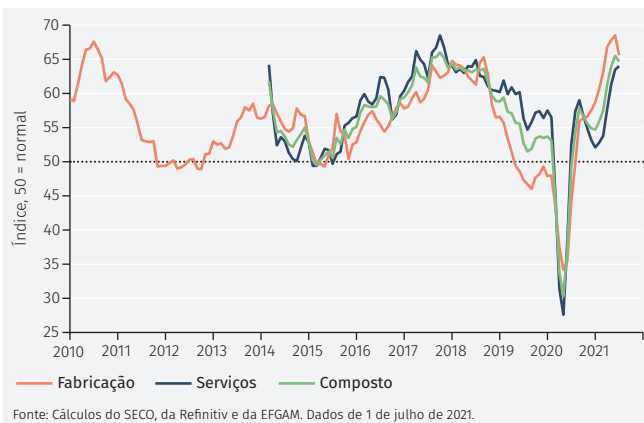
SUIÇA

Com a economia suíça de volta com tudo e a política monetária no piloto automático, a política fiscal agora tem a atenção – especialmente o esquema generoso de pensão pública. A reforma beneficiaria a economia, mas será difícil de se alcançar.

Suíça: com tudo

Já que as medidas contra a pandemia foram diminuídas, os dados de pesquisa indicam que a economia suíça se recuperou fortemente após o primeiro trimestre de contração (ver Figura 19). O crescimento da demanda doméstica, impulsionado pelo setor de serviços, está voltando a se relacionar com o setor fabril, o qual está se beneficiando da normalização no comércio internacional. A inflação aumentou para ficar entre a faixa especificada de 0 a 2% do SNB (apesar de isto ser devido a efeitos de base e por causa do franco suíço continuar sendo uma força deflacionária). O SNB confirmou que não tem pressa em estreitar a política: as taxas negativas de juros e a intervenção cambial estrangeira que limitam a força do franco deverão continuar.

19. Pesquisas PMI na Suíça

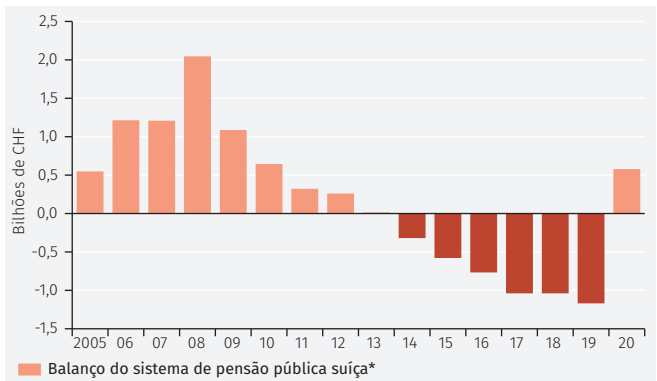


Reforma da pensão pública

Com a política monetária no piloto automático, o debate público mudou para política fiscal e, em especial, para o sistema de pensão pública. O Conselho Federal propôs uma reforma do programa de seguro de invalidez, reforma e sobrevivência (Old Age and Survivor's Insurance - OASI): o aumento da reforma feminina para 65, o mesmo que homens; e captação da receita para o programa com o aumento da taxa de IVA suíço são as principais propostas. Ambas as Câmaras do Parlamento votaram a favor da reforma. Mas é improvável que ela seja implantada: a pesquisa da opinião pública sugere que seria rejeitada se colocada a plebiscito. Isso não deve ser má notícia.

A reforma proposta meramente contém custos financeiros para alguns anos, enquanto as tendências demográficas desfavoráveis que afetam o OASI irão se desdobrar em décadas. De acordo com as projeções da Câmara Superior suíça, em 2031 o déficit do OASI aumentará a CHF 4,4 bilhões (quatro vezes seu nível recente – ver Figura 20). Posteriormente, o envelhecimento

