

América Latina além do comércio exterior

UBS Chief Investment Office

White paper sobre Wealth Management

26 de abril de 2017



Índice

03 Caro leitor

04 Introdução

08 Reavaliação das parcerias comerciais e de investimento

11 Demografia e capital humano

- Tendências demográficas
 - Área de saúde e educação
-

17 Produtividade

- Força institucional
 - Sustentabilidade
 - Áreas de inovação
 - Problemas endêmicos
-

25 Capital físico

- Oportunidades de capital
 - Oportunidades de infraestrutura
-

31 Implicações de investimento
e recomendações de política

34 Detalhes da publicação

35 Isenção de responsabilidade



Na capa

A Puente de la Mujer de Santiago Calatrava (espanhol para "Ponte da Mulher") é uma ponte rotativa em Puerto Madero, distrito comercial de Buenos Aires, Argentina.

Caro leitor,

Em 2016, vimos um desempenho promissor por parte dos ativos dos mercados emergentes globalmente, após um período de fraqueza que durou de cinco anos. Apesar dos riscos econômicos e políticos, temos confiança de que os mercados emergentes, incluindo a América Latina, vão oferecer uma variedade de oportunidades de investimento para nossos clientes nos próximos anos.

Após a maior contração econômica da América Latina desde a crise financeira, uma visão cautelosamente otimista da região parece justificada. As principais economias, como Brasil e Argentina, devem sair da recessão para um crescimento modesto, e os fundamentos econômicos do México estão provando serem resistentes à perspectiva de um vizinho menos acolhedor.

A região também consolidará o crescimento futuro continuando a lidar com desafios estruturais subjacentes. Nas atuais condições globais, especialmente uma queda no comércio, é improvável que seja capaz de exportar seu caminho rumo à prosperidade, como fez no passado. A região precisa desenvolver fontes domésticas de crescimento sustentável.

Em médio prazo, a produtividade na América Latina deve ser apoiada pelo fortalecimento das instituições e das condições de negócios mais amigáveis. Uma atenção maior para educação, infraestrutura, empreendedorismo e o potencial da juventude da América Latina ainda poderiam fomentar outra onda de desenvolvimento econômico.

O caminho para a reforma será difícil. Em algumas áreas, é provável que os obstáculos macroeconômicos persistam. No entanto, o tempo que passamos com clientes na região nos dá grande confiança em sua capacidade de enfrentar esses desafios com êxito e fazer grandes contribuições para a economia mundial nas próximas décadas.

Esperamos que você aproveite este relatório, que explora todas estas questões e muito mais, e que você ache-o interessante e informativo.

Paul Raphael

Diretor de WM na Europa e nos mercados emergentes

Alejandro Velez

Diretor de WM na América Latina e UHNW Global na América Latina

Ricardo Gonzalez

Diretor de Wealth Management Americas International

A Cidade de Guanajuato, no México, foi escolhida Patrimônio da Humanidade em 1988 pela UNESCO principalmente por seus edifícios neoclássicos e barrocos erguidos durante o período colonial.

América Latina além do comércio exterior

Por Jorge Mariscal, Chief Investment Officer, mercados emergentes

Nas atuais condições globais, é improvável que a América Latina seja capaz de exportar seu caminho para o crescimento sustentável, como o fez na maior parte da década de 2000.

O panorama econômico, político e financeiro da América Latina está mudando rapidamente em um mundo onde o comércio internacional enfrenta desafios. Esses vêm não só da ameaça de protecionismo nos EUA e em outros lugares, mas também das forças estruturais do reequilíbrio global em curso, que envolve maior poupança e melhores balanços comerciais no mundo desenvolvido, bem como as tendências opostas do mundo emergente.

Esse processo, combinado com uma recuperação morna nas economias desenvolvidas, tem levado a uma acentuada desaceleração nos fluxos comerciais. Desde o início do Milênio até pouco antes da crise financeira global, as exportações latino-americanas cresceram em uma média de quase 15% ao ano; isso diminuiu para menos de 6% desde 2010. E embora os preços das commodities e o volume comercial venham se recuperando nos últimos trimestres, não esperamos que volte ao auge experimentado na década de 2000.

Vários capítulos deste documento aprofundam as oportunidades e os desafios enfrentados pela região neste mundo pós auge do comércio exterior. Nós seremos os primeiros a reconhecer a dificuldade de falar sobre a América Latina como se fosse uma única entidade. Devido à sua herança complexa, a região apresenta diversidade e grande contraste. Composta por 33 países, a região é o lar de 625 milhões de pessoas (veja o mapa na próxima página), uma população que deve crescer 10% na próxima década, e cuja estrutura etária confere a ela um "dividendo" demográfico para os próximos anos.

Devido a seu tamanho e estágio de desenvolvimento, a América Latina tem uma pegada econômica considerável, com um produto interno bruto agregado de 9,4 trilhões de dólares em 2016, medido com base na Paridade de Poder de Compra (PPC). Esse resultado anual é cerca de metade do apresentado nos Estados Unidos e na China. Com uma renda per capita média de cerca de 15.000 dólares, também em termos de PPC, a região tem uma das classes médias maiores e mais vibrantes do mundo emergente. Porém, sob esses números impressionantes está uma história de divergência e desigualdade, tanto entre quanto dentro de seus países. A renda per capita varia de um valor baixo de 1.700 dólares no Haiti a um valor alto de 24.000 dólares no Chile, e os mais recentes coeficientes de Gini, uma medida de desigualdade, revelam que a América Latina continua sendo uma das regiões com as piores distribuições de renda do planeta.

América Latina e Caribe



Fonte: Fundo Monetário Internacional, World Economic Outlook Database, outubro de 2016

A América Latina precisa buscar e estimular as fontes internas de crescimento futuro.

Essa diversidade econômica e social foi moldada pelos formuladores de políticas e, em parte, também define a forma pela qual eles respondem às forças externas e internas. De uma perspectiva de investimento, as oportunidades serão determinadas pelo modo como esses decisores enfrentam dois desafios principais: pico do comércio e a retórica da desglobalização mais prevalente no cenário externo e o populismo no cenário interno. Argentina, Brasil e Peru estão avançando com agendas econômicas que claramente rejeitam o populismo. Mas o México e o Chile, entre outros, são confrontados com as forças nacionalistas e populistas que podem acabar dominando.

A retórica anti-imigração e comercial proveniente de mercados desenvolvidos reforça essas tendências locais. Com relação a isso, os próximos 18 meses serão cruciais para a política da região, com eleições legislativas na Argentina em outubro, eleições presidenciais no Chile em novembro e disputas presidenciais na Colômbia, México e Brasil em maio, julho e outubro de 2018, respectivamente.

Estamos esperançosos de que a América Latina será capaz de afastar a tentação populista, devido a uma grande e crescente classe média politicamente centrista e sua proximidade em tempo e geografia aos danos que o populismo tem infligido na região. O tempo dirá, mas enquanto isso, achamos útil focar nossa atenção nos geradores fundamentais da história econômica da região a médio e longo prazo.

Nas atuais condições globais, é improvável que a América Latina seja capaz de exportar seu caminho para o crescimento sustentável, como o fez na maior parte da década de 2000. No topo das propensões protecionistas nos EUA e na Europa, ainda não está claro para nós se o crescimento das relações comerciais entre a China e a América Latina pode ser mutuamente benéfico. Por essas razões, a América Latina precisa buscar e estimular as fontes internas de crescimento futuro.



Lima é a capital do Peru, lar de cerca de 10 milhões de pessoas, ou 32% da população total do país. A atividade econômica na região metropolitana de Lima compõe quase 45% do PIB do país.

Foco nos geradores fundamentais de crescimento

De acordo com um modelo simples de crescimento estrutural, o crescimento de um país é uma função de seu estoque de dois importantes fatores de produção: capital humano e capital físico, com produtividade, desempenhando um papel crucial na combinação desses dois. A estrutura deste white paper é baseada neste modelo.

Primeiro analisamos mais detalhadamente as **parcerias de investimento e comércio da América Latina** nas três páginas seguintes. Nossa análise reforça a tese de que a região precisa encontrar os geradores fundamentais de crescimento sustentável no mercado interno.

A seção "Capital humano e demografia"

explora a disponibilidade e a qualidade do capital humano da região. Começamos analisando a dinâmica demográfica, e reconhecendo que nenhum "bônus demográfico" pode apoiar o crescimento sem investimentos adequados em educação e saúde, nos aprofundamos em ambas as dimensões.

Na seção "Produtividade", vamos discutir como os países latino-americanos sucedem em áreas que afetam a produtividade total de fatores, como a força das instituições, investimento e atividade de desenvolvimento, bem como práticas de desenvolvimento sustentável.

Na seção "Capital físico", voltamos nossa atenção ao estoque de capital, atividade de investimento e infraestrutura da região.

Concluimos que a América Latina tem amplo potencial para gerar um crescimento interno sustentável, mas, ao mesmo tempo, reconhecemos que tem muito trabalho a fazer e o sucesso está longe de ser garantido. Suas dinâmicas

demográficas são altamente favoráveis e a região já está gastando mais do que seus pares dos mercados emergentes em termos de saúde e educação – mas tudo isso ainda tem de se transformar em melhores resultados. A produtividade deve ser apoiada por uma perspectiva de instituições mais sólidas, condições comerciais mais amigáveis e um ambiente que promova o empreendedorismo e a inovação. A região é mais ambientalmente consciente do que seus pares de mercados emergentes. Mas, ao mesmo tempo, vai demorar para que ela consiga combater os problemas endêmicos de segurança pública deficiente e uma grande economia informal.

Finalmente, a América Latina tem níveis insatisfatórios de economia e investimento que respondem por seus mercados de capital doméstico superficial. Como resultado, tem uma infraestrutura insuficiente, ineficiente e de má qualidade que se tornou um calcanhar de Aquiles para suas próprias perspectivas de crescimento. A qualidade da formulação de políticas na região, que achamos que está melhorando em geral, irá determinar o próximo capítulo desta história de crescimento exacerbando ou superando os desafios descritos acima.

Concluimos este white paper com uma seção que discute **implicações de investimentos e recomendações de políticas**.

Reavaliação das parcerias comerciais e de investimento

A China pode preencher o vazio que os EUA parecem estar deixando para trás?

Por Alejo Czerwonko, Ph.D., Estrategista e Lucy Qiu, CFA, Estrategista

Com um cenário externo mudando rapidamente, torna-se importante reavaliar as principais relações de comércio e investimento da América Latina. Embora a China tenha aumentado sua influência na região, a relação econômica e comercial entre a América Latina e a China ainda pode melhorar. Por essas razões, a América Latina precisa buscar e estimular as fontes internas de crescimento futuro.

Da globalização e do boom de mercadorias até a estagnação do comércio e a maldição de recursos naturais

O início dos anos 2000 foram anos dourados para a América Latina. Como o comércio global cresceu e os preços das mercadorias subiram, o capital estrangeiro teve grande fluxo, as moedas locais sofreram uma apreciação e a região exportou seu caminho para taxas médias de crescimento do PIB de mais 4% entre 2000 e 2012, um fenômeno apenas brevemente interrompido pela crise financeira global.

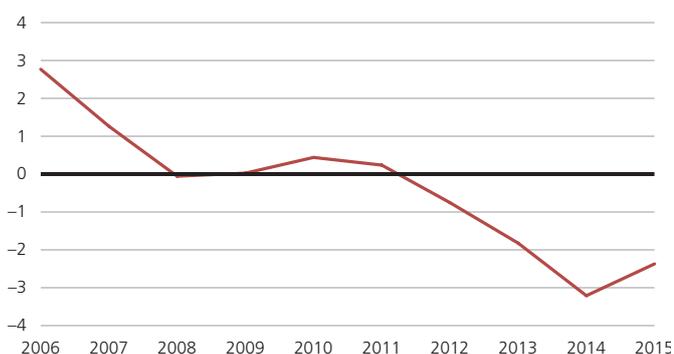
Desde então, no entanto, o cenário mudou significativamente à medida que o comércio mundial começou a estagnar. Embora essa tendência não afete exclusivamente a América Latina, a região sofreu um golpe duplo, devido à sua forte dependência de exportações de mercadorias. A transição da China de um modelo de crescimento orientado por investimento para um impulsionado por consumo e serviços provocou o fim do superciclo de mercadorias. Como resultado, a balança comercial da América Latina passou de superávit para déficit (ver Fig. 1). Ao mesmo tempo, o investimento estrangeiro direto (IED) para a região estagnou; não tem crescido desde 2011, e a quota da região nos fluxos de IED do mundo caiu de mais de 12% em 2011 para 9% em 2015 (ver Fig. 2). Esses desenvolvimentos ajudaram a levar a região a uma recessão de dois anos, da qual esperamos que escape apenas este ano.

Com a influência dos EUA aparentemente recuando, a China poderá ser a salvação?

Os EUA permanecem sendo o maior parceiro comercial e investidor da América Latina. Dos 850 bilhões de dólares da região em exportações

Fig. 1: Crescimento liderado pelas exportações, coisa do passado

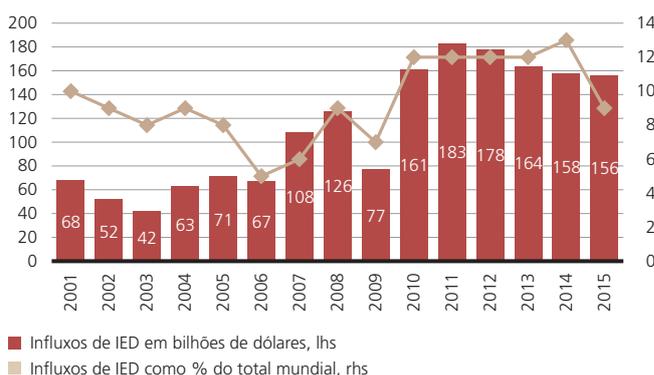
Balança comercial líquida da América Latina, como uma porcentagem do PIB



Fonte: Banco Mundial, World Integrated Trade Solution, UBS, em 2015

Fig. 2: América Latina, ficando com uma participação menor dos fluxos de investimento direto estrangeiro

Fluxos de IED para a América Latina, como uma porcentagem do total global e em bilhões de dólares



Fonte: Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), UBS, em 2015

Ainda não está claro para nós se as relações de comércio e investimento entre a China e a região têm sido mutuamente benéficas.

em 2015, cerca de um terço foi enviado para os EUA em comparação com menos de um quarto para a China. Os EUA acumularam um estoque de 403 bilhões de dólares de IED na região, várias vezes maior do que o estoque atual de 50 bilhões de dólares da China.

Embora as forças que moldam a integração de cadeias produtivas globais e a especialização do comércio estejam propensas a permanecer, a retórica da administração de Trump gera preocupações sobre o futuro da parceria entre os EUA e a América Latina. O México está preocupado com a possível renegociação do Acordo de Livre Comércio da América do Norte e a proposta de construção de um muro ao longo da fronteira EUA-México. A economia andina já se deparou com a necessidade de digerir a mudança dos planos de Washington sobre o acordo de comércio da Parceria Transpacífico, e seus acordos bilaterais de livre comércio com os seus vizinhos do Norte não são tão seguros quanto costumavam ser.

Por outro lado, as relações de comércio e investimento entre a China e a América Latina cresceram rapidamente nos últimos 15 anos. A China está intensificando sua chamada estratégia de "sair para o mundo", liderando o banco multilateral de desenvolvimento BRICS, o Banco de Investimentos e Infraestrutura da Ásia e o Fundo Silk Road. Em uma ofensiva de charme, apenas algumas semanas após a vitória de Trump, Pequim publicou um documento chamando a América Latina de "uma terra cheia de vitalidade e esperança". Entre outros, prevê a Comunidade de Estados Latino-Americano e Caribenhos (CELAC) de 2015 – plano de cooperação da China

impulsionando o comércio entre a China e o CELAC para 500 bilhões de dólares ao ano e o estoque de IED da China para 250 bilhões de dólares na região na próxima década.

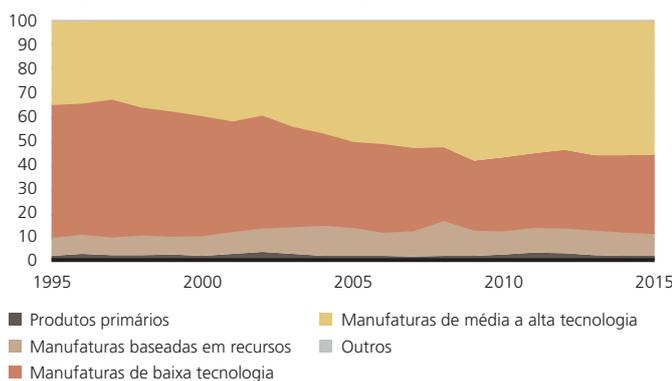
A China pode preencher o vazio que os EUA parecem estar deixando para trás? Mesmo se a resposta for um sim parcial, algumas das características únicas e das motivações por trás do envolvimento da China na região nos levam a crer que pode não ser do interesse da América Latina seguir esse caminho.

