

MONTHLY HOUSE VIEW

Julho de 2022

Foco

Estimando a crise dos preços de energia

• Índice

01• Editorial	P3
RAPSÓDIA DA NORMALIZAÇÃO... OU TRAGÉDIA DA INFLAÇÃO?	
02• Foco	P4
ESTIMANDO A CRISE DOS PREÇOS DE ENERGIA	
03• Macroeconomia	P6
A PALAVRA QUE COMEÇA COM "R"	
04• Renda fixa	P8
RISCO DE APERTO EXCESSIVO?	
05• Ações	P10
NAVEGANDO EM UM MERCADO DE BAIXA	
06• Forex	P12
AS DECISÕES DOS BANCOS CENTRAIS REACENDEM A VOLATILIDADE DO FOREX	
07• Alocação de ativos	P14
CENÁRIO DE INVESTIMENTOS E ALOCAÇÃO	
08• Monitor de mercado	P16
VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS	
09• Glossário	P17
Termo de responsabilidade	P18

RAPSÓDIA DA NORMALIZAÇÃO... OU TRAGÉDIA DA INFLAÇÃO?

“Toda ação exige esquecimento”: trechos de Nietzsche.



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Prezado(a) leitor(a),

A vitória nunca é um *home run* na vida real, nem tão pouco traz um retorno rápido à normalidade. Depois de derrotar seus inimigos, Ulisses levou dez anos para deixar as ruínas de Troia e voltar a Ítaca, sua ilha natal. Este foi exatamente o tempo necessário para vencer o combate de uma década à inflação nos anos 1970. Foi também o mesmo tempo que os bancos centrais levaram para reverter as expectativas de inflação. E agora que elas estão aqui, desejamos apenas que voltem para onde estavam. Isso seria realista? E se não estivessemos apenas em um momento cíclico, mas passando por uma mudança mais estrutural que levaria anos para conter a inflação?

Os gregos da Antiguidade tinham um senso de temporalidade e uma forma de paciência que talvez tenhamos perdido. Este é provavelmente o motivo pelo qual o esquecimento — a dupla condição para ação e felicidade segundo Nietzsche — e nossa memória curta nos levaram a esquecer a longa dinâmica dos ciclos inflacionários. A lembrança do passado bate sem sucesso na porta de nossas percepções distorcidas pelas nossas esperanças, nosso otimismo, nossas crenças e pelo nosso horizonte temporal abreviado. Nossas esperanças de paz perpétua nos fizeram esquecer a longa história da Rússia. A volatilidade do mercado financeiro também contribui para reduzir nosso horizonte temporal, enquanto as urgências sociais e as eleições livres encurtam o horizonte dos governos. Essas demandas sociais exigem hoje uma ação rápida por parte dos bancos centrais. Porém, isto pode muito bem ser uma armadilha, porque os ciclos inflacionários levam mais tempo para esfriar do que para reacender.

O horizonte de tempo abreviado e o viés de percepção dos bancos centrais são uma das explicações por trás deste grande erro de política. Em 2021, os bancos centrais ainda estavam tão abalados com as desarticulações da pandemia e incertos quanto à recuperação do mercado de trabalho que continuaram a proporcionar uma acomodação monetária injustificada.

Recentemente, eles se recusaram a reconhecer a volta da inflação quando ela já estava aqui, enviados por uma década de temores de deflação.

Agora que a inflação voltou, os bancos centrais correm para aumentar as taxas de juros e tentam fechar os olhos para as consequências de um processo acentuado de normalização em uma economia já em desaceleração, aumentando, assim, o risco de recessão com diversas incógnitas geopolíticas. A normalização do mix de políticas não é um destino, mas uma jornada com mais altos e baixos do que habitual e muitas surpresas possíveis pelo caminho. E se esta não fosse uma rapsódia curta e com final feliz, mas uma tragédia grega mais sombria e mais longa com heróis que caíram nas garras de um destino que os ilude e os sujeita a dilemas cornelianos?

Esta é a pergunta mais importante feita hoje pelos investidores ao Fed. Você está confiante de que essas medidas podem ser eficientes no controle de uma trajetória inflacionária surpreendentemente forte? Você está pronto para correr o risco de uma recessão para conter as pressões inflacionárias?

A leitura das tragédias gregas é útil nos dias de hoje para repensarmos nossa percepção do tempo e do impacto das ações humanas e políticas. Inversamente à nossa concepção moderna da História — vista como uma trajetória dialética de progresso —, as tragédias nos ensinam que as coisas nem sempre acabam bem, e que nossas ações às vezes vãs podem piorar as coisas. Essa é uma lição de humildade para nós, investidores. Se não pudermos prever o futuro, é melhor nos adaptarmos ao presente, sem nos esquecermos do passado.

Diversas forças motrizes estão por trás da atual crise energética. Os preços do petróleo continuarão altos, mas enfrentarão riscos de baixa devido à queda na demanda. A escassez de gás em breve será uma realidade na Europa e a principal ameaça para nosso cenário de crescimento do PIB.

OS PREÇOS DO PETRÓLEO ENFRENTARÃO UMA QUEDA NA DEMANDA

Os preços do petróleo caíram 10 dólares por barril (para menos de 110 dólares) após a reunião do Fed em junho, que reacendeu os temores de recessão, mesmo com a reabertura progressiva da China.

Em uma análise prospectiva, os riscos na oferta se mantêm fortes. Até agora, o petróleo russo (um pouco menos de 10% da produção mundial) tem sido relativamente resistente e capaz de se adaptar, transferindo a demanda dos clientes ocidentais para os orientais (a Índia ultrapassou a Alemanha como o segundo maior importador de petróleo russo). No entanto, o sexto pacote de sanções da União Europeia (UE), que abrange uma proibição parcial das importações de petróleo russo e uma proibição de assegurar o transporte de petróleo russo para países terceiros, foi um divisor de águas para muitos analistas, com o impacto a ser sentido plenamente em 2023.

Em 2022, os mercados globais de petróleo foram aliviados pela liberação de reservas estratégicas dos EUA, mas este dispositivo é temporário. Em 2 de junho, a OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) destacou seu compromisso de elevar a produção, no entanto, com o recente desempenho abaixo das metas, os mercados continuam nervosos quanto à capacidade real de reserva da OPEP e à capacidade de estabilizar os mercados (o déficit de fornecimento da OPEP em relação às metas oficiais de produção subiu para 2,8 milhões de barris por dia (mb/d) em comparação a 2,5 mb/d em abril). Desse modo, os produtores fora da OPEP devem estar à frente do crescimento da produção de petróleo em 2023. De acordo com a Agência Internacional de Energia (AIE), é esperado que a produção dos EUA continue sua trajetória de crescimento em 2023. O Brasil deve se tornar a maior fonte de novos projetos de fornecimento de petróleo convencional, seguido pela Noruega e pelos EUA.

Em resumo, segundo a abordagem de modelos do Oxford Institute for Energy Studies (OIES), um déficit no mercado de petróleo deve reaparecer gradualmente a partir do quarto trimestre de 2022, mas será insuficiente para manter os preços nos níveis atuais. O instituto prevê o barril de Brent a 112,8 dólares em média em 2022 e 102,8 dólares em 2023. A tendência de queda nos preços do petróleo pode ser mais pronunciada se os temores de recessão continuarem se acentuando, levando os investidores a antecipar um reequilíbrio mais rápido do mercado por meio de uma demanda global mais fraca.