20. Balanço do sistema de pensão pública suíço

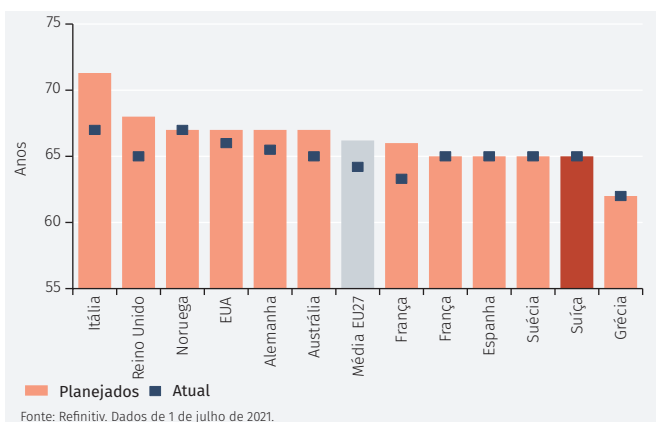


*Dados referentes à diferença entre contribuições recebidas e pensões pagas. Fonte: Compenswiss. Dados de 1 de julho de 2021.

da população ampliaria o déficit, trazendo novas medidas (incluindo cortes para benefícios de pensão ou tributação mais elevada), que são inevitáveis. Uma solução mais justa seria um aumento geral na idade de aposentadoria. Desde que o OASI foi criado em 1948, a idade de aposentadoria masculina na Suíça permaneceu em 65 anos, mesmo quando a expectativa de vida à nascença tenha aumentado em mais de 15 anos.

Ao longo dos anos, a idade de aposentadoria tem aumentado na maioria dos países OECD, inclusive na Alemanha e na Itália, onde já é mais alta que a da Suíça (e tem a tendência de aumentar ainda mais, ver Figura 21). O aumento da idade de aposentadoria na Suíça iria aprimorar os benefícios previdenciários fornecidos, reduzir a necessidade de impostos mais altos e beneficiar a competitividade das corporações suíças. Resta saber se tais passos inerentemente difíceis serão dados.

21. Idades estimadas de aposentadoria: atuais e planejadas



ÁSIA

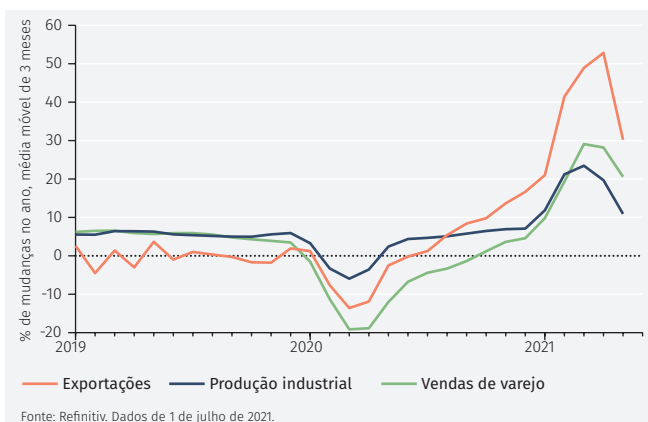
Os planos da China para a liberação do capital de mercado se edificam no progresso já feito com o desenvolvimento econômico. Muito, claro, ainda precisa ser feito e iria surpreender se o progresso fosse completamente lento.

China: desacelerando após uma recuperação rápida

Uma ótima coisa sobre uma economia planejada de forma centralizada é que um plano crível e bem executado pode gerar ótimos resultados. Na prática, poucas economias planejadas foram bem-sucedidas. Porém, a gestão econômica da China nos anos recentes deve ser certamente julgada como sucesso.

Mais recentemente, a China se recuperou rapidamente da pandemia por Covid. O repique foi impulsionado por exportações e produção industrial (ver Figura 22) e gastos do consumidor. Tal recuperação foi alcançada sem um grande estímulo fiscal ou uma facilitação de crédito – medidas que caracterizam sua resposta após a crise financeira global. Essa resposta política foi bem julgada a tempo. Agora, com preocupação sobre o alto nível de crédito e as autoridades aparentemente satisfeitas com uma taxa de crescimento mais lenta e sustentável, a abordagem tem sido diferente. Estão em vigor medidas para restringir o crédito. As taxas de juro, em forte contraste às economias avançadas, não foram cortadas. Há um estímulo fiscal esmagador.