Em primeiro lugar, ainda não está claro para nós se as relações de comércio entre a China e a região têm sido mutuamente benéficas. As exportações chinesas para a América Latina têm aumentado constantemente na cadeia de valor, com a parte da fabricação de média a alta tecnologia, crescendo em detrimento de produtos de baixa tecnologia (ver Fig. 3). As exportações latino-americanas para a China, por outro lado, ficam no segmento de baixo valor agregado. A Fig. 4 mostra que, mesmo com a queda nos preços das mercadorias, as exportações de produtos primários e manufaturas baseadas em recursos da América Latina para a China continuaram ganhando em proporção à custa de mais produtos de valor agregado – elas representaram um valor surpreendente de 91% do total das exportações para a China em 2015, um aumento de oito pontos percentuais desde a virada do milênio.

As tendências descritas devem surgir sem nenhuma surpresa, pois a maioria dos investimentos da China na América Latina vem principalmente de empresas estatais e, em nossa opinião, em

Fig. 3: As exportações chinesas para a América Latina sobem na cadeia de valor

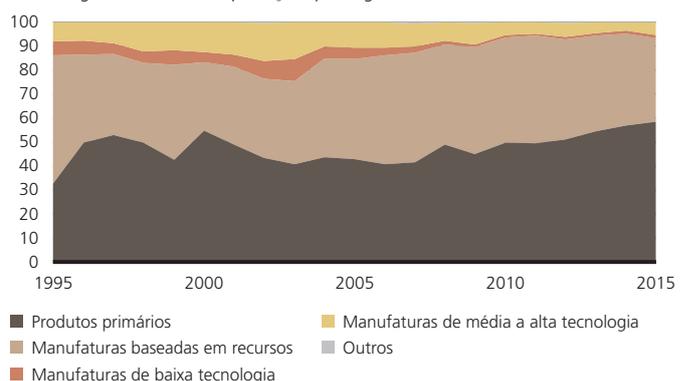
Porcentagem do total de exportações por segmento



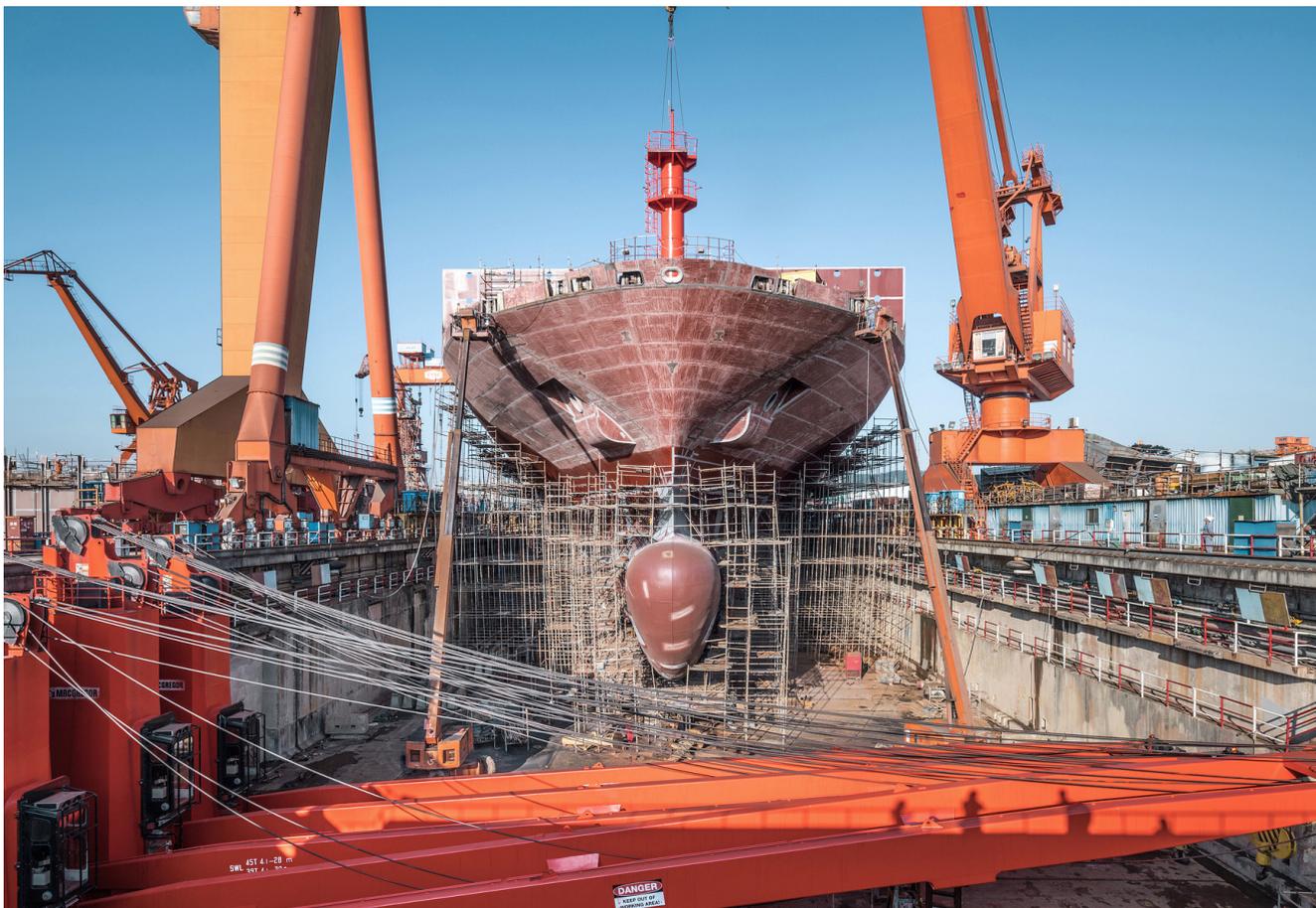
Fonte: UNCTAD, UBS, em 2015

Exportações da América Latina para a China caindo na cadeia de valor

Porcentagem do total de exportações por segmento



Fonte: UNCTAD, UBS, em 2015



Guangzhou, China abriga o maior porto no sul da China. Ele é conectado a mais de 300 portos em 80 países do mundo. As exportações totais da China para a América Latina aumentaram em uma média de 19% ao ano na década até 2015.

última análise, servem para proteger os interesses nacionais da China. A fim de garantir recursos e oferecer oportunidades para as empresas chinesas, esses investimentos se concentraram fortemente no setor de recursos – 57% do total de IED da China na região entre 2000 e 2012 têm sido focado na aquisição de matérias-primas¹, enquanto 74% dos empréstimos na última década têm sido relacionados à energia.

A histórica falta de ênfase desses investimentos nos padrões sociais e ambientais também é uma fonte de preocupação. Alguns observadores têm até mesmo argumentado, a julgar pelo padrão de empréstimo da China, que os investimentos chineses têm sido desviados para países com padrões de governança relativamente pobre, como nas áreas de leis ambientais e mão de obra. Cerca de metade dos empréstimos chineses para a região na última década foi para a Venezuela e outro quarto para Argentina e o Equador.

Nesse contexto, pelo menos nas condições atuais, não está claro para nós se o relacionamento de comércio e investimento da China-América Latina facilitará o crescimento sustentável e o desenvolvimento da região. A menos que os acordos de IED e comércio comecem a se afastar das exportações de matérias-primas e a incorporar acordos de reciprocidade para abrir setores chineses de interesse para as empresas latino-americanas, a relação poderá não ser tão benéfica para a região como é para a China.

Por essa razão, acreditamos que a América Latina precisará procurar fontes internas de crescimento. Nas próximas páginas, este trabalho tentará determinar quais fontes internas têm mais probabilidade de resgatar o crescimento econômico na região, e quais países estão mais bem posicionados para encontrá-las.

Capital humano e demografia

Uma análise da disponibilidade e da qualidade da mão de obra na região

Tendências demográficas: uma lufada de ar fresco

Por Alejo Czerwonko, Ph.D., Estrategista

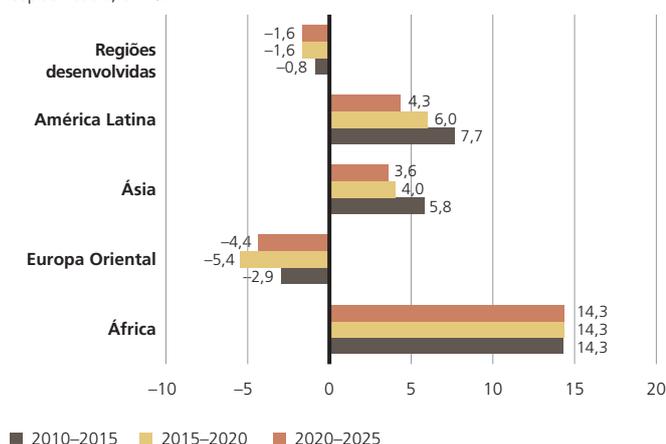
Terríveis tendências demográficas estão previstas para grande parte do mundo desenvolvido e partes dos mercados emergentes nos próximos anos. Como uma região, a América Latina está em posição demográfica favorável graças a taxas de forte crescimento da população ativa e de dependência em declínio. Este "bônus demográfico", se acompanhado de investimentos adequados em educação, saúde e infraestrutura, deve dar suporte ao crescimento econômico. México e Peru se destacam como os países demograficamente

mais atraentes na região. Chile, Brasil e Argentina podem enfrentar desafios com encargos de futuras pensões, a menos que sejam feitas reformas.

De acordo com as Nações Unidas, a população japonesa vai diminuir em um surpreendente número de 20 milhões de pessoas até 2050. No mesmo período, a população em idade ativa da Alemanha, que inclui indivíduos entre 15 e 65 anos de idade, deverá ter um declínio de 23%. Tendências demográficas terríveis como essas estão previstas para grande parte do mundo desenvolvido nos próximos anos. Mas se você acha que essas restrições estruturais ao crescimento econômico são exclusivas das economias avançadas, pense novamente. A população em idade ativa da China deverá para cair em mais de 20% até 2050. A maioria dos países da Europa Central e Oriental, incluindo Rússia, Polônia e Hungria, também experimentará declínios globais de população entre 10% e 15% no mesmo período.

Fig. 1: População em idade ativa da América Latina parecendo melhor do que na maior parte do mundo

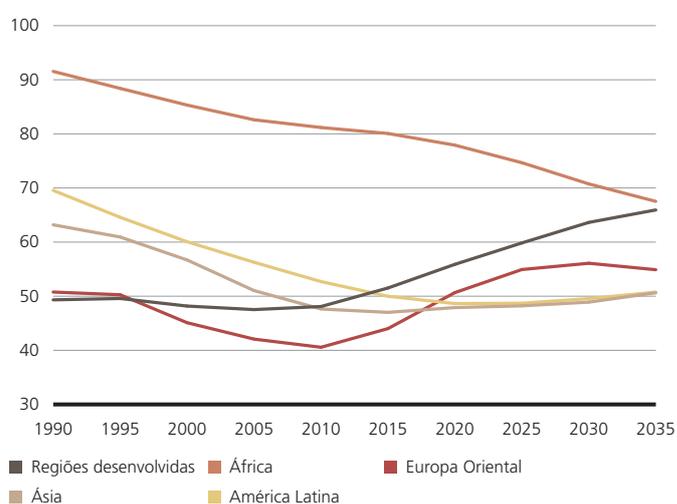
Taxas de crescimento da população em idade ativa durante cada período especificado, em %



Fonte: ONU-Perspectivas Demográficas Mundiais, revisão de 2015, UBS

Fig. 2: América Latina tem baixas taxas de dependência

Taxas de dependência por região, em %



Fonte: ONU-Perspectivas Demográficas Mundiais, revisão de 2015, UBS

A taxa de crescimento esperado da população ativa em todos os países da região permanecerá entre as maiores do mundo na próxima década

Nesse contexto, a América Latina está em posição demográfica favorável nos próximos anos. A taxa de crescimento esperado da população ativa em todos os países da região, embora seja menor do que foi entre 2010 e 2015, permanecerá entre as maiores do mundo na próxima década (ver Fig. 1).

Da mesma forma, uma dinâmica benigna pode ser vista em taxas de dependência, uma medida com base no número de indivíduos em faixas etárias economicamente dependentes (menores de 15 anos e maiores de 65 anos) divididos pela população em idade ativa. Nas últimas décadas, a América Latina tem mostrado taxas de alta dependência em relação a outros mercados emergentes e desenvolvidos (ver Fig. 2). No entanto, esses indicadores têm diminuído rapidamente, e a região agora apresenta algumas das menores taxas de populações economicamente dependentes globalmente. Os números devem permanecer favoráveis ao longo dos próximos anos – uma consequência das baixas taxas de fertilidade da região e só aumentos graduais nos grupos etários mais velhos.

Esse "bônus demográfico", se acompanhado de investimentos adequados em educação, saúde e infraestrutura, deve dar suporte ao crescimento econômico através de um aumento nas entradas de mão de obra especializada. É necessário reconhecer que um crescente conjunto de indivíduos que carece de formação adequada e saúde, ou que não poderá permanecer produtivo devido à falta de infraestrutura, poderia se tornar um fardo para a

sociedade e pressionar o contrato social. Nas páginas seguintes deste relatório, nós exploramos se América Latina investe o suficiente em áreas complementares para aproveitar esse bônus demográfico.

Observando mais detalhadamente, a Fig. 3 revela diferenças significativas em países latino-americanos. México e Peru se destacam como demograficamente mais atraentes, enquanto Chile, Brasil e Argentina podem enfrentar desafios com encargos de futuras pensões.

México e Peru: eles vão aproveitar a oportunidade?

México e Peru tiveram fortes declínios entre 11 e 13 pontos em suas taxas de dependência na década que terminou em 2015, e o impulso positivo provavelmente permanecerá em vigor nos próximos anos. Esses países também têm proporções de suas populações no "ponto ideal" da faixa etária dos 15 aos 24 bem acima da média regional e global. Como destacado acima, a vantagem econômica associada a esses números demográficos favoráveis não se materializará automaticamente; para que isso aconteça, México e Peru vão precisar fazer grandes investimentos em educação – e enfrentam pontos de partida desafiadores. O México, por exemplo, continua sendo um dos países da OCDE com as maiores taxas de jovens que não estão em idade de trabalhar nem estudar. No Peru, as despesas públicas em educação como uma porcentagem do PIB estão entre as mais baixas da região.

Sistemas de pensões: houve progressos, mas ainda há muito mais trabalho a fazer

Desde o início de 1980, uma série de países latino-americanos, incluindo Chile, México, Peru, Colômbia e só temporariamente a Argentina, introduziu sistemas de pensão de contribuição definida por contas individuais, às vezes trabalhando em paralelo com pilares do tipo pré-pago para subgrupos da população. Esses modelos permitiram que a região se preparasse melhor para as alterações demográficas, incluindo maior expectativa de vida; isso levou a um aprofundamento dos seus mercados de capital e a uma melhoria da sustentabilidade fiscal. Dito isso, é preciso um progresso significativo, pois as taxas de substituição e a cobertura global do sistema de pensões para a população permanecem baixas. Embora não haja uma solução única, está se ficando cada vez mais claro que a reforma das pensões deve vir em primeiro plano da agenda política da região.

O pioneiro em termos de transformação do sistema de pensões na América Latina é o Chile. As bases do seu sistema atual foram lançadas em 1981, quando o país passou para um sistema de contribuição definida, administrado pelo setor privado. Isso foi

Fig. 3: Diferenças surgem observando mais detalhadamente Mudanças esperadas nas taxas de dependência e população em idade ativa

	Taxa de crescimento da população em idade ativa 2015-2025	Mudança na taxa de dependência 2015-2025
Regiões desenvolvidas	-3,3%	8,3%
Europa Oriental	-9,6%	10,9%
Ásia	7,8%	1,2%
África	30,7%	-5,4%
América Latina	10,6%	-1,3%
México	14,1%	-3,1%
Argentina	10,1%	-1,0%
Brasil	7,4%	-0,2%
Chile	6,7%	3,7%
Colômbia	7,9%	-0,4%
Peru	13,5%	-1,9%
Venezuela	13,7%	-1,7%

Fonte: ONU-Perspectivas Demográficas Mundiais, revisão de 2015, UBS

complementado em 2008 por um pilar solidário de financiamento público que fornece pensões mínimas. Por trás das taxas de baixa contribuição obrigatória e dos curtos períodos de contribuição, as taxas de substituição do Chile são muito baixas, particularmente para as mulheres em 24% em 2014. Os desafios para o sistema de pensões do Chile continuarão grandes quando a população do país com mais de 65 anos atingir 20% em 2035. O governo recentemente anunciou alterações no sistema para tratar dessas preocupações, incluindo um aumento nas taxas de contribuição mínima. No entanto, mudanças mais profundas provavelmente serão necessárias para colocar o sistema em um caminho socialmente sustentável.

Para Brasil e Argentina, os desafios estão ligados à sustentabilidade dos seus sistemas de capitalização. As proporções das suas populações acima de 65 anos de idade deverão atingir níveis não desprezíveis de 16% e 14% em 2035, respectivamente. Mais importante, suas taxas de substituição de pensão – definidas como a porcentagem de ganhos de pré-aposentadoria que os pensionistas recebem como

seu benefício – ficaram em 76,4% e 87,5% em 2014, respectivamente, bem acima da média de 63% da OCDE. O gasto com pensões como uma porcentagem do PIB deverá aumentar de forma insustentável nesses dois países, a menos que sejam feitas reformas. A boa notícia é que, com suas atuais administrações mais pragmáticas, os dois países prometeram resolver algumas das fraquezas de seus sistemas de pensões.

