

O Brasil pode se tornar a próxima Argentina?

Investindo no Brasil

Author: Ronaldo Patah, Chief Investment Officer Brazil, UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda

- As propostas até agora do novo governo do Brasil nos dão confiança para prever que uma deterioração tão acentuada das finanças públicas do país é improvável. Primeiro, considere o ponto de partida da economia. Após seis anos de reformas, o Brasil desenvolveu melhor robustez institucional.
- Segundo, considerando o mandato que o presidente Lula deu ao Ministério das Finanças – para aumentar o gasto público em termos reais — a proposta do novo marco fiscal nos parece razoável.
- Terceiro, o Brasil aprovou recentemente a independência do banco central, e os líderes de ambas as casas do parlamento já disseram que não vão contestar isso.
- E em quarto, o Brasil tem um congresso muito conservador, que vai rever todas as propostas do novo governo. Acreditamos que as chances são altas de que o marco fiscal melhore após o debate no Congresso em comparação com a proposta original



Fonte: Shutterstock

O Brasil pode se tornar a próxima Argentina? Esta é a pergunta mais frequente feita pelos nossos clientes este ano. Esse seria um desejo fervoroso para muitos brasileiros – se estivéssemos falando de futebol. Mas, infelizmente, por "Argentina", eles querem dizer um país cujas políticas econômicas são consideradas inadequadas, no centro da qual está um déficit fiscal descontrolado que leva a uma inflação de três dígitos, baixo crescimento e taxas de pobreza secularmente crescentes.

As propostas até agora do novo governo do Brasil nos dão confiança para prever que uma deterioração tão acentuada das finanças públicas do país é improvável. Deixe-me explicar o porquê.

Fig. 1: Alocação tática de ativos

	<u>Menos</u> <u>preferidos</u>	<u>Neutros</u>	<u>Mais</u> <u>preferidos</u>
Titulos Pós-Fixados			+
Titulos Pré-fixados		=	
Titulos Indexados a Inflação		=	
Bolsa		=	
Fundos Multimercados		=	
Fundos Imobiliarios		=	
Ativos Globais	-		
Ativos Alternativos		=	

Nota: As recomendações discutidas nesta publicação são para um portfólio de referência local. A atratividade das diferentes classes de ativos é avaliada exclusivamente em relação a outros ativos brasileiros. A moeda de referência é o real brasileiro. Fonte: UBS, em 25 de abril de 2023

Primeiro, considere o ponto de partida da economia. Após seis anos de reformas, o Brasil desenvolveu melhor robustez institucional. O país aprovou recentemente uma reforma da Previdência, uma reforma trabalhista, um teto de gastos, a independência do banco central e um novo marco do saneamento, entre outros. O PIB cresceu perto de 3% em 2022 devido a um aumento nos investimentos, em particular. Como consequência, o nível de dívida em relação ao PIB caiu para 73% depois de subir para quase 90% durante a pandemia de COVID-19.

Em segundo lugar, analisamos de perto a proposta de arcabouço fiscal do novo governo. Este foi um governo eleito com a promessa de aumentar os gastos sociais, uma prioridade fundamental no início de seu mandato. Programas sociais, como a distribuição direta de renda conhecida como " Bolsa família", o financiamento habitacional conhecido como "Minha casa minha vida", o salário mínimo e a remuneração dos funcionários públicos, receberam um impulso do novo governo. Ao mesmo tempo, foi proposto um novo marco fiscal para substituir a lei do teto de gastos; caso contrário, seria impossível manter as despesas dentro do orçamento. Considerando o mandato que o Presidente Lula da Silva deu ao Ministério das Finanças — aumentar as despesas públicas em termos reais — a nova proposta de quadro fiscal parece razoável ao nosso ver.

Quando o ministro das Finanças, Haddad, estipulou que as despesas públicas devem crescer abaixo de 70% do nível de receitas do ano anterior e propôs uma faixa de crescimento de 0,6-2,5% das despesas reais, qualquer avanço no nível de dívida em relação ao PIB do país será limitado para os próximos anos. É claro que o desafio agora é equilibrar o orçamento, enquanto as despesas reais crescem a cada ano em um país onde a carga tributária já é muito alta.

O novo plano de arcabouço fiscal inclui uma meta ambiciosa para reduzir o déficit primário a zero em 2024. Para isso, o governo terá que aumentar os impostos, criar novos ou reduzir subsídios e isenções, além de controlar a sonegação fiscal.