22. China: exportações, produção e vendas de varejo

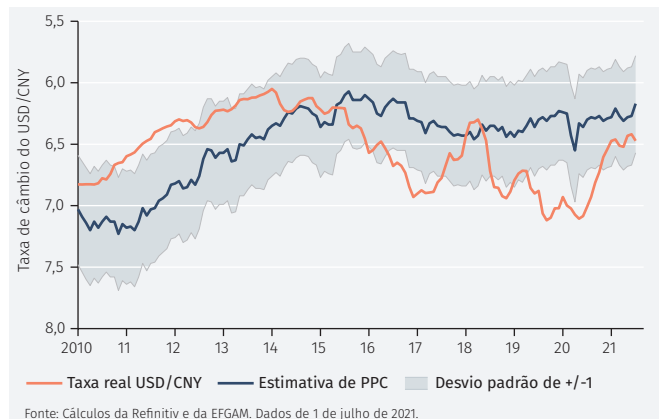


O fato de que as taxas de juro são mais altas do que no Oeste explica a valorização do renminbi (ver Figura 23). Isso irá ajudar a conter os preços de importação, oferecer um buffer para desvalorização futura (se as tensões de comércio entre os EUA e a China estiverem aumentando) e poderia ajudar a reequilibrar a economia a uma dinâmica mais voltada ao consumidor.¹⁰

Wealth Connect

O próximo passo para o desenvolvimento da China será uma atenuação de controles de capital e maior internacionalização do renminbi. A China planeja um programa Wealth Connect, que irá possibilitar até Rmb 150 bilhões (US\$ 23 bilhões) investidos em ambas as direções entre Hong Kong e a China continental. O esquema irá agregar aos programas existentes que conectam os mercados de títulos e ações. Enquanto isso, a

23. Taxa de câmbio do renminbi chinês e PPC

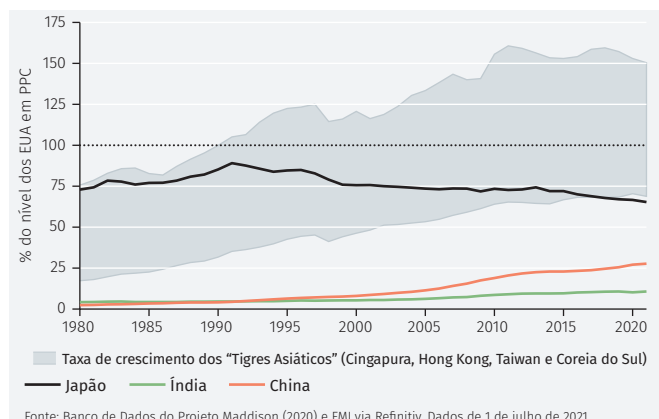


internacionalização do renminbi permanece. Apesar de ainda pequena (2,3%), sua participação de reservas cambiais internacionais e estrangeiras dobrou nos últimos três anos.

Ainda há muito a fazer

Edificando sobre uma reforma econômica de sucesso, a reforma do mercado financeiro deverá ajudar a impulsionar a China rumo a padrões mais altos de prosperidade. Mesmo depois do grande progresso chinês, os rendimentos por pessoa ainda são apenas 1/4 dos rendimentos dos EUA (ver Figura 24). A Índia está bem mais atrás. Porém, ambos os países ainda têm muito para alcançar se seguirem o sucesso dos Tigres Asiáticos; e a experiência do Japão mostra que até as economias mais bem-sucedidas podem encontrar dificuldades de crescimento. Os testes mais difíceis sobre a eficácia da abordagem chinesa ao desenvolvimento do mercado econômico e financeiro estão à frente.

24. Prosperidade asiática: PIB por pessoa como % do nível dos EUA



¹⁰ Consulte *Os efeitos econômico-sociais da taxa de câmbio real – Evidência das províncias chinesas*, Ping Hua, OECD 2011. <https://www.oecd.org/dev/pgd/46838088.pdf>

AMÉRICA LATINA

Há mudanças importantes, em muitas direções, nas políticas da América Latina. No geral, os riscos na região aumentaram. Se o progresso com a reforma e o desenvolvimento econômico pode ser sustentado é, em alguns países, questionável.

Mudando o cenário político

Houve uma mudança evidente na política da América Latina. Apesar das causas comuns terem sido Covid e os efeitos deteriorantes sobre o crescimento, as finanças públicas e (em alguns casos) a inflação, a política foi para diferentes direções em países distintos.

No Equador, o novo presidente é mais conservador do que o anterior.

No Peru, Pedro Castillo, o novo presidente, fez campanha em uma plataforma de nacionalização, mais intervenção governamental e aumento de impostos para os ricos. Apesar dessa posição estar aparentemente moderada, a postura anterior de uma política amiga do mercado está sendo claramente questionada.