Com relação a isso, o Brasil está claramente um passo à frente da Argentina. Acreditamos que a reforma do sistema de previdência social do Presidente Michel Temer será aprovada em 2017. O projeto de lei exige que os brasileiros trabalhem mais anos antes de se qualificarem para benefícios de aposentadoria completa. O plano deve definir uma idade mínima de aposentadoria aos 65 anos, bem acima da média atual de 54. A liderança política na Argentina se comprometeu a promover a reforma do sistema somente em 2018, depois que o obstáculo da eleição intercalar de 2017 for superado, e ainda faltam muitos detalhes até agora. Para esses países, qualquer atraso é um risco que eles não podem correr.



A proporção de latino-americanos entre 15 e 25 anos deverá ser 16% do total da população na região até 2025, em comparação com apenas 11% nos mercados desenvolvidos.

Saúde e educação: quantidade versus qualidade

Por Soledad López, Analista, e Lucy Qiu, CFA, Estrategista

A dinâmica demográfica é altamente favorável para a América Latina, mas exige investimentos adequados em saúde e educação para atender às crescentes demandas sociais. A região já está gastando mais do que seus pares de mercados emergentes em ambos os aspectos. No entanto, a crescente incidência de doenças crônicas e necessidades crescentes de uma população em envelhecimento aumentam os custos e a demanda por serviços de saúde. Na educação, maior gasto ainda tem de se traduzir em melhor qualidade. Para melhorar os resultados da educação e atender à demanda por saúde em constante evolução, a região deve implementar reformas estruturais e aumentar a participação do setor privado.

As despesas na área de saúde estão acima de seus pares em desenvolvimento, mas ainda atrás de nações desenvolvidas

Historicamente, as despesas na área de saúde na América Latina são maiores do que no resto do mundo emergente, mas ainda significativamente

inferiores aos mercados desenvolvidos. De 1995 a 2014, as despesas na área de saúde na região cresceram de quase 6% para 7,5% do PIB, enquanto nos mercados emergentes como um todo cresceram de 4,2% para 6%. O Brasil, atualmente, lidera o pacote, gastando cerca de 8,3% a partir de 2014, enquanto até os retardatários da região – Argentina e Venezuela – estão gastando perto da média asiática, em torno de 5%.

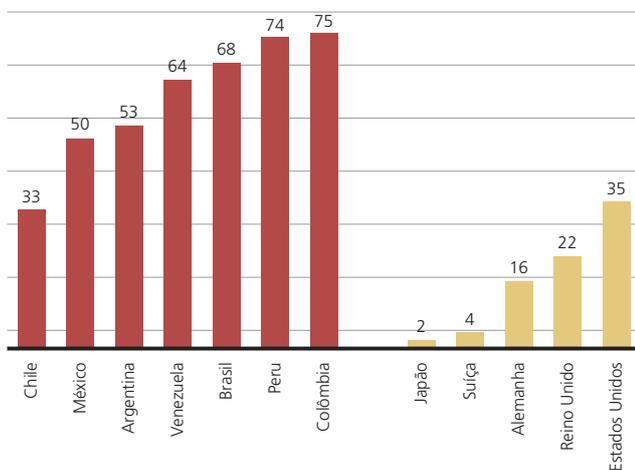
O relatório de competitividade Global do Fórum Econômico Mundial classifica a qualidade da área de saúde na maioria dos países latino-americanos como acima da média. O índice de saúde compreende a expectativa de vida e a prevalência de malária, tuberculose e HIV, bem como a mortalidade infantil. O Chile lidera a região, classificado como 30º (à frente dos EUA), seguido por México e Argentina. Por outro lado, Peru e Colômbia têm o ranking mais baixo em relação a seus pares.

Doenças crônicas, envelhecimento e grandes despesas diretas pedem melhores serviços de saúde

Segundo a ONU, a porcentagem da população latino-americana acima de 65 anos subirá para 12% em 2030 de 8% em 2015. À medida que a urbanização e os rendimentos aumentam, a área de saúde deverá evoluir do tratamento de doenças infecciosas ao de doenças não transmissíveis (DNT), como diabetes, doenças cardíacas e hipertensão. Os últimos dados de 2015 indicam que 14% das

Fig. 1: A área de saúde na América Latina ainda fica atrás de nações desenvolvidas

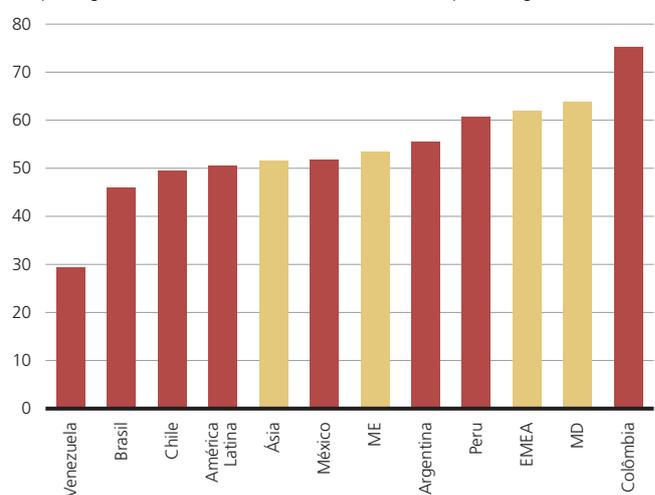
Ranking da saúde no Fórum Econômico Mundial (menor é melhor), 2015-2016



Obs.: classificação baseada em um total de 140 países
Fonte: Relatório de competitividade Global do Fórum Econômico Mundial 2015-2016, UBS

Fig. 2: Despesas na área de saúde na América Latina abaixo da média de nações ricas

Despesas governamentais na área de saúde como uma porcentagem do total



Obs.: PIB ponderado usando números de 2014
Fonte: Organização Mundial de Saúde, panorama econômico mundial, UBS em março de 2017

A região fez grandes progressos no fornecimento de acesso à educação. Infelizmente, quantidades maiores de gastos e taxas de inscrição ainda precisam se transformar em melhor qualidade.

mortes totais na região são devido a doenças transmissíveis, enquanto 73,4% são devido a doenças não transmissíveis. Em comparação, apenas 69% das mortes totais eram atribuíveis a doenças não transmissíveis em 2000. Essa mudança em relação a doenças crônicas, que afetam todos os grupos da população, irá aumentar a demanda por tecnologia e serviços de saúde especializados na região.

Na América Latina, o estado é responsável por cerca de 54% do total das despesas na área de saúde em 2014, em comparação com 64% para mercados desenvolvidos. No entanto, isso não significa que os investimentos do setor privado não possam melhorar ainda mais. Na Colômbia, o governo perfaz 75% do total de despesas na área de saúde, no entanto, o país tem o ranking mais baixo em termos de qualidade, refletindo a importância da participação do setor privado.

Outra métrica relevante é em relação a despesas diretas, ou despesas médicas privadas não cobertas pelo estado. Na América Latina, esses gastos diminuíram de 43% do total em 1995 para 30% em 2014 – inferior à média de 35% de mercados emergentes, mas ainda bem acima dos 12% dos mercados desenvolvidos. Só a Colômbia alcançou um nível semelhante ao de nações avançadas em 15%, com o Brasil classificado em um distante segundo lugar de 25%. Por outro lado, a Venezuela tem a despesa mais alta em 64%. Altas despesas

diretas sugerem a necessidade de reduzir custos, por exemplo, tornando os medicamentos genéricos mais amplamente disponíveis, aumentando a eficiência, ou aumentando a participação dos gastos do governo. A prevalência de doenças não transmissíveis também destaca a necessidade de melhor qualidade e o papel do setor privado na prestação de serviços de saúde.

Como enfrentar esses desafios

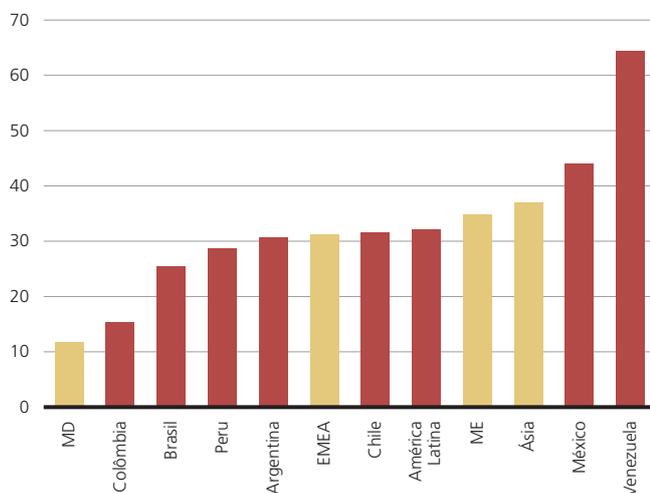
Como resultado, a região precisa aumentar os gastos públicos ou diminuir as despesas diretas. Mecanismos alternativos de financiamento que promovem estilos de vida saudáveis e incentivam a prevenção de doenças podem reduzir no futuro os custos na área de saúde em doenças não transmissíveis. A cobertura de saúde universal, que já está em ascensão na América Latina, segundo o Banco Mundial, também pode tratar do problema da desigualdade.

Despesas de educação acima da média mundial, mas qualidade de educação abaixo da média

Os governos da América Latina, em média, gastam mais em educação do que o resto do mundo. Na verdade, como uma porcentagem do PIB, as despesas com educação na região estão no mesmo nível da OCDE, um clube dos países ricos. Existem grandes diferenças na região, com o Brasil em cerca de 6%, enquanto Peru fica atrás em 3%.

Fig. 3: Despesas diretas na América Latina superiores às de nações ricas

Despesas diretas como uma porcentagem do total de despesas na área de saúde

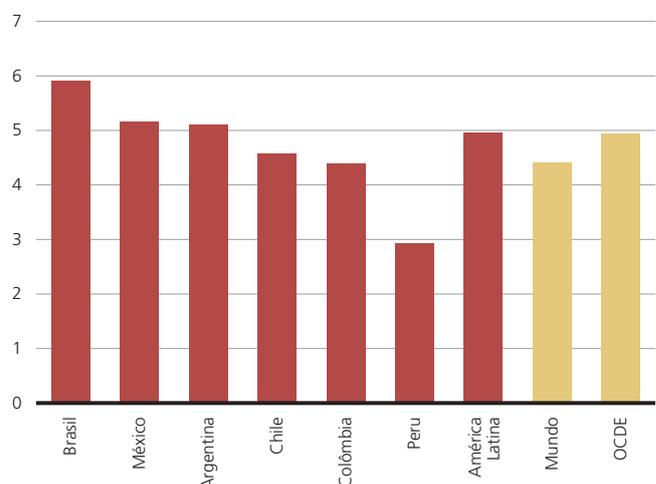


Obs.: PIB ponderado usando números de 2014

Fonte: Organização Mundial de Saúde, panorama econômico mundial, UBS em 2016

Fig. 4: Despesas com educação na América Latina alinhadas às médias da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)

Despesas públicas em educação como uma porcentagem do PIB

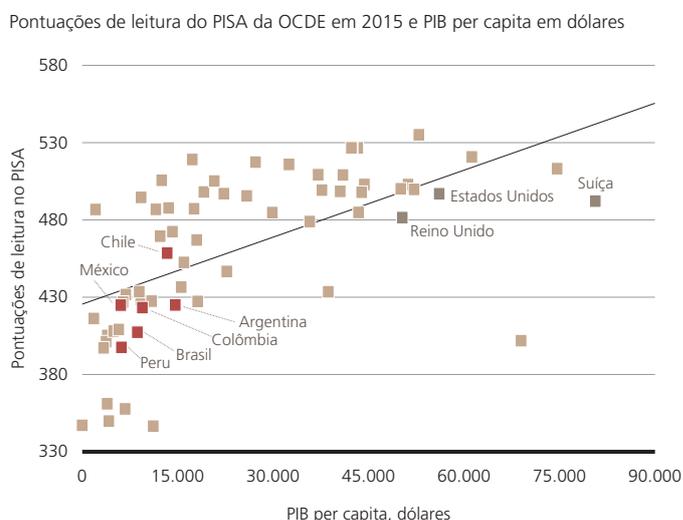


Source: UN World Development Indicators, UBS, Data as of 2012 (Mexico as of 2011)

A região fez grandes progressos no fornecimento de acesso à educação, graças a programas de transferência de dinheiro como o Bolsa família no Brasil e o Oportunidades no México. As atuais taxas de matrícula em escolas primárias e de nível secundário inferior são de 94% e 92%, respectivamente, em consonância com os níveis em países de média e alta renda. A taxa de matrícula terciária é de 44%, maior do que na maioria dos mercados emergentes, mas ainda bem abaixo de 74% nos países de alta renda.

Infelizmente, quantidades maiores de gastos e taxas de inscrição ainda precisam se transformar em melhor qualidade da educação. O Programa Internacional de Avaliação de Estudantes (PISA) de influência da OCDE para alunos de 15 anos mostra que a América Latina fica para trás em relação aos pares da OCDE em todas as três categorias de teste. Segundo a ONU, quase 50% dos estudantes das séries três e seis não atingem o nível mínimo de proficiência em matemática. A Fig. 5 mostra as pontuações de leitura do PISA em relação ao PIB per capita. Como esperado, países com maior renda per capita tendem a ter melhor qualidade de ensino. O Chile é o único com melhor desempenho na América Latina; todos os outros países estão abaixo da média em relação a seus respectivos grupos de rendimentos, com Brasil e Peru especialmente mais defasados.

Fig. 5: Estudantes latino-americanos ficam atrás de outros países nas principais categorias de testes



*Argentina: a cobertura é muito pequena para assegurar a comparabilidade.
 Fonte: Programa Internacional de Avaliação de Estudantes da OECD,
 Panorama Económico Mundial, UBS, em março de 2017

De quantidade a qualidade: o que fazer em seguida

Agora que a maioria das crianças na América Latina frequenta escolas, a restrição mais crítica aos maiores padrões de ensino é a má qualidade dos professores. Os incentivos para vagas para professores são baixos por causa da baixa remuneração: professores do ensino primário e pré-primário ganham 24% menos em relação a outras profissões, enquanto os professores do ensino secundário ganham 12% menos. Os salários dos professores também aumentam muito lentamente, diminuindo ainda mais a motivação. Outro desafio é político, pois os sindicatos de professores são interessados de grande porte e politicamente ativos. Por exemplo, o México aprovou uma reforma educacional em 2014, mas ainda está lutando com sua implementação em meio a protestos organizados pelos sindicatos.

No entanto, casos bem-sucedidos de reformas podem ensinar lições a outros países. O Chile, com o melhor desempenho da região, adotou padrões nacionais de ensino ("Marco para la Buena Enseñanza") em 2003 e estabeleceu um sistema de avaliação de professores para garantir padrões elevados. Investir no desenvolvimento profissional dos professores também pode compensar: a Cingapura, país com o melhor desempenho no PISA em 2015, oferece 100 horas por ano de desenvolvimento profissional para todos os professores. Incentivos financeiros, tais como um sistema de remuneração e promoção por mérito, também podem motivar o melhor desempenho docente.

Finalmente, provedores de ensino privado podem desempenhar um papel importante, devido às restrições de orçamento para o setor público. Elas tendem a ser mais eficazes na ampliação do acesso à educação a um custo razoável como temos visto no Brasil. Empresas privadas também são particularmente eficazes na ligação com a indústria para garantir que as habilidades da força de trabalho estejam alinhadas às necessidades do mercado de trabalho. Por exemplo, na Colômbia, o setor privado trabalha com a indústria e o governo para garantir que os programas sejam relevantes às necessidades dos empregadores. Mais da metade de seus programas são vocacionalmente voltados para setores-chave, inclusive agronegócio, hotelaria, construção, web design e saúde ocupacional.

Produtividade

Foco na força das instituições na região, investimento e a atividade de desenvolvimento, bem como práticas de desenvolvimento sustentável

Força institucional: visão do futuro versus visão do passado

Por Ronaldo Patah, Chief Investment Officer, Brasil

A força institucional e a facilidade de fazer negócios são cruciais para que os países em desenvolvimento progridam e atinjam níveis mais altos de renda. Nesse sentido, a América Latina teve um baixo desempenho em relação a seus pares globais ao longo da última década. Mais recentemente, o pêndulo político da região tem oscilado para uma perspectiva mais positiva para ambas as áreas, e esperamos que essa tendência

continue. No entanto, muito vai depender se o Brasil pode consolidar sua agenda de reformas estruturais e com que eficácia o México pode afastar a ameaça do populismo em suas respectivas eleições presidenciais em 2018.

Analisando os últimos dez anos de dados, a América Latina sofreu um declínio geral nos indicadores de governança do Banco Mundial em todo o mundo. A deterioração mais acentuada ocorreu na área de "controle da corrupção," com México, Peru e Venezuela mostrando os declínios mais profundos. Notavelmente, nenhum país da região viu melhora nessa dimensão nos últimos dez anos. A "Eficácia do governo," que capta as percepções sobre a qualidade dos serviços públicos, também diminuiu em toda a região.