PREÇOS DO GÁS: UMA PREOCUPAÇÃO REGIONAL

O gás natural é comparativamente mais difícil de ser substituído do que o carvão e o petróleo. Os preços do gás subiram de modo muito mais acentuado na Europa tanto em 2021 quanto em 2022, devido a problemas de fornecimento dos Países Baixos e, agora, da Rússia. A recente guinada dos acontecimentos (redução repentina do fornecimento de gasodutos na Rússia, fechamento de um porto de gás natural liquefeito (GNL) nos EUA) levou a Alemanha a estabelecer um novo sistema de leilão para incentivar os fabricantes a consumir menos gás. O plano RePowerEU da UE está se desdobrando para encontrar novas fontes de gás. É positivo que as importações de GNL dos EUA por parte da UE tenham aumentado 45% em maio em comparação a 2019 (+4,7 bilhões de pés cúbicos por dia, BCF/d, 40% das exportações da Rússia para a UE em 2020), mas estas quase atingiram sua capacidade. Com níveis tão extremos de incerteza, um corte apenas parcial no fornecimento russo poderia levar os preços do gás a 170 EUR/MWh na Europa no fim do ano (de acordo com os especialistas do Crédit Agricole SA). Porém, se a UE expandir suas sanções ou a Rússia antecipar esse risco ao interromper intencionalmente o fornecimento de gás para a Europa, os preços do gás seriam empurrados para níveis muito mais altos, o que infligiria uma recessão total na zona do euro.



Os produtores
FORA
DA OPEP
estarão à frente do
CRESCIMENTO
DA PRODUÇÃO
em 2023

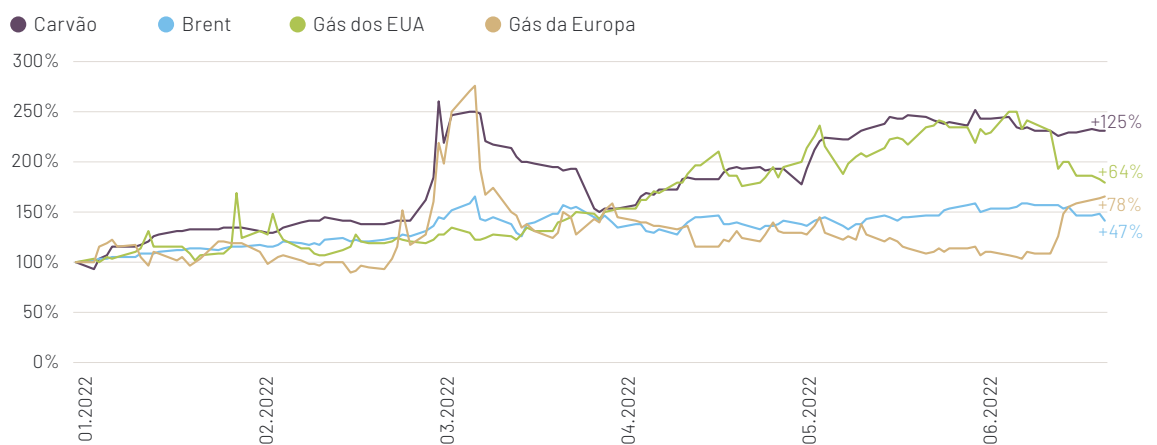
A EUROPA SENTIRÁ FORTEMENTE O IMPACTO NO CRESCIMENTO

Ao contrário dos anos 1970, passamos pela situação única em que todos os preços de energia estão em alta (gráfico 1). O encarecimento dos preços do gás repercute no encarecimento dos preços da eletricidade (22% causados pelo gás na Europa, 38% nos EUA), enquanto os preços do carvão aumentam enquanto os governos têm dificuldades para encontrar substituições de energia.

Alguns mercados emergentes importadores líquidos podem se beneficiar de energia russa mais barata, mas isto será mais complicado dos pontos de vista logístico e político, e a alta em outras *commodities* é uma ameaça cada vez maior ao crescimento. O mercado dos EUA costuma ser retratado como imune à escassez de gás e eletricidade e deverá se beneficiar de maiores investimentos nos setores de GNL e petróleo.

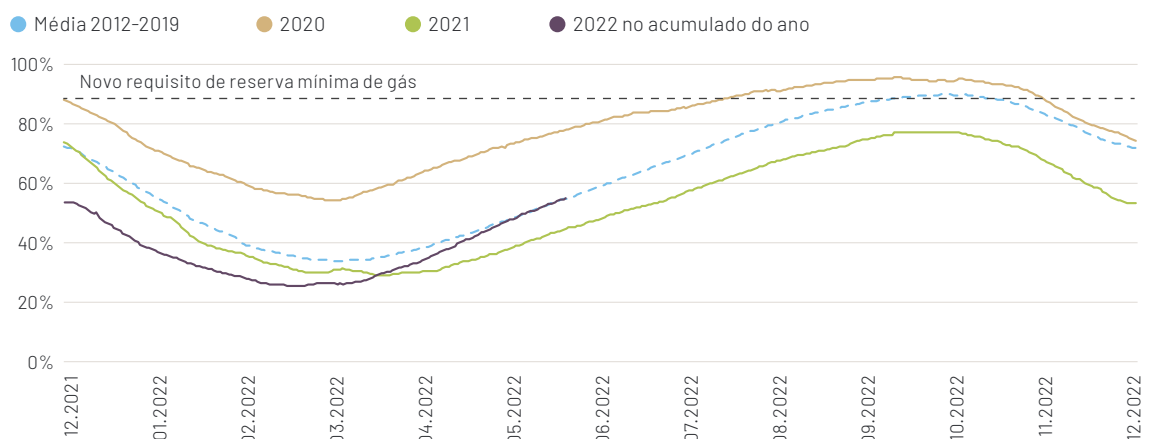
Contudo, o aumento nos preços do petróleo agravou o fenômeno da inflação nos EUA, que deve ser moderado a partir do terceiro trimestre de 2022 e possivelmente amortecido pela proposta de suspensão do imposto federal sobre os combustíveis. O continente europeu tem sido e continuará sendo o mais atingido pela crise energética. Os preços mais altos/escassez de gás também reduzirão a eficiência ao ampliar a dependência temporária de fontes de energia alternativas/desatualizadas e provocar interrupções no fornecimento. Prevejo que as perspectivas de consumo e investimento serão instáveis no ambiente atual, trazendo o PIB da zona do euro para um território levemente negativo no segundo semestre (-0,2%), com riscos inclinados para baixo. O ajuste na demanda interna deverá enfraquecer a pressão sobre os preços, mas a necessidade de manter as reservas (gráfico 2) e os custos logísticos assim como as necessidades de investimento, deverão manter altos os preços de energia em 2023.

GRÁFICO 1: PREÇOS DAS COMMODITIES DE ENERGIA, 100 = 31.12.2021, %



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 2: RESERVAS DE GÁS NATURAL, % DE GÁS DISPONÍVEL ARMAZENADO



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Entre as instituições internacionais, ninguém está disposto a prever uma recessão, muito menos Jerome Powell, que pode ter ajudado a criá-la. As palavras podem ser importantes e impactar a realidade, contudo, o quadro contundente de estagnação no Ocidente já é visível nos números. A China avança após a queda na atividade no primeiro semestre, enquanto a Europa teme o inverno com a escassez de gás turvando a recuperação pós-COVID.