No México, o Presidente López Obrador perdeu seus 2/3 de maioria no Congresso, dificultando as reformas, especialmente a reforma tributária, que é considerada amplamente muito lenta.

Pode ser que, em alguns casos, o pior esteja ainda por vir. Elevar os preços dos metais industriais (especialmente do cobre) irá ajudar o Peru e o Chile (os dois maiores produtores); a Colômbia irá se beneficiar dos preços mais altos de petróleo. Por fim, a pandemia da Covid será controlada. E o estímulo dos EUA dará um impulso geral (ainda que modesto) para toda a região.

Aumento de riscos

Porém, em geral, nossas análises sobre o risco dos países da América Latina (ver Figura 25) pioraram: ele está agora mais alto em todos os países, exceto no Chile. As principais razões para o maior risco são um agravamento das posições fiscais e um crescimento real mais lento. Os mercados de título, claro,

são para expectativas futuras e devem definir os preços em tais riscos. Estamos preocupados, entretanto, que isso não tenha sido o caso e estamos cautelosos com a exposição a renda fixa na região. O Brasil, onde o banco central agiu de maneira vigorosa para conter a inflação, é uma exceção. Os rendimentos locais de títulos cambiais de 10 anos estão em 9,5%, certamente acima da taxa de inflação a longo prazo; e rendimentos denominados em dólar norte-americano com similar vencimento estão em 3,1%, um rendimento razoável em todo o EUA.

Apesar de o risco ser menor no Chile, até a incerteza sobre a reforma constitucional irá permanecer por algum tempo e cede no que foi considerado um esquema de pensão bem-estruturada. Sob pressão política, as saídas acumuladas de fundos de pensão foram permitidas potencialmente enfraquecendo a viabilidade futura do sistema.

Indo para as laterais

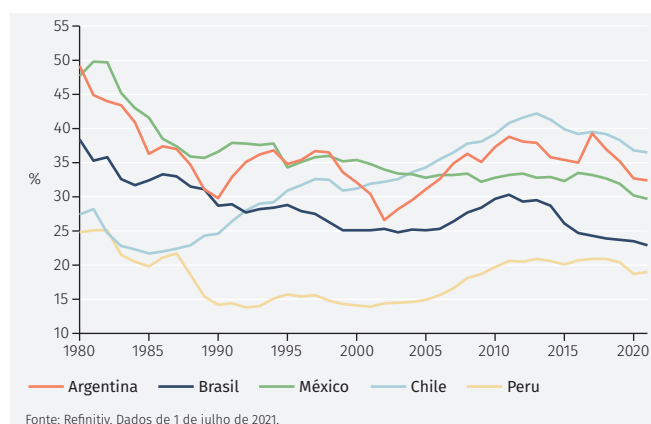
O Chile estava na frente das reformas na América Latina nos anos 80. Naquela época, as reformas dos “Garotos de Chicago” ecoaram as do Presidente Reagan nos EUA e da Margaret Thatcher no RU: desregulamentação e privatização; controle monetário para baixar a inflação; cortes de imposto e a promoção de empresas privadas. Isso possibilitou que o Chile crescesse com força a partir de meados dos anos 80, mas o progresso agora foi revertido. Outras economias da América Latina fizeram apenas um pequeno progresso em direção aos padrões dos EUA (ver Figura 26). Em algumas economias, é pouco provável que a incerteza política e de políticas empurre a região na direção certa. Uma abordagem altamente seletiva é garantida.

25. América Latina: pontuações de risco

	1997	2013	2021	Legenda
Argentina	8	14	18	Baixa
Brasil	10	16	12	Média
Chile	11	8	11	Alta
Colômbia	9	7	13	
México	13	8	12	
Peru	10	6	13	

Pontuações de risco com base em uma seleção de indicadores econômicos: balanço atual de conta, balanço orçamentário do governo, dívida pública bruta, inflação, crescimento de PIB e mudança no crescimento do PIB, dívida externa, ativo externo líquido, reservas cambiais, crescimento de crédito e mudança no crescimento de crédito. Fonte: FMI, Cálculos da Refinitiv e da EFGAM. Dados de 1 de julho de 2021.

26. Prosperidade da América Latina: PIB por pessoa como % do nível dos EUA



Fonte: Refinitiv. Dados de 1 de julho de 2021.