Fig. 1: Principais eleições latino-americanas em 2017-2018

País	Descrição	Data
México	Eleições locais nos estados de Nayarit, México e Coahuila	04/06/2017
Chile	Primárias: eleições presidenciais e parlamentares	02/07/2017
Argentina	Primárias: eleições parlamentares	13/08/2017
Argentina	Eleições parlamentares	22/10/2017
Chile	Eleições presidenciais e parlamentares	19/11/2017
Chile	Segundo turno das eleições presidenciais	17/12/2017
Costa Rica	Eleições presidenciais e parlamentares	Fev. 2018
El Salvador	Eleições parlamentares	04/03/2018
Colômbia	Eleições parlamentares	11/03/2018
Paraguai	Eleições presidenciais, parlamentares e locais	Abr. 2018
Costa Rica	Segundo turno das eleições presidenciais	Abr. 2018
Colômbia	Eleição presidencial nos EUA	27/05/2018
Colômbia	Segundo turno das eleições presidenciais	17/06/2018
México	Eleições presidenciais e parlamentares	Jun. 2018
Brasil	Eleições presidenciais, parlamentares e locais	07/10/2018
Peru	Eleições locais	A definir
Venezuela	Eleições locais	A definir

Fonte: Centro Estratégico Latinoamericano de Geopolítica, órgãos eleitorais locais, UBS, em abril de 2017

Em termos de "estabilidade política e ausência de violência/terrorismo," a América Latina experimentou alguma melhoria, mas os resultados são mistos. Enquanto Peru e Colômbia tiveram progressos importantes, México e Chile parecem ter piorado. Um quadro semelhante é evidente em "qualidade regulatória," em que Peru e Colômbia também tiveram progressos enquanto Argentina e Venezuela pioraram. "Estado de direito" é um dos pontos fracos das economias latino-americanas, em comparação com o resto do mundo. Ele captura a qualidade da execução de contratos, dos direitos de propriedade e dos tribunais. Nesse sentido, a América Latina está em situação pior do que a América do Norte, a Ásia e a Europa; semelhante ao Oriente Médio; e somente melhor do que a África. Brasil e Colômbia melhoraram nos últimos 10 anos, enquanto Argentina e Venezuela tiveram um declínio acentuado.

As economias latino-americanas também têm um longo caminho a percorrer em termos de "facilidade de fazer negócios," pois a região teve classificação pior do que mercados desenvolvidos, Ásia e Europa emergente, Oriente Médio e África (EMEA) em todos os critérios. Essa dimensão abrange a facilidade de "começar um negócio", "pagar impostos", "comércio internacional" e "registro de propriedade". Em relação ao resto do mundo, os retardatários aqui são Venezuela, Brasil e Argentina.

Olhando para trás, é evidente que, em média, as medidas de força institucional e a facilidade

de fazer negócios pioraram na região. Olhando para o futuro, no entanto, esperamos que essa tendência seja revertida. Nos últimos 18 meses, algumas mudanças importantes ocorreram nos cenários políticos e econômicos latino-americanos. Argentina, Brasil e Peru, por exemplo, todos fizeram a transição de governos populistas para administrações mais pragmáticas com mais agendas políticas pró-mercado.

Boa parte do pêndulo político da região tem oscilado para uma perspectiva mais promissora. O caso do Brasil é particularmente notável. Embora as abrangentes investigações de corrupção da "Lava Jato" e o impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff sejam parcialmente culpados pela gravidade da recessão do Brasil em 2015 – 2016, o forte impulso do país contra a corrupção, graças a um sistema judiciário independente, deixa o país em melhor posição para os próximos anos. O grande ponto de interrogação é o México, onde a evidência aponta para um enfraquecimento das instituições do país.

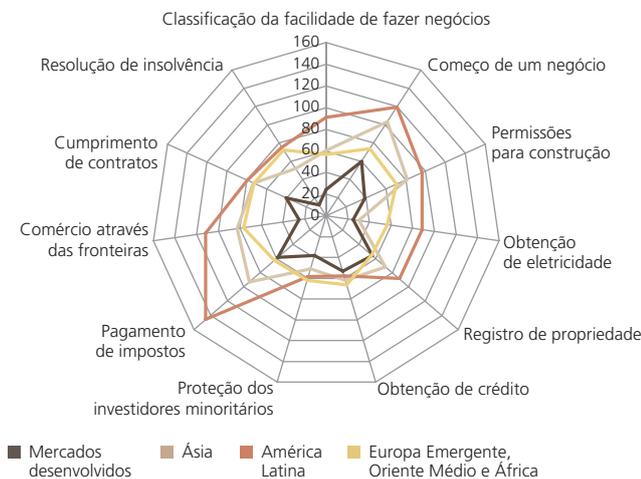
Neste dinâmico ambiente político global, diferentes tipos de fenômenos de liderança estão surgindo. Discutiremos abaixo os casos de Brasil e México, visto que as duas maiores economias da América Latina enfrentarão eleições presidenciais em 2018.

Brasil: o caso do apresentador de reality-show "supereficiente"

Um empresário de sucesso, conhecido por ser o apresentador de um reality show, que nunca

Fig. 2: Não é tão fácil fazer negócios na América Latina

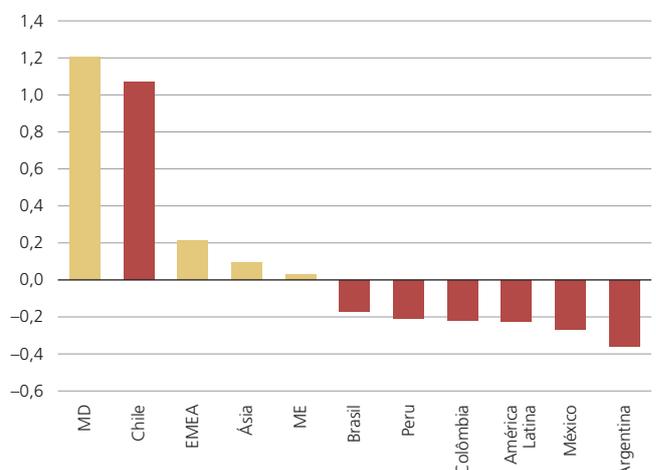
Ranking de economia em termos de facilidade de fazer negócios (1 = mais alto, 190 = mais baixo)



Fonte: Banco Mundial, UBS, março de 2017

Fig. 3: América Latina, ficando atrás de pares de mercados emergentes em padrões de governança

Média dos indicadores de governança em 2015 (2,5 = mais alto, -2,5 = mais baixo)



Fonte: Banco Mundial, UBS, março de 2017

A América Latina sofreu um declínio geral nos indicadores globais de governança do Banco Mundial na última década. Esperamos que essa tendência seja revertida.

antes esteve envolvido na política, ganha uma eleição com a bandeira de um partido tradicional, surpreendendo as pesquisas de opinião e os analistas políticos. Não, não é quem você acha que é. O mundo está vivendo em uma época de crescente sentimento de antissistema, onde eleitorados desafiam o status quo e votam de forma inesperada. O Brasil mostrou-se não ser exceção. Semelhante ao resultado das últimas eleições presidenciais dos Estados Unidos, a recente eleição para prefeito em São Paulo, a maior cidade da América do Sul, mostrou a grande zebra quando João Dória ganhou. Dória nunca tinha estado em um cargo público antes e era conhecido principalmente por ser um bem-sucedido empresário e apresentador de TV. Devido a sua vitória, pode-se concluir que o ambiente político no Brasil agora é um terreno fértil para os de fora da política. O fato de que Dória concorreu por um partido tradicional sinaliza algo importante também – que os políticos tradicionais sabem que precisam de "novas caras" para aumentar suas chances em futuras eleições. Embora Dória tenha conseguido a vitória em uma eleição municipal, o paralelo com a eleição dos EUA é fortemente enfatizado nos meios de comunicação do país.

Mas o triunfo de Dória não foi a única surpresa. Em seus primeiros três meses na prefeitura, Dória superou as expectativas sobre sua capacidade, resultando em classificações tão altas de popularidade que ele agora está sendo considerado para concorrer à presidência em 2018. Famoso por ser "viciado em trabalho" e não restrito por ideologia partidária, Dória usa ideias inovadoras para tratar dos maiores problemas de São Paulo e tem sido capaz de resolver problemas em que seus antecessores falharam. Como resultado, seus partidários argumentaram que ele está subindo a barra para outros políticos em todo o país.

A ascensão de Dória deve ser monitorada de perto, pois é uma história de sucesso que pode se repetir nas próximas eleições na América Latina. Estamos testemunhando o início de uma pequena revolução na forma de as pessoas escolherem os políticos, com o potencial para moldar fortemente o palco político da região nos próximos anos.

México: velha ameaça ganhando novo impulso

Em sua terceira tentativa de se tornar presidente, o antigo prefeito da Cidade do México Andrés Manuel López Obrador continua se apresentando como o candidato contra os privilegiados, os

corruptos e o poder político. Ao mesmo tempo, o presidente em exercício, Enrique Peña Nieto, está sofrendo com os menores índices de aprovação de chefe de estado em décadas. As consequências econômicas das suas reformas foram inferiores ao previsto, e as pessoas estão decepcionadas com os níveis de corrupção e a falta de força institucional no país. Tendo em conta a ascensão do protecionismo e das políticas anti-imigração nos Estados Unidos, López Obrador também se apresenta como o único líder que aparentemente faz frente às políticas de Trump. De acordo com pesquisas recentes, López Obrador goza de um impulso positivo para as eleições presidenciais de 2018. Não obstante, Margarita Zavala, o candidato do PAN de centro-direita, também apresenta altos níveis de popularidade.

López Obrador manifestou uma forte discordância com o status quo mexicano. Sua perda nas eleições presidenciais de 2006 levou milhares de manifestantes às ruas para reclamar contra o processo eleitoral. Embora ele possa ter de moderar sua plataforma política para se tornar um candidato mais popular, especialmente com a classe média e o setor privado, suas evidentes inclinações populistas são uma ameaça às duras reformas estruturais, à estabilidade econômica e ao já fraco ambiente institucional do México, em nossa opinião.

Sustentabilidade: progressos significativos, ainda há espaço para melhorias

Por Rina Kupferschmid-Rojas, Diretora de investimento sustentável, e Soledad López, Analista

A América Latina tem algumas das nações mais biodiversas do mundo. No entanto, essa riqueza de biodiversidade está sendo ameaçada pela falta de proteção para as florestas tropicais e fenômenos climáticos extremos, como ciclones, inundações e secas que deixaram partes da região vulneráveis. Para enfrentar esses desafios, a região alcançou progressos significativos nos últimos anos, classificando-se melhor do que pares de mercados emergentes em saúde ambiental, embora ainda fique atrás de mercados desenvolvidos.

Tabela 1: Indicadores ambientais, sociais e de governança

	Pontuação do Indicador de Desempenho Ambiental (IDA)	Clima e energia (a partir da pontuação do IDA)	Classificação de competitividade global	Classificação de desenvolvimento humano	Controle da corrupção	Voz e responsabilidade
	2016	2016	2016	2016	2015	2015
China	65,1	74,8	28,0	91,0	-0,3	-1,6
Índia	53,6	67,2	55,0	131,0	-0,4	0,4
Indonésia	65,9	81,6	37,0	113,0	-0,5	0,1
Coreia do Sul	70,6	62,4	26,0	18,0	0,5	0,7
Malásia	74,2	59,0	18,0	59,0	0,3	-0,3
Filipinas	73,7	81,0	47,0	114,0	-0,4	0,1
Tailândia	69,5	55,9	32,0	88,0	-0,4	-0,9
Argentina	79,8	75,9	106,0	45,0	-0,6	0,3
Brasil	78,9	56,4	75,0	79,0	-0,4	0,4
Chile	77,7	40,3	35,0	38,0	1,3	1,0
Colômbia	75,9	72,6	61,0	95,0	-0,3	-0,1
México	73,6	54,9	57,0	77,0	-0,7	-0,1
Peru	73,0	33,9	69,0	89,0	-0,6	0,2
Venezuela	76,2	70,2	132,0	70,0	-1,3	-1,1
América Latina	77,0	58,7	75,5	72,9	-0,5	0,1
Mercados emergentes	68,6	70,9	41,8	82,9	-0,3	-0,7
Mercados desenvolvidos	84,5	77,7	7,7	13,2	1,4	1,1
Estados Unidos	84,7	80,9	3,0	11,0	1,4	1,1
Reino Unido	87,4	84,5	10,0	16,0	1,9	1,3
Japão	80,6	59,2	6,0	17,0	1,6	1,0
França	88,2	80,1	22,0	22,0	1,3	1,2
Alemanha	84,3	78,2	4,0	4,0	1,8	1,4
Itália	84,5	79,4	43,0	27,0	0,0	1,0

Pontuação do IDA de 2016: máx. = 100; Classificações de competitividade global e desenvolvimento humano: menor = melhor; Controle da corrupção e da voz e responsabilidade: -2,5 (fraco) a 2,5 (forte)

Fonte: relatório de competitividade Global do Fórum Econômico Mundial, Nações Unidas, Banco Mundial, FMI, UBS, em abril de 2017

A crescente urbanização e níveis mais altos de renda adicionam pressão sobre recursos, como água, alimentação e energia. Isso aumenta os riscos ambientais e sociais. Para promover o crescimento sustentável, os países da América Latina estão se concentrando cada vez mais na melhoria da qualidade dos serviços do governo, maior respeito pelos direitos humanos, maior fornecimento de água potável e saneamento, bem como medidas para deter as mudanças climáticas.

Na Fig. 1, analisamos diferentes medidas como uma aproximação dos indicadores ambientais, sociais e de governança (ESG) na América Latina. A região está com bom desempenho nos indicadores

ambientais e de desenvolvimento humano, mas ainda pode melhorar em áreas como a corrupção e a competitividade global. O Chile lidera em termos de controle da corrupção, enquanto Brasil, Argentina e México estão abaixo da média do mercado emergente a esse respeito. Em indicadores como liberdade de expressão e liberdade de imprensa, a região se classifica acima de outros países em desenvolvimento. Finalmente, há grande dispersão no indicador de desenvolvimento humano, onde países como Chile e Argentina se classificam perto de Polônia e Portugal, enquanto Brasil, Venezuela, Peru e México têm baixas classificações semelhantes às da Armênia, Ucrânia e Tailândia.

Em geral, a América Latina tem feito melhorias significativas em áreas como corrupção e meio-ambiente, mas ainda há uma lacuna em relação a mercados desenvolvidos.

Melhoria da qualidade de vida e preservação da biodiversidade

De acordo com o programa de desenvolvimento das Nações Unidas, para alcançar os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável até 2030, a América Latina tem não só que melhorar a qualidade de vida, mas também preservar e restaurar a biodiversidade e os ecossistemas.

A região se classifica melhor do que a média dos mercados emergentes no Índice de Desempenho Ambiental (IDA), mas ainda fica para trás em relação a países desenvolvidos. O índice mede a saúde ambiental e o ecossistema, levando em consideração medidas como risco de poluição do ar e da água, qualidade do ar, água e saneamento, florestas, agricultura, biodiversidade, recursos hídricos e mudança climática. Na Fig. 2, mostramos como cada medida afeta a classificação geral. Em clima e energia, a América Latina se classifica abaixo da média de mercados emergentes, pois Brasil, México, Chile e Peru estão defasados. Por outro lado, em medidas como qualidade do ar e pesca, a região classifica-se acima da média, não

só para os mercados emergentes, mas também mercados desenvolvidos. Em geral, países latino-americanos estão entre o terço superior dos 180 países neste ranking.

Com base nas classificações do IDA, a região fica entre os mercados desenvolvidos e outros mercados emergentes. Para aprimorar seus esforços ambientais, a América Latina reuniu uma ampla gama de ações, que vão desde a promoção do reflorestamento até o aumento da utilização de energias renováveis. Países como Brasil, Colômbia e Peru têm as mais baixas emissões na região. Nos últimos cinco anos, Brasil, México e Colômbia comprometeram-se a reduzir as emissões de gases de efeito estufa e atingir o desmatamento zero, enquanto Chile e Uruguai têm o foco em energia renovável. Na verdade, entre 2006 e 2013, a capacidade total de energia renovável na região aumentou mais de 270%.

Sustentabilidade em mercados financeiros: Brasil lidera o caminho

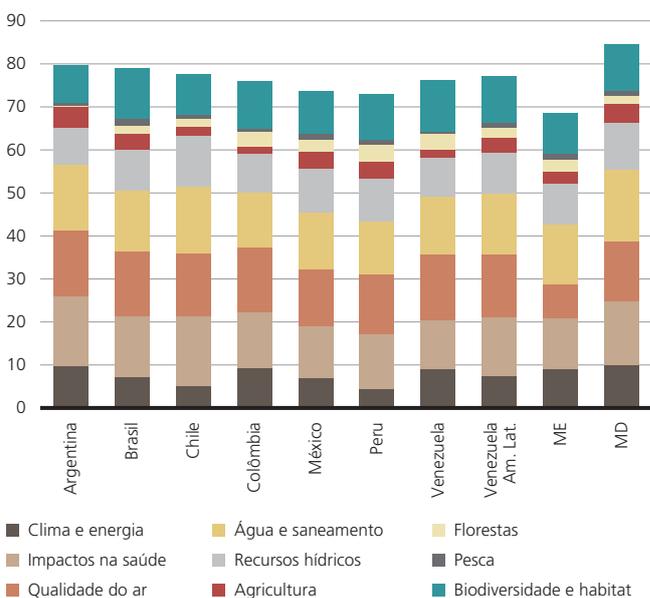
O Brasil tem feito várias melhorias através do lançamento de dois índices relacionados a sustentabilidade local: Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&F Bovespa em 2005 e o Índice Carbono Eficiente Brasil em 2010. O primeiro serve como ferramenta para proporcionar uma análise comparativa do desempenho das empresas listadas na BM&F Bovespa, de uma perspectiva de sustentabilidade corporativa. A segunda apoia a adesão do país às iniciativas internacionais relacionadas a divulgações de carbono. Além disso, cerca de 60% das empresas na Bovespa já publica relatórios de sustentabilidade. Em outros lugares da região, o México introduziu em 2010 o índice IPC sustentável, que exige que as empresas cumpram os padrões do ESG.