Embora não pensemos que a meta primária de déficit seja alcançável, a situação está muito longe de ser uma perda de controle das finanças públicas. Vemos o índice de dívida/PIB atingir 83% até 2026, o que consideramos um nível razoável.

Em terceiro lugar, o Brasil aprovou recentemente a independência do banco central, e os líderes de ambas as casas do parlamento já disseram que não vão contestar isso. Vemos a independência do banco central como uma base muito sólida para manter os níveis de inflação próximos às metas e também para ajudar o governo a manter sua disciplina fiscal.

E em quarto lugar, o Brasil tem um congresso muito conservador, que vai rever todas as propostas do novo governo. Acreditamos que as chances são altas de que o marco fiscal melhore após o debate no Congresso em comparação com a proposta original. Outras reformas, especialmente a tributária, também serão analisadas pelo Congresso.

Em suma, há poucas chances, a nosso ver, das finanças públicas do Brasil se deteriorarem acentuadamente nos próximos anos. Por isso, mantemos nossa visão de que investir em renda fixa é o melhor risco-retorno disponível para carteiras locais.

Implicações de investimento

No atual cenário político e econômico, continuamos a manter os títulos de taxa pós-fixadas como nossa classe de ativos preferida. O anúncio do governo de seu plano de âncora fiscal é um passo à frente na direção da previsibilidade financeira, o que provavelmente ajudará o BCB a iniciar um ciclo de flexibilização. No entanto, muito depende dos detalhes do plano, que precisam ser aprovados pelas duas casas do Congresso para serem válidos. Enquanto isso, como as expectativas de inflação ainda estão aumentando, esperamos que o BCB mantenha as taxas de juros inalteradas durante as próximas duas reuniões de política monetária. Considerando tudo isso, nos níveis de juros atuais, os títulos de taxa pós-fixadas fornecem um melhor colchão para as carteiras, em nossa opinião, e o risco é muito menor do que nos títulos pré-fixados.

Quanto aos indexados a inflação, vemos os rendimentos atuais como muito atraentes, com um bom potencial de ganhos de capital nos próximos seis a 12 meses. Esta classe de ativos tem uma duração mais longa, pelo que deverá se beneficiar mais de um menor risco fiscal e do início do ciclo de flexibilização da política monetária. Mantemos os indexados a inflação neutros por enquanto, pois eles já representam uma parte considerável de nossa alocação estratégica de ativos. Além disso, queremos ver os detalhes do novo plano de âncora fiscal, a fim de analisar melhor o seu impacto nas obrigações de longa duração.

Com sinais crescentes de recessão, inflação resiliente e taxas de juros reais muito altas no Brasil nos próximos trimestres, continuaremos a evitar aumentar nossa alocação em ações, apesar dos preços relativamente baixos. Monitorando reuniões que o UBS fez com investidores nos EUA e na Europa no mês passado, ainda não vimos uma demanda consistente de investidores estrangeiros para ações brasileiras. Os investidores locais preferem investir em renda fixa, de modo que os fluxos locais para ações são negativos. Além disso, como o debate sobre a reforma levará meses para ser concluído, qualquer impacto positivo

nos fundamentos econômicos do país também levará algum tempo.

Mantemos nossa visão menos preferida nos ativos globais por enquanto. Pensamos que a probabilidade de um mercado de crédito mais apertado e de um crescimento econômico mais baixo não se refletem adequadamente nos preços do mercado de ações atuais. Enquanto isso, o mercado de trabalho também parece estar esfriando. O relatório de trabalho dos EUA de março mostrou um aumento de 236.000 nas folhas de pagamento não agrícolas, o menor desde dezembro de 2020, e a relação vacâncias/desemprego caiu para 1,7, abaixo do pico de 2.0. O P/L projetado do S&P 500 de 18x está perto de seu maior nível em cerca de um ano e acima dos níveis pré-pandemia. Historicamente, quando o S&P 500 é negociado acima de 18x, as expectativas de consenso de crescimento dos lucros são robustas (14% em média) ou o rendimento do Tesouro dos EUA a 10 anos é inferior a 2%. Esperamos que os lucros do S&P 500 contraiam 5% em 2023, e o rendimento do Tesouro de 10 anos é de 3,6% atualmente. Quando consideramos os cenários potenciais para os próximos meses, pensamos que o ambiente atual favorece o investimento em renda fixa em detrimento dos índices de ações dos EUA. O peso substancial dos EUA no índice global nos leva a uma preferência geral por renda fixa de alta qualidade versus ações.