FOCO ESPECIAL: PERTURBAÇÃO FINANCEIRA

Muitas indústrias estavam sendo perturbadas mesmo antes do impulso provocado pela pandemia Covid. O setor de serviços financeiros é uma indústria a qual cremos que amadurecerá para perturbação substancial.

Uma mudança de modelos estabelecidos para novos modelos de negócio – ‘interferência’, em resumo – tem sido vista em muitas indústrias. Em muitos casos, isso se acelerou pela pandemia. Desde consultas a médico e diagnósticos de saúde a educação e comércio varejista, as abordagens tradicionais foram substituídas por soluções novas e tipicamente digitais.

O setor financeiro é um setor no qual a perturbação já começou, mas onde acreditamos prosseguir nos próximos anos.

Por que perturbação? Três ingredientes

Três novos ingredientes tornam um setor propenso à perturbação. Primeiro, onde o setor não mudou durante muito tempo, mas onde a experiência de cliente é pobre. Em segundo lugar, onde os altos retornos são feitos por titulares, fornecendo o potencial para uma perturbação bem-sucedida. Em terceiro lugar, onde um catalisador – tal qual tecnologia, norma ou dados demográficos – existe para que a perturbação ocorra.

Por que perturbação? Três forças

Avaliado contra essa listagem, o setor dos serviços financeiros aparece propício para perturbação. No primeiro momento, a estrutura do setor não mudou muito por um tempo: os bancos centrais como credores do último resort; os bancos e as seguradoras como principais intermediários; e dinheiro, obrigações e ações como os principais ativos têm sido os recursos-chave por mais de um século. A idade média das 10 maiores empresas no índice financeiro MSCI dos EUA é de 151 anos.¹¹

Depois, as margens têm permanecido altas. O valor agregado pelas empresas financeiras dos EUA como participação do PIB cresceu com bens financeiros intermediados (o título de dívidas e ações) durante um bom tempo. A Figura 27 mostra a tendência desde 1950, mas tem sido visto, amplamente, desde o final do século XIX.¹² Isso significa que a intermediação financeira (valor agregado dividido por bens intermediados) tem tido

retornos amplamente constantes para escalonar 1,5 a 2% de bens intermediados durante mais de 130 anos (apesar de haver certas preocupações sobre a forma precisa sobre o qual o valor é medido). Em terceiro lugar, novas tecnologias significam que modelos comerciais estabelecidos estão sendo amplamente desafiados.

Redes antigas vs. novas tecnologias

Os bancos de longa data possuem uma rede de sucursais, dados centralizados e ofertas “em silos” – depósitos, poupanças, hipotecas e gestão de saúde são oferecidas separadamente. As instituições financeiras concorrentes normalmente fornecem soluções baseadas em aplicações on-line com armazenamento na nuvem. Algumas cresceram rapidamente. Uma empresa de pagamentos baseada em app adquiriu 70 milhões de clientes nos EUA em 11 anos; uma gigante de bancos levou 222 anos para conseguir 60 milhões de clientes.

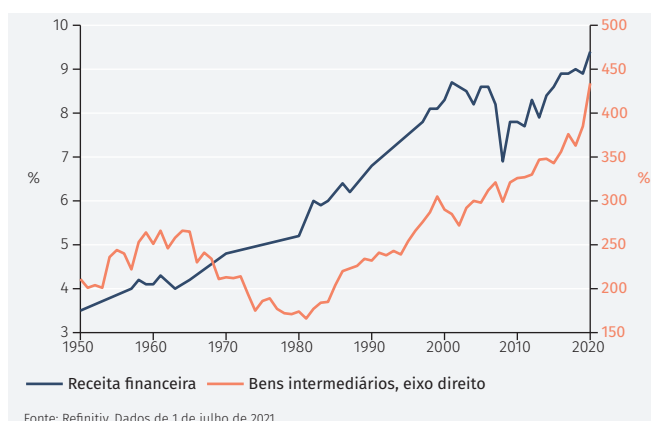
Outras oferecem uma série de soluções, incluindo gestão da saúde. Isso é particularmente importante como a geração Y dos EUA, muitas pessoas têm um alto grau de conforto e familiaridade com tecnologias baseadas em aplicações, e tem visto sua saúde aumentar dez vezes nos últimos dez anos, para US\$ 5,9 trilhões.¹³ Além disso, suas preferências de investimento (por exemplo, com mais ênfase em sustentabilidade) podem ser bem diferentes daquelas de gerações mais antigas.