MSCI Latin America: qual o nível de sustentabilidade do índice?

Para entender o perfil de investimento sustentável do mercado de ações na América Latina, analisamos as classificações do ESG dos componentes do Índice MSCI Latin America. Usamos as avaliações do MSCI ESG Research, que classificam as empresas entre AAA (melhor) e CCC (pior), bem como abrangem os três pilares do ESG e suas subcategorias. Meio ambiente inclui mudanças climáticas, recursos naturais, poluição e resíduos; esfera social compreende o capital humano, responsabilidade pelo produto, oposição das partes interessadas e oportunidades sociais; e governança reflete a governança corporativa.

Fig. 2: America Latina se classifica acima de mercados emergentes no Índice de Desempenho Ambiental

Melhor pontuação = 100



Fonte: Índice de desempenho ambiental de 2016, UBS

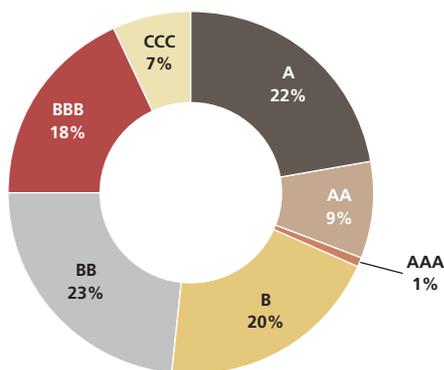
Para aprimorar seus esforços ambientais, a América Latina reuniu uma ampla gama de ações, que vão desde a promoção do reflorestamento até o aumento da utilização de energias renováveis.

Um terço das empresas da MSCI América Latina tem avaliações do ESG acima da média (A, AA ou AAA), em comparação com 21% para MSCI Emerging Markets (ver Figuras 3 e 4). Empresas de bebidas e bancos no Brasil e México têm os maiores índices, enquanto conglomerados e empresas de mineração e metais no México, bem como empresas siderúrgicas no Brasil, têm a pior classificação (CCC). Geralmente, as empresas de mineração e siderurgia tendem a ter problemas com derramamentos tóxicos, emissões e resíduos perigosos. Eles podem causar a poluição da água e do solo, e ter efeitos negativos sobre a biodiversidade e a saúde. Outro problema predominante na região é a corrupção, conforme foi exemplificado pelo escândalo da Lava Jato no Brasil, levando a uma pontuação baixa na classificação. Finalmente, no setor de varejo e alimentação, algumas empresas ficam atrás nas áreas de segurança de produtos e gestão de resíduos.

No entanto, acreditamos que a região continuará melhorando nessas áreas, oferecendo oportunidades para os investidores que procuram integrar considerações do ESG a sua carteira. Na verdade, o Índice MSCI EM Latin America ESG tem superado o MSCI Latin America desde setembro de 2007. Em longo prazo, empresas ESG com maior pontuação devem fornecer menor exposição a risco de ficar para trás devido a um menor nível de risco específico de ações.

Agora podemos dar uma olhada em algumas tendências contínuas que deverão ter efeitos opostos na produtividade da região (ver as duas páginas seguintes). Por um lado, focamos o crescente ecossistema de start-ups latino-americanas, que está promovendo a modernização e a diversificação das economias da região. Por outro lado, analisamos alguns problemas endêmicos atrasando o progresso na América Latina, inclusive uma grande economia informal e baixos níveis de segurança pública.

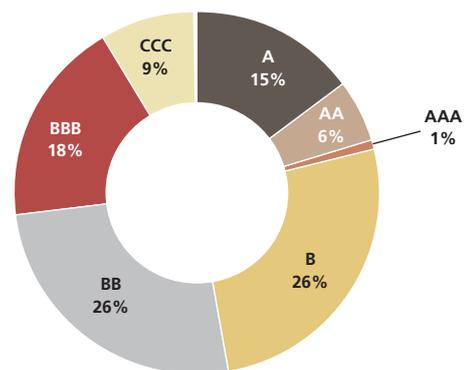
Fig. 3: Classificação da distribuição das empresas latino-americanas com os critérios do ESG



Obs.: ESG = ambiental, social e governança; AAA = melhor, CCC = pior
 Fonte: MSCI ESG Research, UBS, em março de 2017

Fig. 4: Classificação da distribuição de empresas de mercados emergentes com os critérios do ESG

Em porcentagem de 815 empresas do Índice MSCI Emerging Markets



Obs.: ESG = ambiental, social e governança; AAA = melhor, CCC = pior
 Fonte: MSCI ESG Research, UBS, em março de 2017

Tendências positivas

Áreas de inovação: de “Chilecon Valley” a “Palermo Valley”

Por Alejo Czerwonko, Ph.D., Estrategista

Nos últimos cinco anos, o ecossistema de start-ups da América Latina cresceu consideravelmente em tamanho. Isso se deve, pelo menos em parte, à implementação de programas que visam apoiar o empreendedorismo em vários países. Esses desenvolvimentos estão ajudando a promover a modernização e a diversificação das economias da região.

O Chile é frequentemente considerado pioneiro nesse espaço, pois lançou o programa oficial Startup Chile em 2010, que desde então tem levado à criação de mais de 1.300 start-ups, atingindo uma precificação de 1,4 bilhão de dólares. Mais amplamente, esforços públicos e privados coordenados no país ganharam o apelido de “Chilecon Valley”, atraindo comparações com o famoso centro de inovação californiano. O México também fez grandes progressos na promoção de start-ups através da criação do Instituto Nacional de Empreendedorismo (INADEM) em 2013, resultando em um melhor quadro institucional para esse tipo de empresa. Programas de natureza similar vêm sendo executados na Colômbia e no Peru, provocando o crescimento rápido no número de start-ups em cidades como Bogotá, Medellín e Lima.

Durante a década de 2000, a Argentina tornou-se um centro de desenvolvimento global de TI, apesar da limitada ajuda governamental. E no início deste ano, o país aprovou a lei de empreendedorismo, que espera criar novas empresas em um dia, conceder benefícios fiscais aos investidores, incentivar aceleradores e apresentar opções de financiamento para aqueles que pretendem entrar no mundo dos negócios. Também este ano, a cidade de Buenos Aires realizou uma campanha publicitária com o lema “Atreva-se a ser empreendedor” a fim de incentivar as pessoas

a lançar novos projetos e para espalhar a notícia sobre novos programas governamentais para apoiar empresas em estágio inicial. O bairro de Palermo em Buenos Aires está expandindo sua base de start-ups rapidamente.

O Brasil é outro caso interessante na região. Apesar de pouco apoio do governo (um programa governamental de start-ups criado para copiar o do Chile foi descontinuado em 2014) e grandes dificuldades em começar um negócio (o Brasil está entre os países com as maiores barreiras ao empreendedorismo do mundo, de acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), o país está conseguindo prosperar na área.

Embora haja poucos dados, vários relatórios da mídia dizem que o número de start-ups latino-americanas desde 2010 tem crescido constantemente, com vários milhares sendo atualmente listadas em sites como AngelList e StartupRanking.

O dinheiro começa a fluir para as start-ups latino-americanas

A América Latina vem atraindo crescente interesse de investidores de capital de risco em função dos desenvolvimentos descritos acima. A Associação Latino-Americana de Capital de Risco e Capital Privado, por exemplo, informa que os investimentos de capital de risco na região têm aumentado constantemente nos últimos cinco anos, com atividade ganhando velocidade desde 2015. Renomados investidores do Vale do Silício, inclusive Andreessen Horowitz e Sequoia Capital, aumentaram sua exposição na região através de uma série de aquisições de grande importância.

O ecossistema latino-americano de startups tem crescido consideravelmente, o que está ajudando a promover a modernização e a diversificação das economias na região.

Tendências negativas

Problemas endêmicos: economia informal e segurança pública

Por Alejo Czerwonko, Ph.D., Estrategista, e Esteban Polidura, Chief Investment Officer, México

A economia informal consiste em atividades que ocorrem fora das estruturas legais e regulamentares. Embora as empresas e os trabalhadores que operam dessa maneira escapem da tributação, eles também falham em aproveitar a proteção e os serviços que o estado pode fornecer. Uma grande economia informal faz uso de bens públicos sem pagar impostos para oferecer suporte a eles, e isso pesa sobre o crescimento de um país.

A economia informal é generalizada na América Latina. Com foco em indicadores de emprego, por exemplo, a Organização Internacional do Trabalho estima que 46,7% da força de trabalho opera sob condições informais na região. A proporção de emprego formal aumentou na região durante 2009-2014, mas encontrou uma barreira em 2015, e a tendência vem se invertendo desde então. México, Colômbia e Peru se destacam como os países com participações de emprego informal acima de 55%. Os números correspondentes para Brasil e Chile são mais favoráveis (abaixo de 40%), e Argentina e Venezuela em algum ponto entre esses dois grupos. Embora os países estejam envidando esforços para trazer empresas e trabalhadores à luz (veja o exemplo abaixo), a região enfrenta enormes desafios.

México faz progressos de uma base muito baixa

De acordo com o Instituto Nacional de Estatísticas do país, 57% da população mexicana foram empregados no setor informal em 2016, representando menos de 25% do produto interno bruto. Vários programas foram lançados para promover a formalização do setor informal nos últimos anos. Entre eles está um novo regime de incorporação fiscal que permite que pequenas e médias empresas façam gradualmente a

transição para a formalidade dentro de 10 anos. Além disso, todas as aquisições nos níveis federais e estaduais agora exigem que os fornecedores estejam totalmente formalizados. Financiamento também tem sido usado para promover a formalização; Infonavit e Infonacot (hipotecas e crédito ao consumidor) agora estão prontamente disponíveis para aqueles que se registrarem com as entidades de previdência social e pagarem impostos.

Segurança pública: crescentes problemas, pouca resposta

As taxas de homicídios na América Latina estão entre as mais altas do mundo, atrás apenas das taxas em países africanos, de acordo com o Instituto Europeu para Prevenção e Controle ao Crime. Além disso, embora as taxas médias internacionais de homicídios permanecessem estáveis ao longo da década de 2000 globalmente, a América Central e o Caribe mostraram aumentos. Dentre os países sob nossa cobertura, a Venezuela tem demonstrado um agravamento considerável da situação de segurança nos últimos anos.

Nesse contexto, a segurança pública continua sendo uma grande preocupação entre os residentes da América Latina. Cerca de um em cada três adultos na região relataram níveis baixos de segurança pública como o principal problema que afeta o país, de acordo com a edição de 2014 do barômetro latino-americano publicado pela Universidade de Vanderbilt. Curiosamente, apesar do progresso econômico da região durante a maior parte deste século, os cidadãos estão mais preocupados com o crime e a violência agora do que estavam há uma década.

Tendo em conta o que os dados mostram e a relevância do problema para o eleitorado, é surpreendente que os responsáveis políticos não estejam fazendo da segurança pública uma prioridade fundamental.

A Organização Internacional do Trabalho estima que 46,7% da força de trabalho opera sob condições informais na região.

Capital físico

Foco no estoque de capital, na atividade de investimento e na infraestrutura da região

Oportunidades de capital na América Latina

Por Renato Grandmont,
Chief Investment Officer, América Latina

Altas taxas de poupança e um amplo mercado interno de capitais são ingredientes-chave para o crescimento sustentável do PIB. Nesta análise, examinamos a estrutura do acesso da região às fontes internas de capital do setor privado e destacamos algumas diferenças. Em geral, a poupança interna bruta como uma porcentagem do PIB melhorou muito pouco nos últimos 20 anos. Os mercados internos de capitais – como mercados bancários, de empréstimos e de ações – ainda são pequenos. O Chile se destaca em termos de disponibilidade de capital interno. Vemos

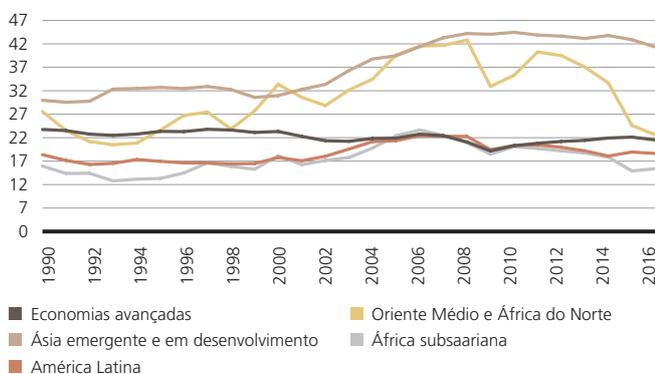
oportunidades claras para o setor privado participar em áreas como a bancária e o fornecimento de capital para empreendedores.

Fontes internas de capital

A disponibilidade de capital depende das taxas de poupança interna do país, bem como da atratividade e da abertura para os investidores estrangeiros. Na América Latina, a poupança interna como uma porcentagem do PIB melhorou muito pouco nos últimos 20 anos, estando em 18,6% em 2016 – comparável à África Subsaariana, que também é inferior a 20%, de acordo com dados do FMI. Por outro lado, a Ásia emergente tem a maior taxa de poupança, 41%. Na América Latina, Chile, México, Peru e Venezuela têm índices superiores a 20%. O Peru se destaca por ter aumentado sua proporção em mais de cinco pontos percentuais desde 1990 para 20,9%. Ele é seguido por México e Colômbia como os únicos países que aumentaram sua proporção para níveis acima da média dos últimos 25 anos. A Argentina teve o pior declínio, enquanto a taxa de poupança do Brasil manteve-se estável.

Fig. 1: Poupanças nacionais brutas históricas por região

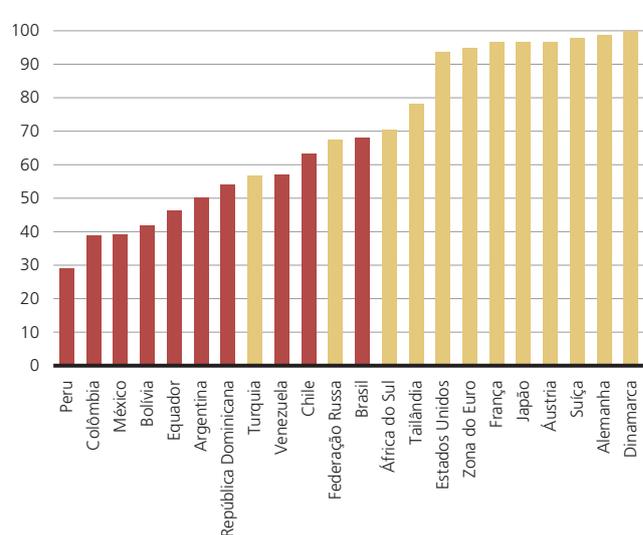
Poupanças nacionais brutas como uma porcentagem do PIB



Fonte: Fundo Monetário Internacional, World Economic Outlook Database, UBS, outubro de 2016

Fig. 2: Taxas de penetração bancária em diferentes países

Contas bancárias como uma porcentagem da população acima de 15 anos de idade



Fonte: Banco Mundial, banco de dados global, UBS, 2015

Outra importante fonte de capital interno é o sistema previdenciário. Em 1980, o Chile privatizou seu sistema previdenciário, criando um que se tornou modelo para muitos países. Ele mudou para um sistema obrigatório de fundo de pensão gerenciado por fundos de investimento. As contribuições anuais do sistema representam cerca de 3,5% do PIB. Hoje, o Chile tem os maiores ativos de fundo de pensão da região em 69% do PIB, enquanto seus vizinhos estão com um nível de 20%, e bem abaixo dos 79% dos EUA.

Um sistema previdenciário desenvolvido ajuda a melhorar os mercados financeiros internos, pois os gerentes de fundos procuram oportunidades de investimento de curto prazo, e especialmente de longo prazo, alocando capital para projetos produtivos (desde que as normas garantam que uma parte dos fundos fique no país).

Mercados financeiros internos

Um mercado financeiro com bom funcionamento melhora a alocação de recursos, o que, por sua vez, fortalece o crescimento e a criação de riqueza. Nesse contexto, podemos analisar três aspectos do mercado financeiro privado: bancário, empréstimos e mercado de ações. Nós achamos que todas as áreas apresentam oportunidades de melhoria.