+16,9%
no ano a ano para
as exportações
chinesas em maio

CHINA: SEGUNDA TENTATIVA DE REABERTURA

As exportações da China aumentaram 16,9% no ano a ano em maio (superando as previsões do mercado: 8%). O PMI industrial aumentou para 49,1 em maio de 2022, frente a 46 em abril, e ultrapassou as previsões de mercado de 48. A atividade interna na China ainda está lutando, mas melhorando. As vendas de varejo diminuíram 6,7% no ano a ano (+0,5% no mês após mês) em comparação com as expectativas do mercado de uma queda de 7,1%, e o índice de desemprego caiu de 6,1% (um pico de 26 meses) para 5,9% em maio. A ainda aparente fraqueza na demanda interna e o alto índice de desemprego ajudaram a manter a inflação abaixo da meta do banco central (em 2,1% contra 3%) em comparação a outras economias asiáticas (7% na Índia e 5,4% na Coreia do Sul) e apesar do aumento nos preços das *commodities*. No entanto, em um panorama repleto de falcões da inflação, o Banco Popular da China (PBoC, na sigla em inglês) se absteve de baixar ainda mais as taxas de juros em junho. A recuperação do PIB deve receber um incentivo dos investimentos no segundo semestre de 2022 devido às perspectivas mais favoráveis, melhores condições financeiras e o estímulo do governo para projetos de infraestrutura. No entanto, a desaceleração global e risco de novas epidemias desafiarão a recuperação.

Neste contexto, prevemos que a política fiscal se intensificará, enquanto a política monetária permanecerá mais calma por um crescente diferencial de taxas de juros com o resto do mundo e um dilema de desalavancagem não resolvido. O crescimento chinês deverá aumentar 3,5% em 2022 (revisão para baixo de -0,5 ponto percentual em relação ao mês passado) e 5,4% em 2023 (revisão para cima de 0,6 ponto percentual)(tabela 1).

EUA: PROBLEMAS DE CURTO PRAZO PARA GANHOS DE LONGO PRAZO

As vendas de varejo nos EUA caíram 0,3% no mês a mês em maio, um primeiro sinal em dados concretos de que o poder de compra e as perspectivas sombrias afetaram as compras dos consumidores. Há meses, dados qualitativos apontavam para esta desaceleração. Por meio de pesquisas, a Universidade de Michigan mostrou que a confiança dos consumidores é pior hoje do que em qualquer outro momento (inclusive durante a pandemia e a crise financeira global de 2008). É certo que as pesquisas têm menos poder de previsão sobre o consumo dos EUA do que o índice do Conference Board Survey, que resiste mais devido à tendência de acompanhar o mercado de trabalho, mas que está claramente indicando uma queda.

TABELA 1: NOSSAS PREVISÕES PARA O PIB E A INFLAÇÃO ABAIXO DAS PREVISÕES DO CONSENSO PARA 2022 E 2023, %

	CRESCIMENTO DO PIB				INFLAÇÃO			
	2022	Vs. consenso	2023	Vs. consenso	2022	Vs. consenso	2023	Vs. consenso
EUA	2,4%	2,8%	1,8%	2,0%	7,8%	7,3%	3,7%	3,4%
Zona do euro	2,4%	2,6%	1,3%	2,1%	7,5%	6,6%	4,1%	2,8%
China	3,5%	4,7%	5,4%	5,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%

Fontes: Amundi, Focus Economics Consensus Forecasts, Indosuez Wealth Management.



O índice de desemprego está de fato em 3,6%, o que é um fator reconfortante quando a atual situação de inflação é comparada à dos anos 1970 (quando o índice de desemprego ultrapassava 6%). Entretanto, com a inflação acima de 8% e a taxa de juros da poupança abaixo de 5%, o risco de contração na demanda interna no segundo semestre é alto. A inflação deverá afetar o consumo privado a partir do terceiro trimestre de 2022 – a contração se intensificará no fim do ano, seguindo a deterioração do mercado de trabalho. Também é esperado que os investimentos sofram um duro golpe com o agressivo aperto monetário agora considerado para este ano (taxa de juros de referência dos *Fed funds* prevista pelos mercados em 3,75% no fim do ano). A recomposição dos estoques continua a embaralhar os números, mas acreditamos que uma recessão técnica seja possível no quarto trimestre de 2022, ou no primeiro trimestre de 2023. No entanto, outro cenário, talvez menos provável e menos ideal no longo prazo, seria aquele em que o consumidor dos EUA recebesse ainda mais auxiliado de uma política fiscal acomodatória e uma política monetária menos agressiva, mas isto não frearia a inflação. Um impasse para os responsáveis pela definição de políticas, principalmente com a proximidade das eleições de meio mandato em novembro.

ZONA DO EURO: O INVERNO ESTÁ CHEGANDO

A recuperação pós-COVID na Europa foi abalada pela guerra. A produção industrial aumentou 0,4% no mês a mês em abril, exclusivamente graças a um forte estímulo na produção de energia (5,4% no mês a mês).

Todavia, o setor de serviços se mantém surpreendentemente bem, conforme descrito pelos dados de mobilidade e voos do Google. Em junho, o Purchasing Managers Index (PMI) para o setor de serviços caiu 3,3 pontos, para 52,8, e caiu mais 2,6 pontos, para 52, no setor industrial. A queda nos indicadores de confiança é um mau presságio para o outono, depois da recuperação dos serviços no verão (no hemisfério norte), quando as famílias de maior renda terão mexido em suas poupanças, ainda sólidas, antes de entrar em um inverno (no hemisfério norte) desafiador. É claro que os europeus poderão contar com reservas fiscais. De acordo com o *think-tank* Bruegel, cortes de impostos/IVA sobre a energia foram implementados em 20 dos 27 estados-membros da União Europeia e transferências para grupos vulneráveis efetuadas em 25. Porém, o investimento sofrerá com níveis extremos de incerteza e menores perspectivas de demanda até 2023. A zona do euro deverá crescer 2,4% em 2022 (com dois pontos percentuais de crescimento transferidos do crescimento sólido no fim de 2021, significando uma estagnação no segundo trimestre de 2022 e uma leve contração no PIB nos terceiro e quarto trimestres), e 1,3% em 2023 (revisão para baixo de 0,5 ponto percentual desde o mês passado), com riscos inclinados para baixo (a probabilidade de um corte total do gás russo que aniquilaria o crescimento em 2023 está aumentando). A inflação deve atingir o pico no terceiro trimestre (em 8,3%), mas a incerteza é alta na atual crise energética (ver "Foco").



A dívida com rendimento negativo caiu **90%**, PARA 1,8 BILHÃO DE DÓLARES

Os bancos centrais nos EUA, na Europa e no Reino Unido estão determinados a evitar efeitos secundários na inflação e apertarão as condições monetárias. Na teoria, uma recessão suave pode muito bem existir, mas o que acontecerá na prática?

BANCOS CENTRAIS

Os bancos centrais liderados pelo Federal Reserve têm apertado as condições monetárias de forma muito agressiva com “orientação futura” (*forward guidance*) e aumento de juros. As taxas de juros do mercado estão ultrapassando níveis neutros, o que causa entraves para a economia. A demanda continua a diminuir e os componentes cíclicos começam a mudar (preços de bens, metais industriais), mas os preços de alimentos e aluguel ainda estão subindo. O dilema da energia não dá nenhum alívio aos bancos centrais.

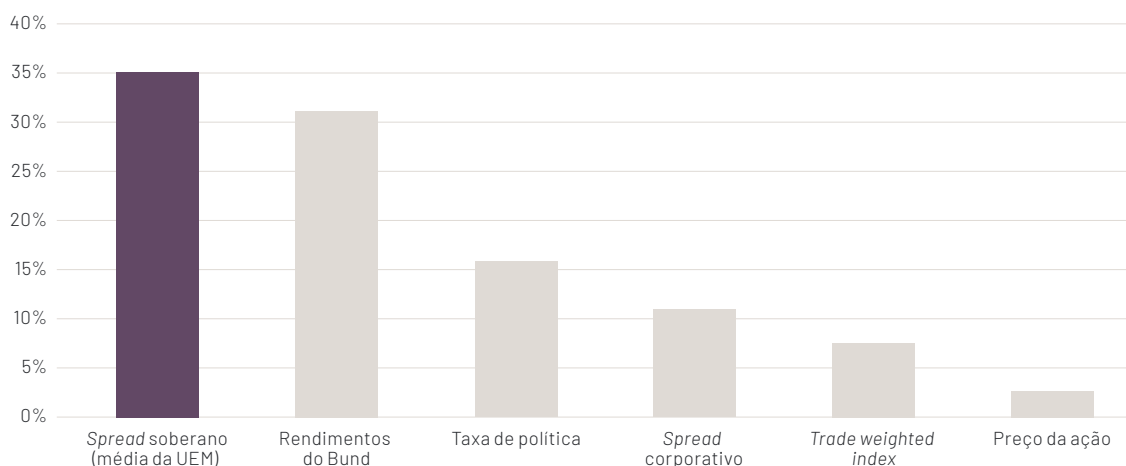
As expectativas de inflação no longo prazo estão recuando após uma correção aguda nas *commodities* cíclicas e a trajetória de aperto agressiva traçada pelo mercado e concretizada pelo Federal Reserve.