Quanto ao setor de seguros, um novo transformador usa chatbots e inteligência artificial para processar aplicações e créditos enquanto fornece uma proporção de ganhos garantidos a organizações de caridade. Tal pacote atrai visivelmente muitas pessoas.

É claro que, há riscos nesta nova abordagem transformadora. Certamente, tanto para as empresas tradicionais quanto para as empresas financeiras, a cibersegurança é uma questão importante. A Accenture estima que cerca de US\$ 5 trilhões de ativos estejam em risco por causa de ataques cibernéticos, e os gastos anuais em cibersegurança agora chegam a US\$ 150 bilhões.¹⁴

Em prática, claro, o desafio para a posição inflexível de instituições financeiras estabelecidas há muito tempo não será fácil; e novas tecnologias podem ser certamente adotadas por organizações vigentes.

27. Receita financeira e bens intermediários dos EUA (% do PIB)



¹¹ Fontes: MSCI; informações empresariais.

¹² ‘Has the US Finance Industry Become Less efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation’, Thomas Philippon, *American Economic Review* 2015. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20120578>

¹³ Fonte: Federal Reserve. <https://tinyurl.com/3sthve8n>

¹⁴ Accenture *Relatório de Cibersegurança*, 2020.

Informações Importantes

O valor dos investimentos e os respectivos rendimentos podem cair e subir, sendo que o desempenho passado não é indicador de desempenho futuro. Os produtos de investimento podem estar sujeitos a riscos de investimento envolvendo, sem limitação, uma possível perda total ou parcial do principal investido.

Este documento não constitui e não deve ser interpretado como um prospecto, anúncio, oferta pública ou colocação, nem como uma recomendação para compra, venda, manutenção ou solicitação de qualquer investimento, título/valor mobiliário, outro instrumento financeiro ou outro produto/serviço. Não se destina a ser uma representação final dos termos e condições de qualquer investimento, título/valor mobiliário, outro instrumento financeiro ou outro produto/serviço. Este documento contém informações gerais apenas e não pretende servir como consultoria para investimento ou qualquer outra recomendação específica em relação a qualquer plano específico de ação ou inação. As informações neste documento não levam em conta os objetivos específicos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas do beneficiário. É preciso buscar sua própria orientação profissional adequada para suas circunstâncias específicas, antes de fazer qualquer investimento ou se estiver em dúvida com relação às informações neste documento.

Apesar de as informações neste documento terem sido obtidas de fontes consideradas confiáveis, nenhum membro do EFG Group declara ou garante sua precisão; sendo assim, essas informações podem estar incompletas ou resumidas. Quaisquer opiniões neste documento estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Este documento pode conter opiniões pessoais que não necessariamente refletem a posição de qualquer membro do EFG Group. Na medida máxima permitida pela legislação em vigor, nenhum membro do EFG Group deve ser responsável pelas consequências de quaisquer erros ou omissões neste instrumento, ou pela confiança em qualquer opinião ou declaração aqui contida, sendo que cada membro do EFG Group se exime expressamente de qualquer responsabilidade, incluindo (sem limitação) responsabilidade por danos emergentes ou imprevistos, deles decorrente ou resultante de qualquer ação ou inação por parte do beneficiário, com base neste documento.

A disponibilidade deste documento em qualquer jurisdição ou país pode ser contrária à legislação ou regulamentação local, sendo que as pessoas que tiverem acesso a este documento devem se informar e observar quaisquer restrições. Este documento não pode ser reproduzido, divulgado ou distribuído (total ou parcialmente) a qualquer outra pessoa sem a prévia autorização por escrito de um membro autorizado do EFG Group.

Este documento foi produzido pela EFG Asset Management (UK) Limited para uso por parte do EFG Group e das subsidiárias e afiliadas do EFG Group em todo o mundo. A EFG Asset Management (UK) Limited é autorizada e regulamentada pela Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido, com número de registro 7389746. Endereço oficial: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom, telefone +44 (0)20 7491 9111.