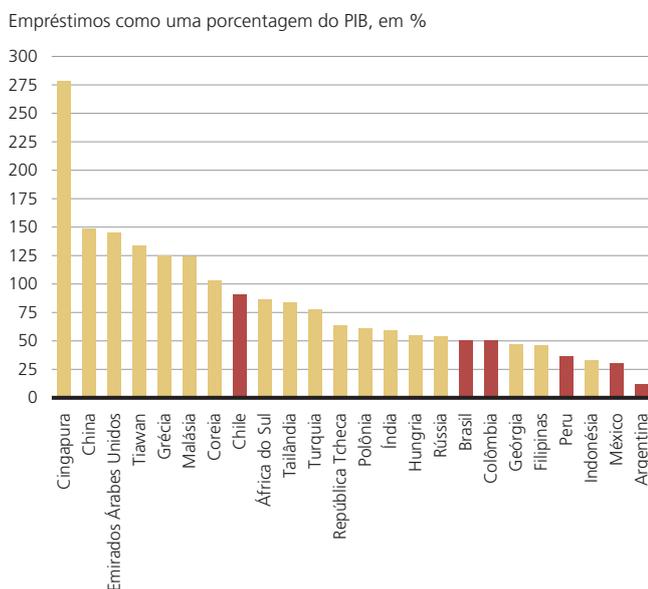
Penetração bancária – a penetração bancária reflete vários indicadores econômicos, como níveis e distribuição de renda (desigualdade na distribuição de renda normalmente leva à baixa penetração bancária). De modo crucial, isso

também influencia a disponibilidade de crédito (por meio de cartões de crédito, hipotecas e financiamento de automóveis e de bens de consumo), bem como contas de investimento. De acordo com o Banco de Dados Global sobre Inclusão Financeira de 2014, 62% dos adultos em todo o mundo têm uma conta em um banco, instituição financeira ou prestador móvel de transferência de dinheiro. Para a América Latina, esse número era de 51%, similar à Europa e Ásia Central (51%), maior do que no sul da Ásia (46%), no Médio Oriente (14%) e na África Subsaariana (34%), mas inferior à Ásia-Pacífico (60%) e aos países da OCDE de alta renda (94%).

Uma forma pela qual os bancos oferecem crédito é através de cartões de crédito. Em países da OCDE de alta renda, 53% dos adultos têm um cartão de crédito, de acordo com o banco de dados de 2014. Esse número cai para 10% nas economias em desenvolvimento. A América Latina se destaca por ter a maior posse de cartões de crédito entre as economias em desenvolvimento, mas assim mesmo são apenas 20%.

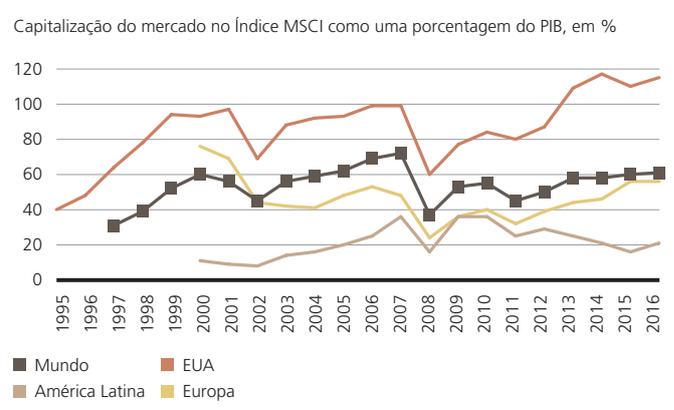
Mercado de empréstimo – analisando as taxas de empréstimo em relação ao PIB, o Chile se destaca por ter a maior porcentagem na região, com 91%, enquanto seus vizinhos estão em níveis de 50% e abaixo, com a Argentina apresentando um insignificante 12%. Em comparação, as taxas em alguns importantes países asiáticos (Coreia do Sul, China, Cingapura) estão acima de 100%. Detalhando os dados de empréstimos em

Fig. 3: Tamanho do mercado de empréstimos por país



Fonte: Estimativas de bancos centrais e do UBS, 2016

Fig. 4: Capitalização do mercado de ações por região



Fonte: Bloomberg, IMF, UBS, março de 2017

segmentos empresariais e pessoais, vemos que o Peru tem mais empréstimos corporativos que o México (23% versus 19% do total de empréstimos), enquanto a Colômbia tem mais empréstimos pessoais que o México (20% contra 11%). Claramente, há uma oportunidade para aumentar o mercado de empréstimos na maioria dos países da região.

A disponibilidade de crédito na economia é fundamental para o sucesso dos empresários, pois eles precisam de capital para aumentar seus negócios. Essa necessidade de capital normalmente se move em fases – de empréstimos bancários até acessar o mercado de emissão de dívida e ações. Na América Latina, a pesquisa do Fórum Econômico Mundial sobre a competitividade descobriu que os empresários no Chile têm o acesso mais fácil a fundos de capital de risco – com pontuação até melhor do que países da OCDE de alta renda – enquanto a Argentina ocupa o último lugar.

Mercados de ações – a capitalização do mercado de ações da América Latina como uma porcentagem do PIB tem sido relativamente estável nos últimos dez anos, em torno de 20%. No mesmo período, a taxa dos EUA aumentou de 100% para 120%, enquanto na Europa

mantve-se estável em torno de 50%. Para 2016, o Chile tem o mais alto nível de capitalização de mercado dentro da região, cerca de 50% do PIB, claramente apoiado por seu sistema de fundo de pensão desenvolvido, enquanto a Argentina fica para trás com 5%. O Chile também tem o segundo maior número de empresas cotadas, 223, atrás do Brasil, com 345, mas à frente do México, com 136. Infelizmente, nos últimos dez anos, a maioria dos países tem visto um declínio no número de empresas cotadas, e o Chile não foi exceção. No entanto, esse declínio foi menos severo em comparação com países desenvolvidos. A Ásia, por outro lado, viu um aumento no número de empresas cotadas, com China e Turquia registrando o maior número de novas cotações. Na América Latina, só Peru e Brasil viram aumentos na década passada – com níveis quase imperceptíveis de 0,9% e 0,1%, respectivamente.

Combinando esses resultados, vemos como países com estruturas mais desenvolvidos de poupança interna podem financiar melhor o crescimento interno e atrair investimentos estrangeiros diretos (IED). Não é de admirar que o Chile recebeu a maior quantidade média de IED como uma porcentagem do PIB, de 8,8% entre 2011 e 2015, em comparação com 3,7% do Brasil e 2,5% do México, de acordo com o Banco Mundial.

Tabela 5: Empresas nacionais cotadas por país

País	Número de empresas nacionais cotadas em 2015	Mudança de 2005 a 2015	2005-2015 Mudança em % por ano
China	2827	1450	7,5%
Indonésia	521	185	4,5%
Turquia	392	135	4,3%
Tailândia	639	135	2,4%
Índia	5835	1072	2,1%
Peru	212	19	0,9%
Hungria	45	1	0,2%
Brasil	345	3	0,1%
Argentina	93	-7	-0,7%
Chile	223	-22	-0,9%
México	136	-14	-1,0%
Alemanha	555	-93	-1,5%
Estados Unidos	4381	-764	-1,6%
Suíça	234	-50	-1,9%
Colômbia	69	-29	-3,4%
França	490	-259	-4,2%

Fonte: Banco Mundial, Federação Mundial de Bolsas, UBS, em 23 de março de 2017

Tabela 6: Ativos dos fundos de pensão por país

Ativos dos fundos de pensão como uma porcentagem do PIB, 2015

Estados Unidos	79,4
Chile	69,6
Bolívia (2010)	27,3
Colômbia	20,4
Peru	20,3
México	15,6
Brasil	11,6
Noruega	9,6
Espanha	9,6
Argentina (2007)	8,9
República Tcheca	8,3
Polônia	8
Itália	6,9
Alemanha	6,6
Rússia	6
Bélgica	5,8
China	1,4
França	0,6

Fonte: OCDE, UBS, em 5 de abril de 2017

Oportunidades de infraestrutura na América Latina

Por Renato Grandmont, Chief Investment Officer, América Latina

A América Latina está gastando aproximadamente a metade dos 6% do PIB que foram prescritos para investir em infraestrutura anualmente. Como resultado, os sistemas de infraestrutura na região geralmente são insuficientes, ineficientes e de baixa qualidade. Isso torna a infraestrutura latino-americana uma área de oportunidade atraente para investimento, em nossa opinião. Uma área óbvia de foco é o transporte, devido às deficiências em conexões inter-regionais e intrarregionais. Em setores como energia elétrica e telecomunicações, a participação do setor privado está aumentando, no entanto, ainda há muito a ser feito. O Chile se destaca por ter medidas de infraestrutura acima da média na região.

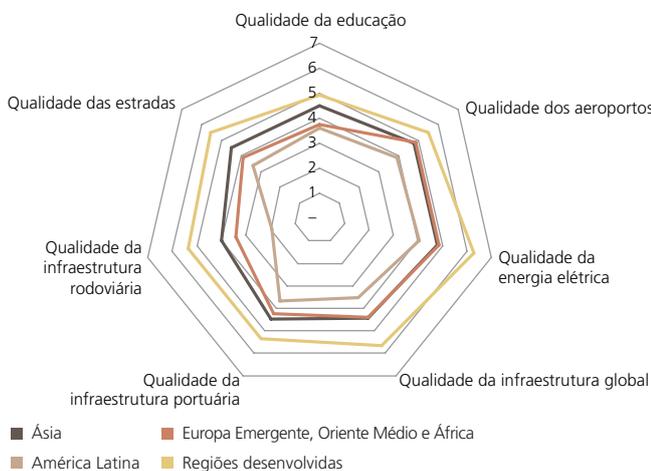
Infraestrutura é parte da estrutura de capital físico de um país, e é um fator de produção que pode facilitar a atividade econômica pela melhoria da produtividade, competitividade e comércio de bens e serviços.

O Banco Mundial estima que o investimento em infraestrutura necessário no mundo em desenvolvimento para atender à nova demanda e, ao mesmo tempo, manter o serviço para a infraestrutura existente, equivale a 6% do PIB anualmente¹. Entre 2009 e 2013, o investimento anual total em infraestrutura ficou em uma média de apenas 3,1% do PIB para os seis maiores países da América Latina, de acordo com o relatório InfraLatAm, publicado por um grupo de organizações multilaterais². Dessa taxa, o gasto público representou 1,9%, e o investimento privado representou 1,2%. No mesmo período, o Peru gastou mais como uma porcentagem do PIB, 5,1%, seguido pelo Chile com 3,3%, Brasil com 3,1%, Colômbia com 3%, Argentina com 2% e México com 1,8%. Para a maioria desses países, a média de despesas públicas com infraestrutura foi maior do que o investimento privado; a exceção é o Brasil, onde a participação do setor privado em energia e telecomunicações é significativa.

Além da falta de investimento, a América Latina classifica-se mal em termos de qualidade da infraestrutura em relação a nações avançadas e outras nações em desenvolvimento, de acordo com o Índice de Competitividade Global do Fórum Econômico Mundial de 2014. Na região, o Chile ocupa o nível mais alto em qualidade de infraestrutura, seguido por México, Colômbia, Peru, Brasil, Argentina e Venezuela.

Fig. 1: Qualidade geral da infraestrutura por região

Qualidade geral da infraestrutura (7 é o melhor), 2014-2015

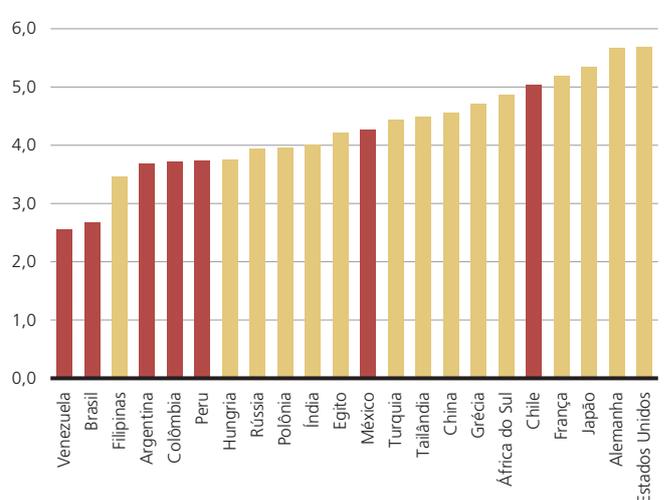


Escala: 1 = pior, 7 = melhor

Fonte: Fórum Econômico Mundial, Índice de Competitividade Global 2014-2015, UBS

Fig. 2: Qualidade da infraestrutura portuária em diversos países

Qualidade da infraestrutura portuária (7 é o melhor), 2014-2015



Fonte: Fórum Econômico Mundial, Índice de Competitividade Global 2014-2015, UBS

Em nossa opinião, o grande déficit de infraestrutura na região é uma oportunidade de política-pública para os governos para gerar crescimento mais rápido e aumentar a competitividade, bem como uma oportunidade de investimento para o setor privado. Cada vez mais, os governos estão analisando parcerias público-privadas para desenvolver infraestrutura sem onerar as contas fiscais.

Transporte

O transporte é essencial para o desenvolvimento interno de um país e a competitividade das exportações de bens e serviços, inclusive o turismo. Pode ser dividido nos seguintes subcomponentes.

Portos – a América Latina move a menor quantidade de contêineres do que qualquer outra região, respondendo por apenas 7% do tráfego portuário global de contêineres, de acordo com dados do Banco Mundial de 2014. A qualidade dos sistemas portuários da região também é a pior entre as três maiores regiões de mercados emergentes, de acordo com o Índice de Competitividade Global de 2014. Na região, considera-se que Chile e México têm instalações portuárias acima da média, enquanto o Brasil e a Venezuela têm as piores.

Aeroportos – a América Latina tem o maior número das instalações aeroportuárias como uma porcentagem da área total entre os mercados emergentes, 0,06% ou o dobro da média para as nações em desenvolvimento como um todo, de acordo com dados do Banco Mundial – CIA

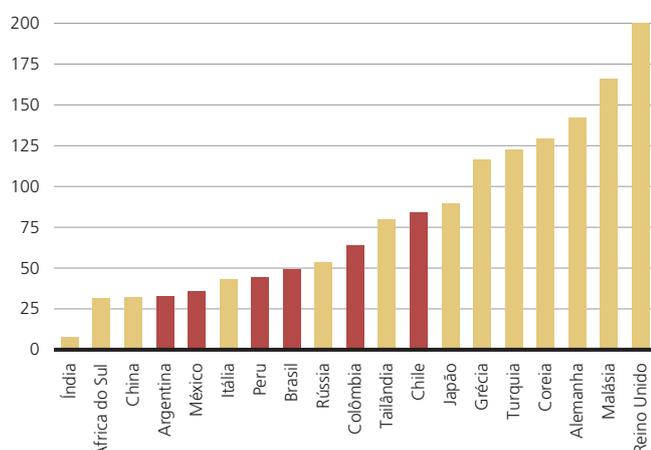
para 2013. Em termos de número de passageiros transportados em relação ao total da população, a região fica com 45%, mais do que Ásia (25%), mas menos que Europa, Oriente Médio e África (56%) e significativamente menos que países desenvolvidos (174%). Na região, Chile (84%), Colômbia (64%) e Brasil (50%) transportam mais, seguidos por Peru (45%), México (36%), Argentina (33%) e Venezuela (21%). Ainda assim, pela primeira medida – número de aeroportos como uma porcentagem da área total – o México lidera com 0,09%, seguido por Colômbia (0,08%), Chile (0,06%) e Brasil (0,05%). Em comparação, os EUA está em 0,15%, enquanto a média para as regiões em desenvolvimento é de 0,11%.

Os dados destacam algumas deficiências. Por exemplo, por que o México não utiliza mais seus aeroportos, ou por que o Brasil não desenvolve sua infraestrutura aeroportuária? Para o viajante experiente, a escassez de voos internos e a concentração de voos internacionais através de uma cidade principal apresentam um problema. Para o investidor, apresentam uma oportunidade, em nosso ponto de vista.

Ferrovias – com apenas 0,5% do território coberto por linhas férreas, a América Latina se classifica no nível mais baixo entre as três maiores regiões de mercados emergentes. Em comparação, Ásia tem 1% e EMEA tem 0,8%, enquanto os mercados desenvolvidos têm 3,1%. Na região, México (1,4%), Argentina (0,9%) e Chile (0,7%) ficam no nível mais alto, enquanto o Brasil fica defasado em 0,4%, Colômbia em 0,15% e Venezuela em

Fig. 3: Tráfego em aeroportos por país

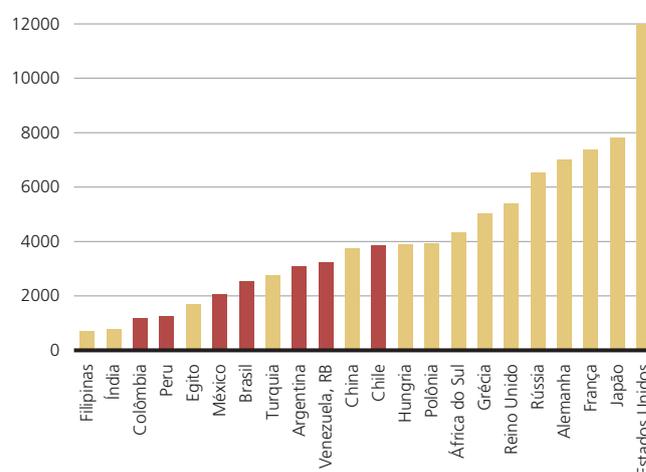
Passageiros aéreos transportados como uma porcentagem da população total, 2015



Fonte: Banco Mundial, indicadores de desenvolvimento mundial em 2015, UBS

Fig. 4: Consumo de eletricidade por país

Consumo de energia elétrica em kWh per capita, 2015



Fonte: Banco Mundial, indicadores de desenvolvimento mundial em 2015, UBS



O Aeroporto Santos Dumont é o segundo maior aeroporto do Rio de Janeiro, Brasil.