O aperto do Fed acontece em um contexto de desaceleração cíclica e este ritmo de aumento dos juros pode afetar ainda mais no crescimento. Riscos de novas quedas da economia devem se materializar com uma inclinação de alta da curva de juros. A mudança de direção na inclinação da curva de rendimentos é um processo que leva tempo, pois implica uma mudança nas expectativas em relação à solidez da economia e à postura dos bancos centrais.

Um caso alternativo poderia ser uma inversão estagflacionária da curva, com os mercados ajustando os juros de longo prazo para refletir os temores de recessão, enquanto os juros de curto prazo seriam menos comprimidos se o Fed permanece comprometido com o combate à inflação.

O Banco Central Europeu está em uma configuração muito mais complexa dada a depreciação acentuada do euro e a disposição de apertar a política monetária. O Banco Central indicou um aumento de 25 bps em julho, com mais um aumento em setembro, enquanto os mercados de renda fixa veem a taxa de depósitos chegar a 1% no fim de 2022. Os juros do euro subiram consideravelmente desde a mudança no discurso do Banco Central Europeu em fevereiro, mas ainda vemos poucos sinais de fragmentação do mercado, embora os níveis absolutos pareçam atraentes nos títulos periféricos. Os leilões ainda ocorrem de uma forma relativamente “normal”. A expansão dos spreads periféricos acompanhou a normalização da taxa de juros da zona do euro (gráfico 3), e espera-se certa volatilidade nos prêmios de risco neste ambiente. Contudo, bastaram dois dias de expansão dos spreads italianos de curto prazo para desencadear uma reação do Conselho de Administração do Banco Central Europeu.

GRÁFICO 3: OS SPREADS SOBERANOS SÃO O PRINCIPAL RISCO PARA AS CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO DA ZONA DO EURO*, %



* Índice de condições financeiras da zona do euro, ponderações.
Fontes: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.



O Banco Central Europeu agiu preventivamente e ganhou um pouco de tempo. Isso causou um impacto imediato nos spreads. Por enquanto, os mercados dão ao Banco Central Europeu o benefício da dúvida quanto à construção de uma ferramenta antifragmentação de confiança e a volatilidade recuou de acordo com os spreads dos periféricos.

Continuaremos acompanhando...

TÍTULOS CORPORATIVOS

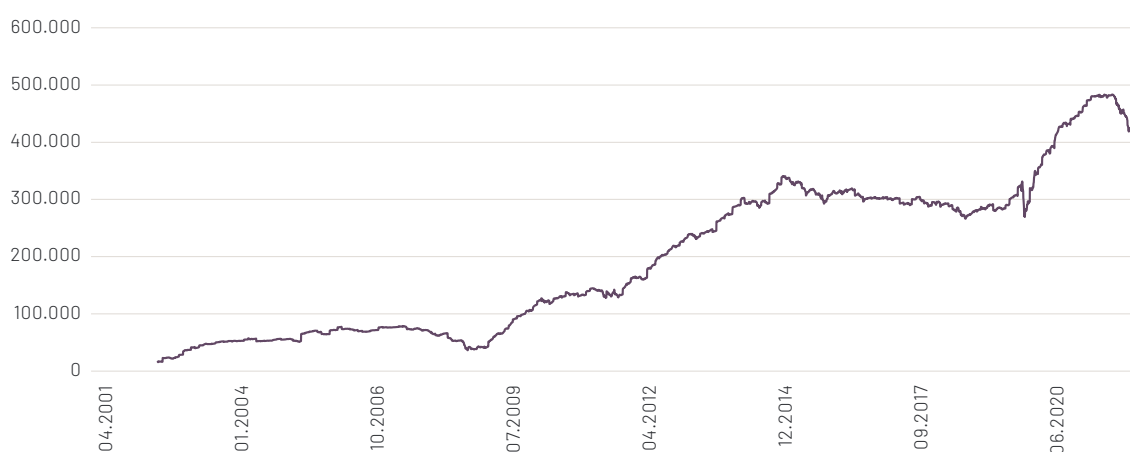
Os mercados de crédito foram atropelados pela incerteza das taxas de juros, medida pela volatilidade intrínseca (em alta inédita desde o início dos anos 2000) e a debandada do mercado de ações.

As saídas de fundos ainda direcionam o comportamento do mercado: os investidores retiraram cerca de 15% de seus ativos do mercado de *high yield* europeu, que registra um recuo de 15% desde o começo do ano: esta é a contração do mercado mais acentuada em termos nominais (gráfico 4). No entanto, os mercados de crédito em mercados desenvolvidos já precificam os riscos de recessão, a liquidez restrita tanto para as empresas quanto os investidores e as taxas nominais mais altas.

Em termos fundamentais, as empresas constituíram reservas de caixa em seus balanços e inventários de dívida, com taxas de financiamento muito baixas. Obviamente, novas necessidades de financiamento são atendidas com taxas de juros e spreads mais altos, mas isso não é suficiente para corroer o perfil financeiro muito alto nesta fase.

Em termos de fundamentos, o mercado espera rebaixamentos de classificação, já que as agências de classificação de risco podem reagir a spreads mais amplos. Como tal, o risco de crédito deve aumentar até 2023, com a expectativa de que a inadimplência no campo de *high yield* aumente no futuro próximo, embora deva permanecer abaixo dos níveis de recessão passados. Em uma base ajustada ao risco, há mais valor no rendimento do *investment grade* do que no *high yield*, que sofreria mais se os receios de recessão continuassem. A dívida subordinada atrai mais uma vez a atenção dos investidores, visto que os *calls* estão sendo questionados pelo mercado. Em nossa opinião os receios de *non-call* são exagerados para a maioria dos emissores e recomendamos manter bastante seletividade. Tanto os emissores corporativos quanto os financeiros querem preservar seu acesso ao mercado e aceitam pagar um preço alto.

GRÁFICO 4: TAMANHO DO MERCADO DE HIGH YIELD EUROPEU, BILHÕES DE EUROS



Fontes: ICE, Indosuez Wealth Management.

NAVEGANDO EM UM MERCADO DE BAIXA

Os mercados acionários estão agora em um mercado de baixa (“*bear market*”) e os investidores têm que navegar entre a inflação em níveis históricos e o risco de uma recessão. Esta última desempenha um papel essencial, pois a duração das correções acionárias está correlacionada com a amplitude da recessão cíclica.

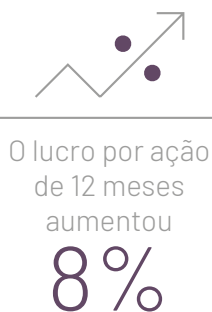
Em termos de *bottom-up*, as expectativas de crescimento dos rendimentos permanecem estáveis apesar da tempestade do mercado, mas o aumento nos rendimentos reais é um obstáculo para as valorizações das ações enquanto a volatilidade permanece elevada. Portanto, apesar da magnitude do movimento de reprecificação já ocorrida nos últimos meses, permanecemos cautelosos com relação aos fundamentos antes que catalisadores mais positivos possam sinalizar um *bottom out* do mercado.