Por fim, vemos o real brasileiro (BRL) sendo negociado em uma faixa de 5,0 a 5,25, muito perto de seu valor justo esperado de 12 meses de 5,25. Também mantemos os fundos imobiliários e os fundos multimercados como neutros.

Preferências globais de classe de ativos

- Menos preferidos: Esperamos que essa classe de ativos ofereça os retornos menos atraentes ajustados ao risco nos próximos 12 meses dentro do nosso universo de classes de ativos.
- Neutro: Esperamos que os retornos ajustados ao risco nos próximos 12 meses não sejam particularmente atraentes nem pouco atraentes.
- Mais preferidos: Esperamos que essa classe de ativos ofereça os retornos ajustados ao risco mais atraentes nos próximos 12 meses dentro do nosso universo de classes de ativos.

Ativos não tradicionais

As classes de ativos não tradicionais são investimentos alternativos que incluem fundos de cobertura, capital privado, mercado imobiliário e futuros geridos (coletivamente, investimentos alternativos). As participações de fundos de investimento alternativos são vendidas somente para investidores qualificados e somente por meio de documentos oferecidos que incluem informações sobre os riscos, o desempenho e os gastos de fundos de investimento alternativos. Além disso, é solicitado aos clientes que leiam cuidadosamente esses documentos antes de assinar e reter. Um investimento em um fundo de investimento alternativo é especulativo e envolve riscos significativos. Especificamente, esses investimentos (1) não são fundos mútuos e não estão sujeitos às mesmas exigências regulamentares que os fundos mútuos; (2) podem ter um desempenho volátil, e os investidores podem perder todo ou uma parte significativa do investimento; (3) podem se envolver em alavancagens e outras práticas de investimento especulativas que podem aumentar o risco de perda do investimento; (4) são investimentos em longo prazo, ilíquidos; em geral, não há um mercado secundário para os juros de um fundo, e não se espera que algum seja desenvolvido; (5) os juros de fundos de investimento alternativos são, em geral, ilíquidos e sujeitos a restrições de transferência; (6) não podem ser solicitados a fornecer informações de valorização ou precificação periódicas aos investidores; (7) em geral, envolvem estratégias fiscais complexas, e pode haver atrasos na distribuição de informações de imposto aos investidores; (8) estão sujeitos a taxas altas, incluindo taxas de gerenciamento e outras taxas e despesas, o que reduz os lucros.

Os juros em fundos de investimento alternativos não são depósitos nem obrigações de bancos ou outras instituições depositárias seguradas, nem são garantidos ou aprovados por elas. Além disso, eles não são segurados federalmente pela Federal Deposit Insurance Corporation, pela diretoria do Federal Reserve ou outras agências governamentais. Os possíveis investidores precisam entender esses riscos e ter a disposição e capacidade financeira de aceitá-los por um período estendido antes de realizar um investimento em um fundo de investimento alternativo. Além disso, devem considerar o fundo de investimento alternativo como um suplemento a um programa de investimento geral.

Além dos riscos que se aplicam aos investimentos alternativos em geral, os riscos a seguir estão relacionados a um investimento nessas estratégias:

- Risco do fundo de cobertura: há riscos associados especificamente ao investimento em fundos especulativos, que podem incluir os riscos associados ao investimento em vendas a descoberto, opções, ações small cap (baixa capitalização), "junk bonds", derivados, valores mobiliários em dificuldades, valores mobiliários que não são dos EUA e investimentos ilíquidos.
- Futuros geridos: há riscos associados especificamente ao investimento em programas de futuros geridos. Por exemplo, nem todos os gerentes focam todas as estratégias o tempo todo, e as estratégias de futuros geridos podem ter elementos direcionais materiais.
- Mercado imobiliário: há riscos associados especificamente ao investimento em produtos do mercado imobiliário e fundos de investimento imobiliários. Eles envolvem riscos associados a dívidas, alterações adversas nas condições do mercado local ou na economia geral, mudanças em leis ou regulamentações governamentais, de impostos, imobiliárias e de zoneamento, além de riscos associados ao aumento de capital e, para alguns produtos imobiliários, os riscos associados à capacidade de se qualificar a um tratamento favorável nas leis fiscais federais.
- Capital privado: há riscos associados especificamente ao investimento em capital privado. O aumento de capital pode ser feito com pouca antecedência, e não atender aos aumentos de capital pode resultar em consequências adversas significativas, incluindo mas não limitado à perda total do investimento.
- Risco de divisas/moeda: os investidores de valores mobiliários de emissores localizados fora dos Estados Unidos precisam saber que, mesmo para valores mobiliários denominados em dólares americanos, as alterações na taxa de câmbio entre o dólar americano e a moeda do país do emissor podem ter efeitos inesperados no valor de mercado e na liquidez desses valores mobiliários. Esses valores mobiliários também podem ser afetados por outros riscos (como alterações políticas, econômicas e regulamentares) que podem não ser facilmente conhecidos por um investidor dos EUA.