0,04%. Um bom sistema ferroviário melhoraria significativamente a eficiência das exportações para países como o Brasil, que ainda transporta grandes volumes de carga por caminhão em estradas de baixa qualidade. O Índice de Competitividade Global classifica as estradas como a parte mais frágil da infraestrutura latino-americana.

Telecomunicações

Embora a penetração de celulares tenda a ser elevada em toda a região – acima de 90% para a maioria dos países a partir de 2014 – a penetração da Internet de banda larga deixa muito a desejar, em torno de 10% da população em relação à níveis superiores a 25% de alguns mercados desenvolvidos. A América Latina também está atrás em termos de emissoras de TV como uma porcentagem do território, em 0,007% comparado com a média de 0,028% para todos os mercados emergentes, de acordo com dados do Banco Mundial – CIA para 2013-2014.

Eletricidade

Embora mais de 90% da população dos principais países da América Latina tenha acesso à eletricidade, as taxas de consumo são muito baixas. O consumo de 4.248 quilowatts per capita da região em 2013 é de 53% do apresentado em mercados desenvolvidos e o mais baixo entre todas as economias emergentes. Considerando uma base per capita, o Chile usa 30% do que é consumido nos EUA e 103% do consumo na China, enquanto o México consome apenas 16% e 55%, e o Brasil consome 19% e 67%, respectivamente. O consumo de eletricidade, um dos principais fatores de produção, reflete a atividade econômica. Consequentemente, a falta de investimento no setor pode resultar em crises de eletricidade com consequências econômicas e políticas negativas.

Implicações de investimento e recomendações de política-econômica

Jorge Mariscal, Chief Investment Officer, mercados emergentes; Michael Bolliger, Diretor de alocação de ativos, mercados emergentes; e Alejo Czerwonko, Ph.D., Estrategista

Em termos de desempenho, os ativos latino-americanos têm sido consideravelmente melhores do que o de outros países nos últimos 20 anos. O fim da hiperinflação e as mudanças na política monetária e nos regimes cambiais para as metas de inflação e os regimes de câmbio flutuante, respectivamente, ajudaram a derrubar as taxas de inflação, promover o crescimento e reduzir as vulnerabilidades aos choques globais e locais na maioria dos países latino-americanos. Acreditamos que para a maioria dos países, o foco na inflação baixa e a prudência fiscal continuarão nos próximos anos.

Bênção e maldição

Além disso, o aumento nos preços das mercadorias impulsionou os preços dos ativos de países exportadores de mercadorias. Isso deu grande apoio aos mercados da América Latina desde o início do século XXI até a crise financeira global. Embora isso fosse favorável para a maioria dos países da região, também apoiou medidas populistas, como subsídios indiscriminados, e desestimulou a implementação das reformas estruturais. Com a queda nos preços das mercadorias no início de 2014, a pressão sobre os exportadores de mercadorias aumentou substancialmente. Embora isso tenha sido uma experiência dolorosa para investidores locais e internacionais, o ajuste considerável das taxas de câmbio na América Latina reavivou a competitividade e desencadeou uma nova rodada de reformas pró-mercado que devem impulsionar a competitividade de médio a longo prazo.

Qual o tamanho dos mercados para os ativos latino-americanos?

Os ativos financeiros latino-americanos hoje representam menos de 5% de uma carteira globalmente diversificada. Em relação a outros mercados emergentes, a renda fixa é a classe de ativos mais importante da região. Em uma carteira diversificada de títulos corporativos ou soberanos de mercados emergentes, a América

Latina normalmente é responsável por 30-40% da exposição. Vários dos mercados de títulos soberanos mais líquidos são encontrados na América Latina, com México, Brasil, Argentina, Colômbia e Peru, normalmente representando uma grande parte das alocações de crédito dos mercados emergentes. Além disso, no espaço de renda fixa local – ou seja, títulos soberanos denominadas em moedas locais – normalmente a América Latina é a região mais importante em termos de seu peso em uma referência diversificada.

Em relação ao mercado de ações a América Latina representa 13% do MSCI Emerging Market (EM). O Brasil é o mais importante mercado da América Latina, com um peso de cerca de 7% na referência do MSCI EM, seguido pelo México com 4%. Mas em relação aos grandes mercados da Ásia – a China sozinha representa aproximadamente um quarto do índice MSCI EM – a América Latina é menos importante.

Esperamos que o peso dos ativos latino-americanos em índices globais aumente nos próximos anos, em consonância com as perspectivas de crescimento benigno em mais longo prazo e o futuro desenvolvimento do setor financeiro da região. Em 2016, a taxa de capitalização de mercado de ações da região em relação ao PIB ficou em 21%, contra 84% para mercados desenvolvidos. O desenvolvimento do setor financeiro da América Latina deve resultar em maiores oportunidades de diversificar e obter retornos atraentes em médio e longo prazos.

A relevância das moedas

Uma visão sobre taxas de câmbio deve fazer parte de qualquer decisão de investimento na América Latina e qualquer mercado externo para esse assunto. Nos últimos anos, as flutuações cambiais estavam ligadas a 30-50% de volatilidade do mercado de ações da região em termos de dólares.

A boa notícia é que as moedas ajustaram-se significativamente nos últimos anos e ainda parece entre justo-e-atraente, em uma perspectiva de valorização. Em termos de suas taxas cambiais

efetivas reais, uma carteira de taxas de câmbio ponderada do comércio que também é responsável por diferenciais de inflação indica que as moedas da América Latina estão em linha ou abaixo de sua média de 10 anos. De uma perspectiva de apoio fundamental, os saldos de conta corrente têm mostrado sinais de melhoria ultimamente, um reflexo das avaliações de taxas cambiais mais competitivas. Portanto, acreditamos que nos próximos 6 a 12 meses, grandes ajustes nas taxas de câmbio têm pouca probabilidade de compensar os retornos do investimento feitos em mercados locais. Além disso, o rendimento médio de 8,25% que os investidores podem ganhar em divisas locais ou mercados de renda fixa é um múltiplo do rendimento médio obtido no mundo desenvolvido, tanto em termos nominais quanto reais. Tal aumento na taxa de juros pode contribuir significativamente para o retorno total de um investimento em um horizonte de vários anos.

Recomendações de política-econômica

Enquanto preparávamos este documento, ficava cada vez mais evidente que a América Latina tem amplo potencial para gerar crescimento sustentável induzido por fatores internos, mas há muito trabalho a fazer e o sucesso está longe de ser garantido. Relacionamos as recomendações de política-econômica que acreditamos que os países da região devam seguir:

Estimular as fontes internas de crescimento. O modelo de crescimento induzido pelas exportações é arriscado em um mundo de reequilíbrio global e economias desenvolvidas mais protecionistas. Também não está claro para nós se as relações de comércio entre a China e a região podem preencher o vazio.

Demografia e capital humano: o "bônus demográfico" da América Latina só pode ser favorável ao crescimento se for acompanhado de educação adequada e investimento em saúde.

- Na área de saúde, a região precisa aumentar os gastos públicos ou diminuir as despesas pessoais diretas. Mecanismos alternativos de financiamento que promovem estilos de vida saudáveis e incentivam a prevenção de doenças podem reduzir os custos na área de saúde em doenças não transmissíveis mais adiante. A cobertura de saúde universal, que já está em ascensão na América Latina, segundo o Banco Mundial, também pode tratar do problema da desigualdade.

- Quantidade nem sempre equivale a qualidade na educação. Casos bem-sucedidos de reformas podem ensinar lições a outros países. O Chile adotou padrões nacionais de ensino ("Marco para la Buena Enseñanza") em 2003 e estabeleceu um sistema de avaliação de professores para garantir padrões elevados. O setor privado também deve desempenhar um papel na educação. Ele tende a ser mais eficaz na ampliação do acesso à educação a um custo razoável como temos visto no Brasil. Na Colômbia, o setor privado trabalha com o governo para garantir que os programas sejam relevantes às necessidades dos empregadores.

Produtividade: aumento da força institucional e facilidade de fazer negócios são indispensáveis para o progresso econômico e social da região.

- Os países precisam de um combate incansável contra a corrupção. Embora as abrangentes investigações de corrupção da "Lava Jato" e o impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff sejam parcialmente culpados pela gravidade da recessão do Brasil em 2015 – 2016, o forte impulso do país contra a corrupção, graças a um sistema judiciário independente, deixa o país em melhor posição para os próximos anos.
- Tendo em conta o pesado calendário eleitoral dos próximos 18 meses, os países precisam afastar a ameaça do populismo. Argentina, Brasil e Peru todos fizeram a transição de governos populistas e oferecem bons exemplos de como são as agendas de política construtiva. Neste dinâmico ambiente político global, diferentes estilos de liderança estão surgindo. A ascensão de João Dória deve ser monitorada de perto, pois é uma história de sucesso que poderia se repetir nas próximas em toda a América Latina.
- Os países precisam se esforçar para modernizar e diversificar suas economias. O "Chilecon Valley", por exemplo, é um exemplo de esforços públicos e privados coordenados para aumentar a produtividade.
- Um grande setor informal paralisa a atividade econômica geral. O México lançou vários programas para fomentar a formalização nos últimos anos. Entre eles estava um novo regime de incorporação fiscal que usa financiamento para promover a formalização.

- Um crescimento mais rápido perde o atrativo, a menos que seja sustentável. Para alcançar os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável até 2030, a América Latina tem de melhorar a qualidade de vida e também preservar e restaurar a biodiversidade e os ecossistemas. Entre os planos para esse último está o compromisso do Brasil, México e Colômbia para reduzir as emissões de gases de efeito estufa e atingir desmatamento zero, bem como o foco do Chile e Uruguai na energia renovável.
 - Os países precisam aprofundar seus mercados financeiros internos. O Chile continua sendo um exemplo nesse sentido, com o mais alto nível de capitalização de mercado de ações em cerca de 50% do PIB, o que claramente é apoiado por seu sistema de fundo de pensão mais desenvolvido.
 - A região precisa de novo foco em infraestrutura e analisar parcerias público-privadas para desenvolver a infraestrutura sem onerar as contas fiscais. O Peru conseguiu aumentar ao máximo as despesas com infraestrutura – para 5,1% do PIB – nos últimos anos graças a uma série de iniciativas.
- Capital físico:** a América Latina está defasada na acumulação desse importante fator de produção.
- Baixos níveis de poupança limitam as taxas de investimento. A poupança interna como uma porcentagem do PIB melhorou muito pouco nos últimos 20 anos na América Latina. Peru deve ser

Visão geral das sete maiores economias da América Latina

Pontos fortes	Pontos fracos
<p>Argentina: altos níveis de indicadores de desenvolvimento humano e ambiente favorável para reformas estruturais.</p> <p>Brasil: grande mercado interno, bem como base industrial poderosa e diversificada.</p> <p>Chile: instituições de alta qualidade, corrupção relativamente baixa e a melhor base de infraestrutura da região.</p> <p>Colômbia: instituições relativamente fortes e sólido histórico de gestão de políticas econômicas.</p> <p>México: divide uma fronteira de 3.200 Km com a maior economia do mundo. A dinâmica demográfica mais promissora da região.</p> <p>Peru: apresentando a mais alta taxa de crescimento entre as grandes economias regionais, demografia favorável.</p> <p>Venezuela: dotação de recursos, localização geográfica estratégica.</p>	<p>Argentina: baixa qualidade de instituições e altos níveis de corrupção. Obrigações previdenciárias insustentáveis.</p> <p>Brasil: preocupante estado das contas fiscais com a mais elevada relação dívida/PIB da região.</p> <p>Chile: dependência dos commodities, sistema previdenciário para enfrentar desafios à medida que a população envelhece.</p> <p>Colômbia: concentração na base da indústria de manufaturas, baixos indicadores de saúde.</p> <p>México: baixa qualidade de instituições e estado de direito, altos níveis de criminalidade, economia informal muito grande.</p> <p>Peru: economia dependente de commodities, baixa classificação em educação e saúde.</p> <p>Venezuela: instituições e direção de política econômica insustentavelmente fracos</p>
Oportunidades	Ameaças
<p>Argentina: alavancar a grande base de capital humano e a dotação de recursos para retomar as altas taxas de crescimento.</p> <p>Brasil: apoiar o impulso de reformas sob a administração de Michel Temer para tratar dos importantes problemas estruturais do país.</p> <p>Chile: consolidar a posição de liderança na região e diversificar a economia através do promissor ecossistema de start-ups.</p> <p>Colômbia: alavancar o dividendo de paz para promover o investimento e o crescimento.</p> <p>México: seguir o Brasil em sua busca para combater a corrupção.</p> <p>Peru: continuar na direção de políticas econômicas favoráveis ao mercado sob nova administração.</p> <p>Venezuela: implementar uma mudança radical na direção da política econômica que libere o potencial de crescimento.</p>	<p>Argentina: poderosas forças populistas latentes.</p> <p>Brasil: ambiente político volátil, a corrupção ainda é generalizada apesar dos recentes progressos.</p> <p>Chile: mudança para um maior modelo econômico do governo com inclinações populistas nas próximas eleições.</p> <p>Colômbia: um retorno à violência. Longo período de baixos preços de energia.</p> <p>México: maior protecionismo por parte dos EUA e altos níveis de popularidade do candidato populista López Obrador antes das eleições de 2018.</p> <p>Peru: distribuição de renda altamente desigual, grande economia informal.</p> <p>Venezuela: instabilidade social aguda resultante das contínuas dificuldades econômicas.</p> <p><i>Fonte: UBS, abril de 2017</i></p>

Detalhes da publicação

América Latina além do comércio exterior

White paper do Chief Investment Office
Wealth Management
Data de publicação
26 de abril de 2017

Editor-chefe

Alejo Czerwonko

Autores (em ordem alfabética)

Michael Bolliger
Alejo Czerwonko
Renato Grandmont
Rina Kupferschmid-Rojas
Soledad Lopez
Jorge Mariscal
Ronaldo Patah
Esteban Polidura
Lucy Qiu

Agradecimentos especiais a Alfredo Martínez por sua ajuda na preparação deste relatório.