Essa desvalorização é totalmente explicada pelo aumento dos juros que deterioraram o prêmio de risco das ações, agora em torno de 6%, e afetaram a atratividade das ações. Contudo, após esse semestre de correção, os prêmios de risco das ações voltaram a ser interessantes na Europa (>10%), mas nosso foco agora muda para o risco de revisões do lucro.

ESTADOS UNIDOS

O Índice S&P 500 fechou em um território de “bear market” (queda de 20%) em 13 de junho pela primeira vez desde março de 2020. Este é um obstáculo simbólico e psicológico para os investidores, geralmente causando pressão extra sobre os fluxos.

Nos últimos meses, como consequência dos juros mais altos dos títulos da dívida pública dos EUA, as bolsas americanas tem caído acentuadamente. A energia é o único setor em território positivo, beneficiando-se deste panorama inflacionário. Neste contexto, favorecemos tanto as ações de dividendos sustentáveis quanto as ações de estilo Qualidade a um preço razoável (QARP), mas estamos mais cautelosos em relação às ações cíclicas (consumo discricionário e industriais).

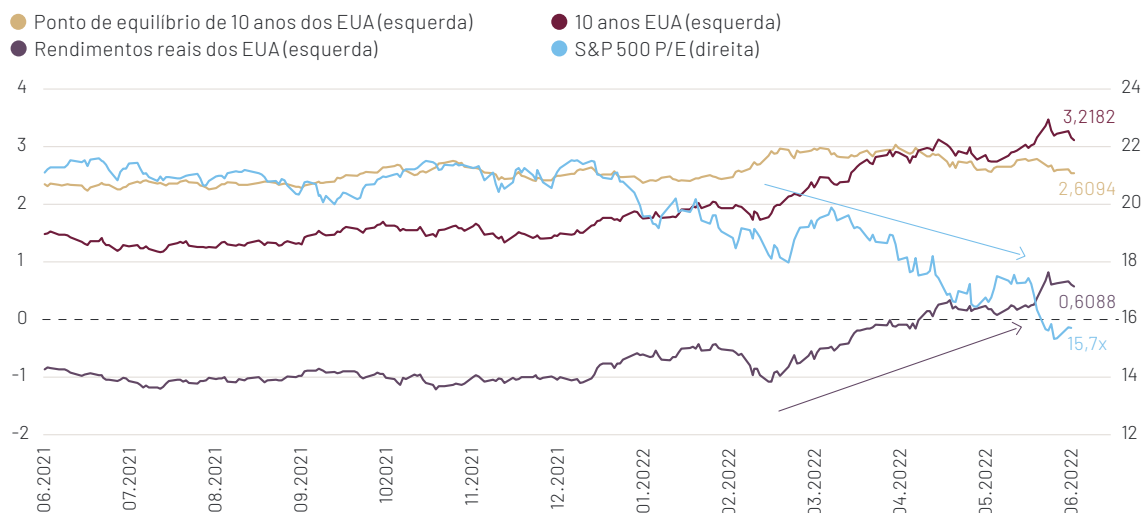


RENDIMENTOS E VALORIZAÇÃO

Em relação ao lucro das empresas, as revisões continuam a demonstrar resiliência... até agora. O lucro por ação de 12 meses aumentou 8% desde o início do ano enquanto o mercado perdeu mais de 23%. Nos períodos de mercados em baixa anteriores, em 2000-2003 e 2007-2009, os preços do mercado lideraram o ponto de virada nas revisões dos lucros, mas estes últimos seguiram rapidamente. Este ainda não é o caso no ambiente atual. Mas por quanto tempo?

Quanto às valorizações, o S&P500 está agora abaixo de seu nível médio de P/L (preço/lucro) no longo prazo (atualmente em 15,7x em comparação a 17,1x)(gráfico 5).

GRÁFICO 5: ÍNDICE S&P 500 COM LUCRO POR AÇÃO E COEFICIENTE P/L DE 12 MESES



Observação: desde o começo do ano, o forte aumento nos rendimentos reais (+170 bps) explicou a aguda desvalorização que vimos na valorização da ação (P/R do S&P 500 passou de 22 para 16).

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



EUROPA

Os ventos contrários dos meses anteriores ainda estão presentes: o conflito entre a Rússia e a Ucrânia, perturbações nas cadeias de suprimento, inflação, taxas de juros em alta, repercussões da política zero COVID na China. As melhores notícias vem do mundo corporativo, com empresas que não veem desaceleração, exceto em alguns setores específicos (principalmente aquelas de consumo que mais se beneficiaram da tendência “Fique em casa”).

As valorizações se compactaram de modo considerável, mas com uma prudência legítima dos investidores sobre o ritmo e o tamanho das revisões do lucro para baixo que possivelmente virão. Portanto, apesar de uma correção significativa que leva a múltiplos de valorização e prêmios de risco interessantes (10,7x para o Eurostoxx 50¹), permanecemos cautelosos nos mercados acionários da zona do euro e ainda favorecemos os mercados do Reino Unido e da Suíça em uma base relativa.

MERCADOS EMERGENTES

Temos uma visão muito positiva para as ações chinesas a partir da segunda metade de 2022, em função da última flexibilização dos *lockdowns* em Xangai e Pequim, das substanciais políticas monetárias e fiscais pró-crescimento e de um forte estímulo na infraestrutura. Houve também um desenvolvimento positivo na frente regulatória com a retomada das aprovações de jogos on-line após um congelamento de oito meses. Isto é um bom presságio para o setor chinês de jogos e jogos virtuais. Nas últimas semanas, o governo chinês enviou constantemente mensagens de apoio.

Nosso posicionamento *bottom-up* atual é uma estratégia de *Barbell* tática com foco na China e na Índia/ASEAN (Associação das Nações do Sudeste Asiático) como os dois pilares, sendo neutro na Coreia do Sul e subponderado em Taiwan.

ESTILO: FOCO NAS AÇÕES ESTILO QUALIDADE, ESTILO VALUE COMO COMPLEMENTO

As ações de estilo *Value* têm tido melhor desempenho, principalmente estimuladas pelo aumento dos juros e dos preços das *commodities*. Após a recente aceleração do aumento dos juros, as pessoas podem se perguntar sobre o potencial restante para esse fator, particularmente se o mercado começar a se concentrar mais no crescimento (desaceleração) do que na inflação. Neste caso, o desempenho relativo das ações *Value* poderia gradativamente atenuar, mas parece muito prematuro fazer esta aposta.

As ações de estilo Qualidade ainda são a melhor opção em um regime de mercado de alta volatilidade-baixa visibilidade. Ações com fundamentos sólidos como visibilidade, estabilidade, resistência e dividendos em alta são algo que o mercado está cada vez mais pronto a recompensar. Além disso, a estabilização dos juros no longo prazo deve desbloquear seu potencial de desempenho superior.

Todavia, a persistente tendência inflacionária justifica manter uma alocação importante nas estratégias de dividendos, que precisa equilibrar os setores de *Value/Cíclico* com setores mais Defensivos (tais como saúde, telecomunicações e serviços públicos).

Quanto ao estilo *Growth*, uma recuperação técnica no mercado poderia oferecer um alívio no curto prazo, sobretudo após a recente correção. Porém, enquanto ainda observarmos o aumento dos juros, preferimos não voltar a este estilo, com a exceção de estratégias opcionais que oferecem uma assimetria interessante.

1 - P/R combinado de 12 meses.