Investimentos em Mercados Emergentes

Os investidores devem estar cientes de que os ativos de mercados emergentes estão sujeitos, entre outros, a possíveis riscos associados à volatilidade da moeda, variações abruptas no custo de capital e perspectivas de crescimento econômico, além de riscos regulatórios e sociopolíticos, risco de taxa de juros e risco maior de crédito. Ocasionalmente, os ativos podem apresentar liquidez muito baixa e as condições de liquidez podem piorar abruptamente. Em geral, o CIO GWM recomenda apenas os títulos que acredita terem sido registrados de acordo com as regras de registro federais dos EUA (Seção 12 do Securities Exchange Act de 1934) e com as regras de registro de cada estado (frequentemente conhecidas como leis "Céu Azul").

Os investidores prospectivos devem estar cientes de que, no limite permitido pelas leis dos EUA, o CIO GWM poderá recomendar periodicamente títulos que não sejam registrados de acordo com as leis de valores mobiliários dos Estados Unidos ou do Estado. Esses títulos podem ser emitidos em jurisdições onde o nível de declarações obrigatórias a serem feitas pelos emissores não seja tão frequente ou completo quanto o exigido pelas leis dos EUA. Para obter mais contextualização sobre os mercados emergentes em geral, consulte o CIO GWM Education Notes, *Emerging Market Bonds: Understanding Emerging Market Bonds* (Títulos de mercados emergentes: compreensão dos títulos de mercados emergentes, em tradução livre), 12 de agosto de 2009 e *Emerging Markets Bonds: Understanding Sovereign Risk* (Títulos de mercados emergentes: compreensão do risco soberano, em tradução livre), 17 de dezembro de 2009. Os investidores interessados em manter títulos por um período mais longo são aconselhados a selecionar os títulos dos emissores soberanos com as maiores classificações de crédito (na faixa de grau de investimento). Essa metodologia deve diminuir o risco de o investidor acabar com a posse de títulos que foram objeto de inadimplência por parte do emissor soberano. Os títulos em grau de subinvestimento são recomendados apenas para clientes com maior tolerância ao risco e que buscam manter títulos que geram rendimentos maiores por períodos mais curtos.

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 suas afiliadas ("UBS").

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 única e **exclusivamente a sua informação** e não representa oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender qualquer investimento ou outro produto específico. A análise aqui contida não constitui recomendação pessoal ou leva em consideração os objetivos de investimento, estratégias de investimento, situação financeira e necessidades específicas de qualquer destinatário em especial. Ela é baseada em inúmeros pressupostos. Diferentes pressupostos podem resultar em resultados materialmente diferentes. Alguns serviços e produtos estão sujeitos a restrições legais em determinadas jurisdições, não podendo 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 fontes tidas como confiáveis e fidedignas, 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 de mercado indicados são atuais a partir da data deste relatório e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. As opiniões aqui expressas podem diferir ou serem contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócio ou segmentos do UBS em virtude de terem sido utilizados diferentes premissas e/ou critérios.

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) finalidades de avaliação ou contabilidade; (ii) para determinar os valores devidos ou pagáveis, o preço ou o valor de qualquer instrumento financeiro ou contrato financeiro; ou (iii) para medir o desempenho de qualquer instrumento financeiro inclusive, entre outros, para acompanhar o retorno ou o desempenho de qualquer Valor, definir a alocação de ativos de carteira ou computar taxas de performance. Ao receber este documento e as informações, será considerado que você declarou e garantiu ao UBS que não usará este documento ou, de outra maneira, qualquer informação 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 mencionados neste material, 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 (information barriers) para controlar o fluxo de informações dentro de uma ou mais áreas do UBS, entre outras áreas e entre unidades, segmentos, conglomerados ou afiliados do UBS. As negociações com Futuros e opções não são adequadas a todos os investidores, já que envolvem risco substancial de prejuízos, podendo ocorrer perdas superiores ao investimento inicial. O desempenho passado de um investimento não constitui indicação quanto ao 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 consequente 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 elaboração deste relatório pode(m) ter contato com profissionais atuantes na mesa de operações ou na área de vendas ou ainda com representantes de outras áreas visando a coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado.