Editores

Abe De-Ramos
Murugesan Suppayyan

Gerenciamento do projeto

Nick Rice
Corinne Fedier

Projeto

George Stilabower

Editores eletrônica

George Stilabower
Cognizant Group – Basavaraj Gudihal,
Srinivas Addugula, Pavan Mekala
e Virender Negi

Imagens

Getty, iStock

Idiomas

Inglês, espanhol e português

Contato

ubs-cio-wm@ubs.com

www.ubs.com/cio

Notas finais

Reavaliação das parcerias comerciais e de investimento

¹ Dussel Peters, E., *China's Evolving Role in Latin America: Can It Be a Win-Win?*, Conselho do Atlântico, setembro de 2015

Oportunidades de infraestrutura na América Latina

¹ Ruiz-Nunez, F. and Wei, Z., *Infrastructure Investment Demands in Emerging Markets and Developing Economies*, Policy Research Working Paper 7414, Grupo Banco Mundial, grupo de Parcerias Público Privadas (PPPs), setembro de 2015

² Comissão Econômica para América Latina e o Caribe, Banco Interamericano de Desenvolvimento e Banco de Desenvolvimento da América Latina

Investigação financeira genérica – informações sobre riscos: as perspectivas de investimento do UBS Chief Investment Office WM são preparadas e publicadas pela Wealth Management and Personal & Corporate Banking ou Wealth Management Americas, Divisão de negócios do UBS AG (regulado pelo órgão FINMA da Suíça), sua subsidiária ou filial ("UBS"). Em determinados países, o UBS AG é chamado de UBS SA. Este material é somente para sua informação e não deve ser considerado como uma oferta, ou uma solicitação de oferta, para compra ou venda de investimentos ou outro produto específico. Determinados serviços e produtos estão sujeitos a restrições legais e não podem ser oferecidos mundialmente de forma irrestrita e/ou podem não estar qualificados para venda a todos os investidores. Todas as informações e opiniões expressas neste material foram obtidas de fontes consideradas confiáveis e de boa-fé, mas nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita sobre sua exatidão ou plenitude (além das divulgações relacionadas ao UBS e seus afiliados). Todas as informações, opiniões e preços indicados têm validade na data deste relatório e estão sujeitos a alterações sem prévio aviso. Os preços de mercado fornecidos em tabelas e gráficos de desempenho são os preços de fechamento na respectiva bolsa de valores principal. A análise contida neste documento baseia-se em inúmeras suposições. Diferentes hipóteses podem resultar em resultados significativamente diferentes. As opiniões expressas aqui podem divergir ou ser contrárias àquelas expressas por outras divisões ou áreas de negócios do UBS como resultado do uso de diferentes hipóteses e/ou critérios. O UBS e qualquer de seus diretores ou funcionários podem ter o direito, a qualquer momento, de ter uma posição de longa ou curta duração em instrumentos de investimento referidos neste documento, realizar operações envolvendo instrumentos de investimento relevantes na qualidade de diretor ou agente, ou fornecer qualquer outro serviço ou ter funcionários, que trabalhem como diretores, de/para o emissor, o próprio instrumento de investimento ou de/para qualquer empresa comercialmente ou financeiramente afiliada a tais emissores. A qualquer momento, as decisões de investimento (incluindo a compra, venda ou detenção de valores mobiliários) tomadas pelo UBS e seus funcionários podem ser diferentes ou contrárias às opiniões expressas em publicações de pesquisa do UBS. Talvez alguns investimentos não possam ser realizados prontamente, tendo em vista que o mercado de valores mobiliários é ilíquido e, por isso, a valorização do investimento e a identificação do risco ao qual você é exposto podem ser difíceis de quantificar. O UBS depende de barreiras de informações para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas do UBS, para outras áreas, unidades, divisões ou afiliadas do UBS. A negociação de futuros e opções de não é adequada para todos os investidores, pois há um risco substancial de perda, e podem ocorrer perdas superiores a um investimento inicial. O desempenho passado de um investimento não é garantia do seu desempenho futuro. Informações adicionais serão disponibilizadas mediante solicitação. Alguns investimentos podem estar sujeitos a grandes falhas repentinas em termos de valor. Quando isso for verificado, será possível que você receba menos do que o investido ou seja solicitado a fazer mais pagamentos. As mudanças nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso sobre o preço, valor ou a renda de um investimento. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório pode(m) interagir com os funcionários de negociação, vendas e outros membros, com a finalidade de recolher, sintetizar e interpretar informações sobre o mercado. O tratamento fiscal depende das circunstâncias individuais e podem estar sujeitas a alterações no futuro. O UBS não fornece orientação jurídica nem fiscal e não oferece qualquer garantia quanto ao tratamento fiscal de ativos ou retornos do investimento, tanto em âmbito geral quanto com relação a circunstâncias e necessidades específicas do cliente. Somos incapazes de levar em conta os objetivos particulares de investimento, situação financeira e necessidades dos nossos clientes individuais e recomendamos que você recorra a aconselhamento financeiro e/ou fiscais quanto às implicações (incluindo impostos) de investir em qualquer um dos produtos mencionados neste documento. Este material não pode ser reproduzido nem ter cópias distribuídas sem a autorização prévia do UBS. O UBS proíbe expressamente a distribuição e a transferência deste material a terceiros por qualquer motivo. O UBS não se responsabiliza por quaisquer reclamações ou ações judiciais de terceiros decorrentes do uso ou distribuição deste material. Este relatório é destinado à distribuição apenas sob tais circunstâncias, conforme permitido pela lei aplicável. Para desenvolver as previsões econômicas do Chief Investment Office (CIO), os economistas do CIO trabalharam em colaboração com economistas do UBS Investment Research. As previsões e estimativas são válidas apenas no dia desta publicação e podem ser alteradas sem prévio aviso. Para obter informações sobre as maneiras pelas quais o UBS CIO WM gerencia conflitos e mantém a independência de suas perspectivas de investimento e oferta de publicação, bem como metodologias de pesquisa e avaliação, visite www.ubs.com/research. Informações adicionais sobre os autores relevantes da presente publicação e outras publicações do CIO mencionadas neste relatório, bem como cópias de quaisquer relatórios anteriores sobre este tema, estão disponíveis mediante solicitação por parte do advogado do cliente.

Gestores de ativos externos/consultores financeiros externos: caso esta pesquisa ou publicação seja fornecida a um gestor de ativos externos ou um consultor financeiro externo, o UBS proíbe expressamente que seja redistribuído por ele e disponibilizado para seus clientes e/ou terceiros. **Austrália:** Este aviso é emitido pelo UBS AG ABN 47 088 129 613 (titular da licença australiana de serviços financeiros nº 231087): este documento é emitido e distribuído pelo UBS AG. Com efeito, apesar de não haver nada em contrário no documento. O documento destina-se ao uso somente por "clientes institucionais" conforme definido na seção 761G ("clientes institucionais") do Corporations Act 2001 (Cth) ("Lei de sociedades anônimas"). Em nenhuma circunstância o documento poderá ser disponibilizado pelo UBS AG ao "Cliente" como definido na seção 761G da lei de sociedades anônimas. Os serviços de pesquisa do UBS AG estão disponíveis apenas para Clientes institucionais. O documento é apenas uma informação geral e não leva em conta os objetivos de investimento de qualquer pessoa, situação fiscal ou financeira, nem necessidades particulares. **Austria:** esta publicação não pretende constituir uma oferta pública segundo a lei austríaca, mas pode ser disponibilizada para efeitos de informação aos clientes do UBS Europa SE, Niederlassung Österreich, com escritório em Wächtergasse 1, A-1010 Vienna. O UBS Europa SE, Niederlassung Österreich é uma filial do UBS Europe SE, uma instituição de crédito constituída nos termos da lei alemã, sob a forma de Societas Europaea, devidamente autorizada pela autoridade federal alemã de supervisão de serviços financeiros (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) e está sujeita a supervisão conjunta do BaFin, o banco central da Alemanha (Deutsche Bundesbank), bem como da autoridade de controle austríaca (Finanzmarktaufsicht FMA), à qual esta publicação não foi submetida para aprovação. **Bahamas:** Esta publicação é distribuída a clientes privados do UBS (Bahamas) Ltd e não se destina a distribuição a pessoas designadas como cidadãs das Bahamas ou residentes sujeitos às normas de controle cambial das Bahamas. **Bahrain:** UBS é um banco suíço não licenciado, supervisionado ou regulamentado no Bahrain pelo Banco Central do Bahrain e não realiza atividades comerciais bancárias ou de investimento no Bahrain. Portanto, os clientes não têm nenhuma proteção das leis e normas locais de serviços bancários e de investimento. **Brazil:** Preparado por UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entidade regulada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"). **Canada:** No Canadá, esta publicação é distribuída aos clientes do UBS Wealth Management Canada pela UBS Investment Management Canada Inc. **República Checa:** UBS não é um banco licenciado na República Checa e, portanto, não pode fornecer serviços bancários ou de investimento regulamentados na República Checa. Este material é distribuído para fins de marketing. **Dinamarca:** Esta publicação não pretende constituir uma oferta pública segundo a lei dinamarquesa, mas pode ser distribuída pela UBS Europe SE, Denmark Branch, filial do UBS Europe SE, com escritório em Sankt Annæ Plads 13, 1250 Copenhagen, Dinamarca, registrado com a agência dinamarquesa para o comércio e a indústria, sob o nº 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filial do UBS Europe SE é uma filial do UBS Europe SE, uma instituição de crédito, constituída nos termos da lei alemã, sob a forma de Societas Europaea, devidamente autorizada pela autoridade federal alemã de supervisão de serviços financeiros (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). A UBS Europe SE, Denmark Branch, filial do UBS Europe SE está sujeita a supervisão conjunta do BaFin, o banco central da Alemanha (Deutsche Bundesbank) e a autoridade dinamarquesa de supervisão financeira (DFSA) (Finanstilsynet), à qual este documento não foi submetido para aprovação. **França:** Esta publicação é distribuída pela UBS (France) S.A., "société anonyme" francesa com capital social de € 125.726.944, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, RCS Paris B 421 255 670, para seus clientes e clientes potenciais. UBS (France) S.A. é um prestador de serviços de investimento devidamente autorizado nos termos do "Code Monétaire et Financier", regulamentado pelas autoridades financeiras e bancárias francesas como o "Prudential et Autorité de Contrôle et de Résolution". **Alemanha:** O emissor de acordo com a lei alemã é UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. A UBS Europe SE é autorizada e regulada pela "Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht". **Hong Kong:** Esta publicação é distribuída aos clientes da UBS AG Hong Kong Branch pela UBS AG Hong Kong Branch, um banco licenciado sob a regulamentação bancária de Hong Kong e uma instituição registrada sob a regulamentação de valores mobiliários e futuros. **India:** Distribuído pela UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra-Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefone: +912261556000. Números de registro SEBI: NSE (segmento de mercado de capitais): INB230951431, INF230951431 NSE (segmento de F&O), BSE (segmento de mercado de capitais) INB010951437. **Indonésia:** Esta pesquisa ou publicação não se destina e não foi preparada para fins de oferta pública de valores mobiliários sob a lei de mercado de capitais da Indonésia e suas regras aplicáveis. Os valores mobiliários mencionados neste material não foram, e nem serão, registrados de acordo com a lei e normas de mercado de capitais da Indonésia. **Israel:** A UBS Switzerland AG está registrada como um comerciante estrangeiro em cooperação com a UBS Wealth Management Israel Ltd, uma subsidiária integral do UBS. A UBS Wealth Management Israel Ltd é uma gerenciadora de carteira licenciada envolvida também em marketing de investimentos e é regulada pela autoridade de títulos de Israel. Esta publicação não substitui nenhuma consultoria de investimento e/ou comercialização de investimento prestada por um licenciado relevante que seja ajustada a suas necessidades pessoais. **Itália:** Esta publicação é distribuída para os clientes da UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3-20121 Milão, a filial de um banco alemão, devidamente autorizado pelo "Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" para a prestação de serviços financeiros e supervisionado pelo "Consob". **Jersey:** A UBS AG, Jersey Branch, é regulamentada e autorizada pela Comissão de Serviços Financeiros de Jersey para a condução de negócios bancários, de fundos e investimentos. Onde os serviços são fornecidos de fora de Jersey, eles não estarão seguros pelo regime normativo de Jersey. UBS AG, Jersey Branch é um ramo da UBS AG, uma empresa pública limitada por ações, incorporada na Suíça, cuja sede está em Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurique. O escritório principal da UBS AG, Jersey Branch fica em P.O. Box 350, 24 Union Street, St Helier, Jersey JE4 8UJ. **Luxemburgo:** Esta publicação não pretende constituir uma oferta pública de acordo com a lei de Luxemburgo, mas pode ser disponibilizada para efeitos de informação aos clientes da UBS Europe SE, Luxembourg Branch, com escritório em 33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxemburgo. O UBS Europe SE, Luxembourg Branch é uma filial do UBS Europe SE, uma instituição de crédito constituída nos termos da lei alemã, sob a forma de Societas Europaea, devidamente autorizada pela autoridade federal alemã de supervisão de serviços financeiros (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) e está sujeita a supervisão conjunta do BaFin, o banco central da Alemanha (Deutsche Bundesbank), bem como da autoridade de supervisão de Luxemburgo a Commission de Surveillance du Secteur Financier (the "CSSF"), à qual esta publicação não foi submetida para aprovação. **México:** Este documento foi distribuído pela UBS Assesores México, S.A. de C.V., uma empresa que não faz parte do UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. nem de qualquer outro grupo financeiro mexicano e cujas obrigações não são garantidas por terceiros. O UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. não garante nenhum tipo de rendimento. **Países Baixos:** Esta publicação não pretende constituir uma oferta pública ou uma solicitação comparável sob a lei holandesa, mas pode ser disponibilizada para fins de informação aos clientes da UBS Europe SE, Netherlands Branch, uma filial de um banco alemão, devidamente autorizado pelo "Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" para a prestação de serviços financeiros e supervisionado pelo "Autoriteit Financiële Markten" (AFM) nos Países Baixos, ao qual esta publicação não foi submetida para aprovação. **Nova Zelândia:** este aviso é distribuído aos clientes da UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (titular da licença australiana de serviços financeiros nº 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, pela UBS Wealth Management Australia Ltd. Você está recebendo esta publicação ou material do UBS porque indicou que é um cliente certificado como investidor institucional e/ou investidor elegível ("Cliente certificado"), localizado na Nova Zelândia. Esta publicação ou material não se destina a clientes que não são Clientes Certificados ("Clientes Não certificados"), e se você é um Cliente Não certificado, não deve depender desta publicação ou material. No entanto, se apesar deste aviso você depender desta publicação ou material, você (i) reconhece que não pode depender do conteúdo desta publicação ou material, e que quaisquer recomendações ou pareceres nesta publicação ou material não são direcionados ou fornecidos a você, e (ii) no limite máximo permitido por lei (a) indeniza o UBS e seus associados ou entidades relacionadas (e seus respectivos diretores, funcionários, agentes e assessores (cada "Pessoa Relevante") por qualquer perda, dano, responsabilidade ou reclamação que qualquer um deles pode incorrer ou sofrer como resultado de, ou em conexão com, sua dependência não autorizada desta publicação ou material e (b) renuncia a quaisquer direitos ou ressarcimentos com relação a qualquer Pessoa Relevante para (ou a respeito de) qualquer perda, dano, responsabilidade ou indenização que você possa incorrer ou sofrer como resultado de, ou em conexão com, sua dependência não autorizada desta publicação ou material. **Arábia Saudita:** Esta publicação foi aprovada pela UBS Saudi Arabia (uma subsidiária da UBS AG), uma sociedade anônima de capital fechado da Arábia Saudita incorporada no Reino da Arábia Saudita, sob o número de registro comercial 1010257812 com sede em Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Reino da Arábia Saudita. A UBS Saudi Arabia é autorizada e regulamentada pela autoridade de mercado de capital da Arábia Saudita. **Cingapura:** Entre em contato com a UBS AG Singapore, assessor financeiro isento de acordo com o Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110) e um banco de atacado licenciado sob o Singapore Banking Act (Cap. 19) regulado pela autoridade monetária da Cingapura, em relação a quaisquer questões decorrentes de ou em conexão com, a análise ou o relatório. **Espanha:** Esta publicação é distribuída para seus clientes pela UBS Europe SE, Sucursal en España, com sede em Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, entidade supervisionada pelo Banco de España e o Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. UBS Europe SE, Sucursal en España é uma filial da UBS Europe SE, uma instituição de crédito constituída sob a forma de Societas Europaea autorizada e regulada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Suécia:** Esta publicação não pretende constituir uma oferta pública sob a lei sueca, mas pode ser distribuída pela UBS Europe SE, Sweden Bankfilial com escritório em Regeringsgatan 38, Estocolmo, Suécia 11153, registrada com o serviço sueco de registro de empresas sob o registro nº 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial é uma filial da UBS Europe SE, uma instituição de crédito, constituída nos termos da lei alemã, sob a forma de Societas Europaea, devidamente autorizada pela autoridade federal alemã de supervisão de serviços financeiros (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). A UBS Europe SE, Sweden Bankfilial está sujeita a supervisão conjunta do BaFin, o banco central da Alemanha (Deutsche Bundesbank) e a autoridade sueca de supervisão financeira (Finansinspektionen), à qual este documento não foi submetido para aprovação. **Taiwan:** Este material é fornecido pela UBS AG, Taipei Branch, em conformidade com as leis de Taiwan, de acordo com ou a pedido de clientes/clientes potenciais. **EAU:** Este relatório de pesquisa não se destina a constituir uma oferta, venda ou entrega de ações ou outros valores mobiliários sob as leis dos Emirados Árabes Unidos (EAU). O conteúdo deste relatório não foi e não será aprovado por nenhuma autoridade dos Emirados Árabes, incluindo o Banco Central dos Emirados Árabes Unidos ou autoridades financeiras de Dubai, a autoridade de valores mobiliários e mercadorias dos Emirados, o mercado financeiro de Dubai, o mercado de valores mobiliários de Abu Dhabi ou qualquer outra bolsa dos Emirados Árabes Unidos. Este material destina-se apenas a clientes profissionais. A UBS AG Dubai Branch é regulada pela DFSA no DIFC. A UBS AG/UBS Switzerland AG não está licenciada para fornecer serviços bancários nos Emirados Árabes Unidos pelo Banco Central dos EAU, nem é licenciada pela autoridade de valores mobiliários e mercadorias dos EAU. O escritório representativo da UBS AG em Abu Dhabi é licenciado pelo Banco Central dos EAU para operar um escritório representativo. **UK:** Aprovado pela UBS AG, autorizada e regulada pela autoridade de supervisão do mercado financeiro na Suíça. No Reino Unido, a UBS AG é autorizada pela autoridade de regulamentação prudencial e está sujeita às normas da autoridade de conduta financeira e limitada pela autoridade de regulamentação prudencial. Detalhes sobre o alcance de nosso regulamento pela autoridade de regulamentação prudencial estão disponíveis mediante solicitação. Um membro da bolsa de Londres. Esta publicação é distribuída para clientes privados da UBS London no Reino Unido. Quando houver produtos ou serviços de fora do Reino Unido, eles não estarão cobertos pelo regime normativo desse local nem pelo esquema de compensação de serviços financeiros. **EUA:** Este documento não se destina a distribuição para os EUA, para residentes nos Estados Unidos nem por equipes baseadas nesse país. UBS Securities LLC é uma subsidiária da UBS AG e uma filial da UBS Financial Services Inc., UBS Financial Services Inc. é uma subsidiária da UBS AG.

Versão 11/2016.

© UBS 2017. O símbolo de chave e UBS estão entre as marcas comerciais registradas e não registradas do UBS. Todos os direitos reservados.