AS DECISÕES DOS BANCOS CENTRAIS REACENDEM A VOLATILIDADE DO FOREX

Outros bancos centrais também entraram na corrida de combate às pressões inflacionárias. Em meados de junho, o normalmente “neutro” Banco Nacional Suíço deu um primeiro passo surpreendente e aumentou as taxas de juros em 50 pontos base. O Banco Central Europeu parece ansioso para acompanhar o movimento e, até agora, apenas o Banco do Japão hesita em aderir à tendência, mesmo que o iene japonês tenha perdido mais de 17% em relação ao dólar nos últimos três meses.

CHF

O Banco Nacional Suíço aumenta as taxas inesperadamente

O Banco Nacional Suíço aumentou inesperadamente as taxas de juros em junho e surpreendeu a todos com o *timing*, fazendo-o antes do Banco Central Europeu, e com um aumento maior da taxa de juros, de 50 pontos-base, para -0,25%. O Banco Nacional Suíço envia uma mensagem clara ao mercado de que está empenhado em manter a inflação próxima da meta e de que uma desvalorização do franco suíço é bastante indesejável.

O presidente Thomas Jordan disse que eles poderiam intervir no mercado de Forex e comprar moeda estrangeira se “houvesse uma valorização excessiva do franco suíço”. No entanto, caso o franco suíço se enfraqueça, eles também estariam dispostos a vender moeda estrangeira para manter um franco suíço forte, além de aumentar mais as taxas de juros se necessário, tendo como principal objetivo evitar a importação da inflação para o país. Neste contexto, o franco suíço deve permanecer forte frente ao euro no curto e no médio prazo e podemos ver o par caminhando para a paridade nos próximos meses (gráfico 6).

EUR

O Banco Central Europeu planeja aumentar as taxas de juros

Christine Lagarde, presidente do Banco Central Europeu, teve que reiterar a intenção de aumentar as taxas de juros em julho e setembro em meio ao aumento do spread entre os títulos alemães e italianos. Os investidores temem que uma alta nas taxas de juros do euro possa impactar os países periféricos, enfraquecendo ainda mais a moeda.

Se o sentimento de aversão ao risco persistir, o euro deverá continuar sob pressão em relação ao dólar e ao franco suíço no curto e no médio prazo.

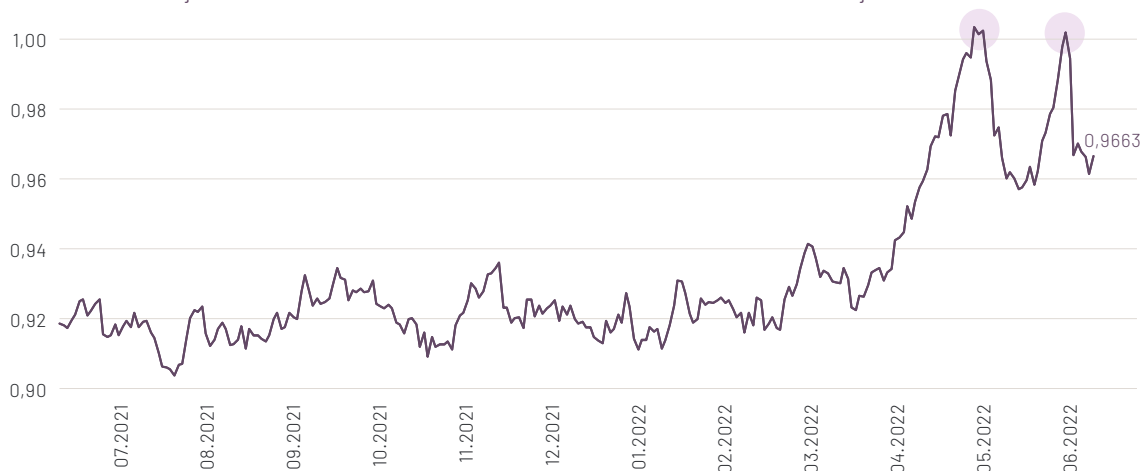
O EUR/USD a 1,0340 será um nível-chave a ser observado.



CHF SE MANTERÁ FORTE

frente ao euro
no curto prazo

GRÁFICO 6: GRÁFICO DIÁRIO USD/CHF, FRANCO SUÍÇO FORTALECIDO APÓS UM BANCO NACIONAL SUÍÇO AGRESSIVO



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

DÓLAR

Estimulado por expectativas ainda maiores de alta nas taxas de juros do FOMC

O dólar deixou todas as classes de ativos e moedas estrangeiras em seu rastro após a divulgação de um Índice de Preços ao Consumidor marcando uma alta de 40 anos. A caminho de aumento antecipado na taxa de juros adotado pelo Fed ficou ainda mais íngreme, agravando o cenário de chamada de margem efetiva em torno do dólar. Combinado com o contexto geopolítico ainda fragilizado na Ucrânia e o aumento nos preços de energia e de alimentos, o sentimento de aversão ao risco voltou rapidamente.

Apesar do aumento nas taxas de juros ocorrer em paralelo em outros lugares, nenhuma moeda conseguiu até agora resistir à tempestade perfeita que causa o aumento do dólar. No entanto, além deste atual aperto em posições *short* que provavelmente persistirá até o pico do Índice de Preços ao Consumidor dos EUA ou até o FOMC intervir, não podemos descartar a possibilidade de erro de política na forma de uma recessão induzida. Aumentar as taxas de modo agressivo, quando o consumidor norte-americano reduz os gastos, inevitavelmente levará à reconsideração total do desempenho superior do dólar. Mais forte por enquanto, mas com certeza vulnerável no médio prazo, dado o posicionamento atual do mercado e caso o Fed comece a passar uma mensagem menos austera no fim de 2022.

DÓLAR AUSTRALIANO

Política para virar a maré para a moeda AAA na Austrália

A vitória do Partido Trabalhista, que dispõe da maioria para formar o governo, destituindo o Partido Liberal, marca uma mudança política significativa. Por sua vez, o Royal Bank of Australia aumentou as taxas de juros mais do que o previsto, já que o pleno emprego domina na Austrália.

A moeda com classificação AAA estabilizou-se desde então e iniciou uma tendência de alta em relação aos pares asiáticos regionais, à medida que o excedente de conta corrente aumenta para níveis inéditos. O invejável status de comércio australiano estimulado por *commodities* ganhará uma moeda estrangeira significativa que apoiará o dólar australiano. Em uma base cruzada, os agora crescentes diferenciais de taxas de juros em relação aos pares sustentarão o dólar australiano em qualquer queda. Seu status de moeda de *high yield* é um bom presságio para o ressurgimento das jogadas de câmbio de "carry trade".

YUAN CHINÊS

Com ou sem *lockdown*, eis a questão

O yuan chinês, com seu melhor desempenho em moeda mundial desde o fim de abril, agora entrega a coroa ao dólar. Em uma base regional na Ásia, a China parece não estar disposta a enfrentar pressões relativas de valorização, já que o concorrente Japão desvaloriza efetivamente o iene de forma agressiva por meio do controle manipulado da curva de rendimentos. O pico de 8% do Banco Popular da China até a queda aparente em relação ao dólar deve ser visto sob essa ótica, de acordo com o regime de gestão de cesta da Forex de contra seus parceiros comerciais. A estabilidade retornou desde então, já que o par USD/CNY se manteve abaixo de 6,80 desde meados de maio. Ainda não podemos excluir um yuan chinês mais fraco além deste ponto, visto que os diferenciais de taxas de juros para os EUA se ampliam ainda mais nos próximos meses. No entanto, certo relaxamento há muito esperado da rígida política de lockdown para zero COVID nas principais cidades litorâneas chinesas certamente ajudará a dissipar o atual desânimo econômico em torno do PIB. Permanecemos cautelosamente otimistas de que, com o passar do tempo, em tais situações de fraqueza, o yuan chinês continuará a proporcionar estabilidade de diversificação de reservas do Banco Central e a superar ainda mais os concorrentes do G7 de menor rendimento.