O tratamento tributário dependerá das circunstâncias específicas e poderá estar sujeito a alterações no futuro. O UBS não oferece assessoria jurídica ou tributária nem faz declarações relativas ao tratamento tributário de ativos ou seu retorno de investimentos, seja em termos gerais ou com referência a circunstâncias e necessidades de clientes específicos. Este material não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de cada um dos nossos clientes. Por este motivo, o UBS recomenda a consulta a um assessor financeiro e/ou jurídico com relação às possíveis implicações (incluindo questões fiscais) de investir em qualquer um dos produtos aqui apresentados.

É proibido reproduzir ou distribuir cópias deste material sem a autorização prévia 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 somente deverá ser distribuído sob as circunstâncias permitidas pela respectiva 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 respectivos autores de conteúdos desta publicação 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.

Opções e futuros não são adequados para todos os investidores e as operações com esses instrumentos são consideradas arriscadas, podendo ser apropriadas apenas para os investidores mais experientes. Antes de comprar ou vender uma opção e para compreender todos os riscos relacionados às opções, é necessário receber uma cópia de "The Characteristics and Risks of Standardized Options" (Características e riscos de opções padronizadas). Você pode ler o Documento em <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> ou solicitar uma cópia ao seu consultor financeiro.

A aplicação em investimentos estruturados envolve riscos consideráveis. Para ver uma análise detalhada dos riscos inerentes a qualquer investimento estruturado específico, leia os materiais de oferta relevantes para esse investimento. Investimentos estruturados são obrigações não garantidas de um emissor específico com retornos atrelados ao desempenho de um ativo subjacente. Dependendo das condições do investimento, os investidores podem perder a totalidade ou uma parte substancial de seu investimento com base no desempenho do ativo subjacente. Os investidores também podem perder todo o investimento se o emissor ficar insolvente. O UBS não garante de forma alguma as obrigações ou a condição financeira de qualquer emissor ou a exatidão de qualquer informação financeira fornecida por qualquer emissor. Investimentos estruturados não são investimentos tradicionais, de modo que a aplicação em um investimento estruturado não equivale a investir diretamente no ativo subjacente. Como os investimentos estruturados podem ter liquidez limitada ou inexistente, os investidores devem estar preparados para manter seus investimentos até o vencimento. O retorno dos investimentos estruturados pode ser limitado por um ganho máximo, taxa de participação ou outra característica. Os investimentos estruturados podem incluir opções de compra e, em caso de resgate antecipado desse investimento, os investidores não receberem mais retornos e podem não ser capazes de reaplicar em investimentos semelhantes com condições semelhantes. Os investimentos estruturados incluem custos e taxas normalmente incorporados no preço do investimento. O tratamento tributário de um investimento estruturado pode ser

complexo e diferir de um investimento direto no ativo subjacente. O UBS e seus funcionários não prestam consultoria tributária. Os investidores devem consultar seu próprio consultor tributário sobre sua própria situação tributária antes de investir em títulos.

Informações importantes sobre Estratégias de investimento sustentáveis: Estratégias de investimento sustentável buscam considerar e incorporar fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) no processo de investimento e na construção de carteira. Estratégias em diferentes regiões e estilos abordam a análise de ESG e incorporam as descobertas de várias formas. Incorporar fatores de ESG ou considerações de Investimentos sustentáveis pode inibir a capacidade do gestor da carteira em participar em determinadas oportunidades de investimento que, de outra maneira, seriam consistentes com seu objetivo de investimento e outras estratégias principais de investimento. Os retornos sobre uma carteira que consiste primariamente de investimentos sustentáveis poderão ser inferiores ou superiores aos de carteiras nas quais fatores de ESG, exclusões ou outras questões de sustentabilidade não sejam considerados pelo gestor da carteira, além disso, as oportunidades de investimento disponíveis a tais carteiras podem diferir. As empresas podem não necessariamente cumprir os elevados padrões de desempenho em todos os aspectos de ESG ou de questões que envolvem investimentos sustentáveis; também não há garantia de que qualquer empresa cumprirá as expectativas relacionadas à responsabilidade corporativa, sustentabilidade e/ou desempenho de impacto.

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

EUA: Distribuído para pessoas dos EUA 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.

Versão A/2023. CIO82652744

© UBS 2023. O logotipo das chaves e a denominação UBS são marcas comerciais registradas e não registradas do UBS. Todos os direitos reservados.