Se tiver recebido este documento de qualquer afiliada ou filial abaixo mencionada, observe o seguinte:

Bahamas: O EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. é licenciado pela Comissão de Valores Mobiliários das Bahamas nos termos da Lei do Setor de Valores Mobiliários de 2011 e das Regulamentações do Setor de Valores Mobiliários de 2012. É está autorizado a negociar títulos/valores mobiliários por toda a região das Bahamas, incluindo transações de títulos/valores mobiliários, realização de acordos com títulos/valores mobiliários, gestão de títulos/valores mobiliários e consultoria de títulos/valores mobiliários. O EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. é também licenciado pelo Banco Central das Bahamas nos termos da Lei de Regulamentação de Bancos e Instituições Fiduciárias de 2000 como Banco e Instituição Fiduciária.

Bahrain: A Filial EFG AG Bahrain é regulamentada pelo Banco Central do Bahrain, com sede social em Bahrain Financial Harbour, West Tower – 14th Floor, Kingdom of Bahrain.

Bermuda: A EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. é uma empresa isenta, constituída em Bermuda e com responsabilidade limitada. Endereço oficial: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda.

Ilhas Cayman: O EFG Bank é licenciado pela Autoridade Monetária das Ilhas Cayman para a realização de atividades bancárias nos termos da Lei de Bancos e Instituições Fiduciárias das Ilhas Cayman. O EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. é licenciado pela Autoridade Monetária das Ilhas Cayman para a realização de negócios em confiança nos termos da Lei de Bancos e Instituições Fiduciárias das Ilhas Cayman, e para a realização de atividades de investimento em títulos/valores mobiliários nos termos da Lei de Atividades de Investimento em Títulos/Valores Mobiliários das Ilhas Cayman.

Chile: A EFG Corredores de Bolsa SpA é licenciada pela Comisión para el Mercado Financiero ("Ex SVS", órgão regulador de títulos/valores mobiliários do Chile) como uma corretora de valores autorizada a realizar transações de corretagem de títulos/valores mobiliários no Chile e atividades regulamentadas auxiliares, incluindo gestão discricionária da carteira de títulos/valores mobiliários, realização de acordos em títulos/valores mobiliários e consultoria para investimento. Nº do Registro: 215. Endereço oficial: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Chipre: A EFG Cyprus Limited é uma empresa de investimento estabelecida no Chipre, com o nº de empresa HE408062, com endereço registrado em Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Chipre. A EFG Cyprus Limited é autorizada e regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários do Chipre (CySEC).

Dubai: O EFG (Middle East) Limited é regulamentado pela Autoridade de Serviços Financeiros de Dubai, com endereço oficial em Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE (Centro Financeiro Internacional de Dubai, Emirados Árabes Unidos).

Guernsey: O EFG Private Bank (Channel Islands) Limited é licenciado pela Comissão de Serviços Financeiros de Guernsey.

Hong Kong: O EFG Bank AG é autorizado como um banco licenciado pela Autoridade Monetária de Hong Kong nos termos da Portaria sobre o Setor Bancário (Capítulo 155, Legislação de Hong Kong) e é autorizado a realizar atividades regulamentadas do Tipo 1 (negociação de títulos/valores mobiliários), Tipo 4 (consultoria sobre títulos/valores mobiliários) e Tipo 9 (gestão de ativos) em Hong Kong.

Jersey: A EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited é regulamentada pela Comissão de Serviços Financeiros de Jersey para a realização de atividades de investimento nos termos da Lei de Serviços Financeiros (Jersey) de 1998.

Liechtenstein: O EFG Bank von Ernst AG é regulamentado pela Autoridade do Mercado Financeiro de Liechtenstein, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

Luxemburgo: O EFG Bank (Luxembourg) S.A. consta da lista oficial dos bancos estabelecidos em Luxemburgo, de acordo com a lei de Luxemburgo de 5 de abril de 1993 sobre o setor financeiro (conforme aditada) ("Lei de 1993"), mantida pela autoridade supervisora de Luxemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), como uma sociedade anônima, segundo a lei de Luxemburgo (société anonyme), e autorizada a realizar suas atividades nos termos do Artigo 2 da Lei de 1993. Os residentes de Luxemburgo devem exclusivamente entrar em contato com o EFG Bank (Luxembourg) S.A., 56 Grand Rue, Luxembourg 2013, Luxemburgo, telefone +352 264541, para quaisquer informações sobre os serviços do EFG Bank (Luxembourg) S.A.