PERSPECTIVA MACROECONÔMICA E DE MERCADO



O ciclo
**MACRO-
ECONÔMICO**
deve continuar
a desacelerar

- As narrativas globais continuam a equilibrar as surpresas da inflação com os temores da recessão. O pico da inflação é prolongado até o fim do ano na zona do euro e deve atingir mais de 7% no ano fiscal, antes de recuar para 4% no ano que vem.
- O ciclo macroeconômico deve continuar a desacelerar, próximo à recessão no segundo semestre, e resultar em um crescimento abaixo do potencial em 2023. Mesmo que a zona do euro seja a mais afetada pela crise energética e pelo conflito na Ucrânia, os gastos fiscais devem limitar o risco de recessão a uma recessão técnica. Nos EUA, em grande parte, são as condições financeiras mais restritivas que conduzirão a uma desaceleração tanto do lado corporativo quanto do lado do consumidor, sendo este último também afetado pelo menor poder de compra.
- A normalização monetária continua a se acelerar com o Fed antecipando aumentos mais altos nas taxas. J. Powell parece estar pronto para gerar uma desaceleração e aumentar o desemprego. O Banco Central Europeu sairá das taxas negativas, enquanto a expansão dos spreads cristaliza a ansiedade relativa à sustentabilidade da dívida, pressionando a instituição a intensificar as discussões sobre um mecanismo de proteção para limitar os riscos de fragmentação.
- Os fundamentos corporativos, que permaneceram sólidos até agora, devem começar a mostrar as marcas dessa desaceleração. O crescimento

dos lucros foi revisto em alta após a temporada de resultados do primeiro trimestre de 2022, mas o risco de revisão é iminente. O risco de crédito deve aumentar até 2023, mas permanece contido abaixo dos níveis da recessão passada, com taxas de inadimplência de *high yield* previstas para atingir 4% (longe dos recordes de 2009).

- O regime de mercado embarcou em uma configuração de mercado “*bear market*” sem um ponto de estabilização até agora e sob um regime de volatilidade maior. Até o momento, a correção do mercado tem sido essencialmente causada por um aumento nos juros dos títulos de longo prazo. Agora que os temores de recessão estão em alta e as revisões de rendimentos podem ressurgir, os investidores estão aumentando sua exposição a setores Defensivos e ações de estilo Qualidade.

ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO

- Ações: permanecemos moderadamente expostos com uma abordagem neutra ao risco e uma preferência por ações de estilo *Value* e Qualidade/Defensivas que oferecem dividendos interessantes, que ainda são uma boa proteção contra a inflação. Continuamos subponderados nas ações de estilo *Growth* e nas empresas altamente valorizadas. Reduzimos taticamente o *Value* e aumentamos a Qualidade em um contexto de crescentes temores de recessão. Permanecemos subponderados na zona do euro, neutros a levemente subponderados nos EUA e com maior exposição na China.

- Observamos uma retomada nas ações chinesas, que superaram os mercados norte-americanos no mês passado, recompensando nossa paciência neste mercado, que permanecerá incerto e volátil nos próximos meses. Uma forte retração nas ações de estilo Qualidade desde o começo do ano pode oferecer bons níveis de entrada.
- Renda fixa: mantemos uma posição subponderada na duração, mas recentemente aumentamos nossas posições em títulos da dívida pública de muito longa duração para limitar o *drawdown* em caso de recessão. Permanecemos positivos na estratégia de “comprar e carregar” bonds corporativos com duração moderada. Permanecemos otimistas na dívida subordinada e aumentamos nosso foco em bonds indexados à sustentabilidade - ESG (Meio ambiente, social e governança)- e “Green bonds”.
- Moedas: todos os fatores estão hoje a favor do dólar em relação à maioria das moedas – diferenciais de taxas de juros, fundamentos macroeconômicos, riscos geopolíticos e riscos soberanos/ de fragmentação. Contudo, esses fatores estão relativamente bem cotados e o dólar parece estar no auge, limitado por uma normalização que está se generalizando a um número maior de países.
- Costumamos considerar os ativos reais como uma boa proteção contra a inflação. Em nossa opinião, os investimentos em Infraestrutura estão bem posicionadas para desempenhar este papel, particularmente no contexto em que os investimentos em infraestrutura e transição climática se intensificam. Os bens imobiliários costumavam ter desempenho superior às ações nos anos 1970, mas, para nós, eles entram neste ciclo de normalização monetária em níveis de valorização elevados, com maior vulnerabilidade no mercado residencial dos EUA (porque a taxa de juros de hipotecas de 30 anos excede em muito os rendimentos de aluguel). Permanecemos mais positivos nos setores imobiliário comercial e logístico na Europa. Por fim, o *Private Equity* provavelmente refletirá, em partes e mais gradativamente, múltiplos ajustes de valorização vistos nos mercados públicos. Todavia, esse segmento continua a atrair grandes entradas de capitais enquanto as saídas de fundadores e a desvinculação de negócios não-essenciais (*Carving-out*) continuarão e proporcionarão oportunidades interessantes neste ambiente.

PRINCIPAIS CONVICÇÕES

	POSTURA TÁTICA (CP)	POSTURA ESTRATÉGICA (LP)
RENDA FIXA		
TÍTULOS PÚBLICOS		
Core EUR 10 anos (Bund)	=/-	=/-
EUR periphery	=	=/-
EUA 2 anos	=/+	=/+
EUA 10 anos	=	=
EUR títulos indexados à inflação	=	=
USD títulos indexados à inflação	=/-	=
CRÉDITO		
Investment grade EUR	=/+	=/+
High yield EUR/BB- e >	=	=
High yield EUR/B+ e <	=/-	=/-
Títulos financeiros EUR	=/+	=/+
Investment grade USD	=/+	=/+
High yield USD/BB- e >	=	=
High yield USD/B+ e <	=/-	=/-
DÍVIDA DOS MERCADOS EMERGENTES		
Dívida soberana moeda forte	=	=
Dívida soberana moeda local	=	=
Crédito América Latina USD	=	=
Crédito Ásia USD	=/-	=
Títulos Chineses CNY	=/-	=
AÇÕES		
ÁREAS GEOGRÁFICAS		
Europa	=	=
Estados Unidos	=/+	=/+
Japão	-	-/=
América Latina	-/=	=
Ásia Excl. Japão	=	=
China	=/+	+
ESTILOS		
Growth	-/=	+
Value	=	=
Qualidade	+	=
Cíclico	-	=
Defensivo	=/+	-/=
FOREX		
Estados Unidos (USD)	=	=/-
Zona do euro (EUR)	=	=/+
Reino Unido (GBP)	=/-	=
Suíça (CHF)	=/+	=
Japão (JPY)	=/-	=/-
Brasil (BRL)	=	=
China (CNY)	=/-	=/+
Ouro (XAU)	=	=

Fonte: Indosuez Wealth Management.