Mônaco: O EFG Bank (Monaco) SAM é uma Sociedade Anônima monegasca com número de registro 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). O EFG Bank (Monaco) SAM é um banco com atividades financeiras autorizadas e regulamentadas pela Autoridade de Supervisão e Resolução Prudencial da França e pela Comissão de Controle de Atividades Financeiras de Mônaco. Endereço oficial: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principado de Mônaco), telefone: +377 93 15 11 11. O beneficiário deste documento tem fluência plena em inglês e dispensa a possibilidade de obter uma versão em francês desta publicação.

República Popular da China ("RPC"): O EFG Bank AG Shanghai Representative Office é aprovado pela Agência Reguladora Bancária da China e registrado com a Administração de Shanghai para Indústria e Comércio, de acordo com os Regulamentos da República Popular da China para a Administração de Bancos com investimento no Estrangeiro e as regras de implementação relacionadas. Nº do Registro: 310000500424509. Endereço oficial: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. O âmbito de negócio do EFG Bank AG Shanghai Representative Office é limitado a atividades filantrópicas, incluindo apenas ligação/coordenação, pesquisa de mercado e consultoria.

Portugal: A filial de Portugal do EFG Bank (Luxembourg) S.A. é registrada na Comissão Portuguesa do Mercado de Títulos/Valores Mobiliários, com número de registro 393 e no Bank of Portugal, com número de registro 280. Número do registro comercial e do contribuinte: 980649439. Endereço oficial: Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto – 1250-140 Lisboa, Portugal.

Cingapura: A filial de Cingapura do EFG Bank AG (Nº de Identificação UEN T03FC6371) é licenciada pela Autoridade Monetária de Cingapura como um banco de atacado para a realização de atividades bancárias. É também uma Consultora Financeira Isenta, conforme definido na Lei de Consultores Financeiros, além de uma Licenciada Isenta de Serviços de Mercados de Capitais, conforme definido na Lei de Títulos/Valores Mobiliários e Futuros.

Suíça: O EFG Bank AG, Zurich, incluindo suas filiais de Genebra e Lugano, é autorizado e regulamentado pela Autoridade Suíça Supervisora do Mercado Financeiro (Financial Market Supervisory Authority (FINMA)). Endereço oficial: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland. Filiais da Suíça: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 e EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

Reino Unido: O EFG Private Bank Limited é autorizado pela Autoridade de Regulação Prudencial e regulamentado pela Autoridade de Conduta Financeira e Autoridade de Regulação Prudencial, com o nº de registro 144036. O EFG Private Bank Limited é um membro da Bolsa de Londres. Empresa registrada – nº 2321802. Endereço oficial: EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom, telefone +44 (0)20 7491 9111. Em relação à empresa EFG Asset Management (UK) Limited, observe a divulgação do status que aparece acima.

Estados Unidos: A EFG Asset Management (UK) Limited Corp. ("EFGAM") é uma Consultora de Investimentos de Registro da Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos e uma afiliada da EFG Capital International Corp. ("EFG Capital"), corretora registrada na SEC e membro da Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") e da Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Nem a SEC, FINRA e SIPC endossaram este documento nem os serviços e produtos fornecidos pela EFG ou sua afiliada nos EUA, EFG Américas. A EFGAM Américas está registrada na SEC como consultora de investimento. Os produtos de títulos e os serviços de corretagem são fornecidos pela EFG Capital, sendo que os serviços de gestão são fornecidos pela EFGAM Américas. A EFG Capital e a EFGC Américas são afiliadas por propriedade comum e podem manter um pessoal mutuamente associado. Este documento não se destina à distribuição a pessoas nos EUA ou nas contas de pessoas nos EUA, exceto a pessoas que são "compradores qualificados" (conforme definido na Lei das Empresas de Investimento dos Estados Unidos de 1940, conforme alterada (a "Lei das Empresas de Investimento") e "investidores credenciados" (conforme definido na Regra 501 (a) sob a Lei de Valores Mobiliários). Quaisquer títulos/valores mobiliários mencionados neste documento não serão registrados nos termos da Lei de Títulos/Valores Mobiliários ou qualificados nos termos de quaisquer leis estaduais de títulos/valores mobiliários aplicáveis. Quaisquer fundos mencionados neste documento não serão registrados como empresas de investimento nos termos da Lei das Sociedades de Investimento. Analistas localizados fora dos Estados Unidos são empregados por afiliadas não americanas que não estão sujeitas aos regulamentos da FINRA.