08 • Monitor de mercado (moedas locais)

VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS

DADOS A 23 DE JUNHO DE 2022



TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA	RENDIMENTO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS (PBS)	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL (PBS)
Títulos do Tesouro dos EUA de 10 A	3,09%	34,01	157,69
França 10 A	1,97%	45,50	177,10
Alemanha 10A	1,43%	42,90	160,70
Espanha 10A	2,51%	45,80	194,80
Suíça 10A	1,23%	51,00	136,70
Japão 10A	0,23%	-0,50	16,40

TÍTULOS	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Títulos da Dívida Pública de Mercados Emergentes (ME)	34,16	-2,76%	-12,90%
Títulos da Dívida Pública em EUR	202,33	-2,02%	-7,42%
High yield em EUR Corporativo	188,09	-4,01%	-11,95%
High yield em USD Corporativo	290,13	-5,36%	-12,72%
Títulos da Dívida Pública dos EUA	300,55	-1,45%	-6,16%
ME Corporativos	43,19	-3,51%	-15,31%

MOEDAS	ÚLTIMO SPOT	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
EUR/CHF	1,0114	-1,73%	-2,51%
GBP/USD	1,2260	-2,70%	-9,40%
USD/CHF	0,9609	0,10%	5,26%
EUR/USD	1,0523	-1,88%	-7,45%
USD/JPY	134,95	6,16%	17,27%

ÍNDICE DE VOLATILIDADE	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
VIX	29,05	1,55	11,83

ÍNDICES DE AÇÕES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
S&P 500 (EU)	3.795,73	-6,46%	-20,36%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.020,45	-7,20%	-4,93%
Stoxx Europe 600	402,4	-8,07%	-17,51%
Topix	1.851,74	-1,38%	-7,06%
MSCI World	2.549,05	-7,10%	-21,12%
Shanghai SE Composite	4.343,88	8,79%	-12,07%
MSCI Emerging Markets	995,34	-2,70%	-19,21%
MSCI Latam (América Latina)	2.040,53	-16,81%	-4,19%
MSCI EMEA (Europa Oriente Médio, África)	193,61	-7,43%	-29,78%
MSCI Asia Ex Japan	647,69	-0,42%	-17,94%
CAC 40 (França)	5.883,33	-8,22%	-17,75%
DAX (Alemanha)	12.912,59	-9,27%	-18,71%
MIB (Itália)	2.1615,00	-11,94%	-20,96%
IBEX (Espanha)	8.106,4	-8,80%	-6,97%
SMI (Suíça)	10.453,31	-9,04%	-18,81%

COMMODITIES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Barra de Aço (CNY/Tm)	4.289,00	-7,60%	-5,69%
Ouro (USD/Onça)	1.822,77	-1,51%	-0,35%
Petróleo bruto WTI (USD/Barril)	104,27	-8,61%	38,64%
Prata (USD/Onça)	21,042	-4,10%	-9,89%
Cobre (USD/Tm)	8.409,00	-10,09%	-13,49%
Gás natural (USD/MMBtu)	6,24	-29,96%	67,27%

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
O desempenho passado não garante o desempenho futuro.

RETORNOS MENSAIS SOBRE INVESTIMENTO, EXCLUÍDO DIVIDENDOS

- FTSE 100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- Stoxx Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

MARÇO DE 2022	ABRIL DE 2022	MAIO DE 2022	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ACUMULADO ANUAL (23 DE JUNHO DE 2022)
12,25%	0,38%	6,46%	8,79%	-4,19%
3,58%	-1,20%	1,87%	-0,42%	-4,93%
3,15%	-2,40%	0,84%	-1,38%	-7,06%
2,52%	-3,79%	0,69%	-2,70%	-12,07%
0,77%	-4,89%	0,20%	-6,46%	-17,51%
0,61%	-5,23%	0,14%	-7,10%	-17,94%
-2,52%	-5,75%	0,01%	-7,20%	-19,21%
-2,93%	-8,43%	-0,16%	-7,43%	-20,36%
-6,84%	-8,80%	-1,56%	-8,07%	-21,12%
-7,84%	-13,86%	-4,29%	-16,81%	-29,78%

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
O desempenho passado não garante o desempenho futuro.

MELHOR DESEMPENHO
⊕

PIOR DESEMPENHO
⊖



BCE: O Banco Central Europeu, que rege a política monetária do euro e dos países membros do euro.

Blockchain: Tecnologia de armazenamento e transmissão de informação, sob a forma de uma base de dados que tem a particularidade de ser partilhada simultaneamente com todos os seus utilizadores, e que geralmente não depende de nenhum órgão central.

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

Bottom-up (em inglês, cujo significado é «ascendente»): Análises, ou estratégias de investimento, que se concentram em especificidades e contas corporativas individuais, em oposição à análise *top-down* (descendente) que se concentra em agregados macroeconómicos.

Brent: Um tipo de petróleo bruto doce, frequentemente usado como referência para o preço do petróleo bruto na Europa.

Cíclico: Cíclico é um estilo que se refere a empresas dependentes das mudanças na economia de forma geral. Essas ações representam empresas cujos lucros estarão mais altos quando a economia estiver prosperando.

Defensivo: Defensivo é um estilo que se refere a empresas mais ou menos imunes às alterações das condições económicas.

Deflação: A deflação é o oposto da inflação. Ao contrário desta, a deflação se caracteriza por uma queda duradoura e autossustentável do nível geral de preços.

Duração: Reflete a sensibilidade de um título ou fundo de títulos a alterações nas taxas de juros; expressa em anos. Quanto maior a duração de um título, mais seu preço é sensível a quaisquer alterações nas taxas de juros.

EBIT (Earnings Before Interets and Taxes): Refere-se aos lucros gerados antes de quaisquer juros financeiros e impostos serem levados em conta. Pega os lucros e subtrai as despesas operacionais e, portanto, também corresponde a «lucro operacional».

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation): O EBITDA leva em conta o lucro líquido e acrescenta juros, impostos e depreciação. Ele é usado para medir a lucratividade operacional de uma empresa antes de despesas não operacionais e encargos não monetários.

Economia de escala: Diminuição do custo unitário de um produto, que uma empresa obtém ao aumentar a quantidade de sua produção.

ESG: Ambiental, social e governamental.

Estagflação: Se refere a uma economia que passa simultaneamente por um aumento da inflação e uma estagnação na produção económica.

Fed: Reserva Federal dos EUA, ou seja, o banco central dos Estados Unidos.

FMI: O Fundo Monetário Internacional.

FOMC (Federal Open Market Committee): É o órgão de política monetária do Federal Reserve dos EUA.

Futures: Instrumentos financeiros negociados em bolsa que permitem negociar o preço futuro de um ativo subjacente.

Growth: Estilo *Growth* refere-se a empresas com expectativas de crescimento de vendas e de resultados a um ritmo mais acelerado do que a média de mercado. Dessa forma, ações *Growth* geralmente se caracterizam por uma valorização mais alta do que a do conjunto do mercado.

Índice de surpresas económicas: Especifica o nível de desempenho superior dos dados macroeconómicos publicados em relação às expectativas dos previsores (consenso).

Índice dos Gerentes de Compras: PMI - Purchasing Manager Index em Inglês.

IPC (índice de preços ao consumidor): Permite estimar, entre dois dados períodos, a variação do preço médio dos bens e serviços consumidos pelas famílias. É usado como medida de inflação.

IPCC: Sigla em inglês para Painel Intergovernamental de Mudanças Climáticas.

IRENA: Sigla em inglês para Agência Internacional para as Energias renováveis.

ISM: Sigla para Institute for Supply Management (Instituto de Gestão de Suprimentos, em português).

Japanificação da economia: Refere-se à estagnação que a econo-

mia japonesa enfrentou nas últimas três décadas, sendo um termo geralmente aplicado em referência ao receio dos economistas de que outros países desenvolvidos sigam o mesmo caminho.

LPA (Earnings per share): Lucro por ação.

Metaverso: Um metaverso (do inglês *metaverse*, contração de *meta* e *universo*, ou seja *meta-universo*) é um mundo virtual fictício. O termo é regularmente usado para descrever uma versão futura da Internet em que espaços virtuais, duradouros e compartilhados são acessíveis por meio de interação 3D.

Mix de políticas (policy-mix): Estratégia económica que um país adota em função da conjuntura e de seus objetivos, que consiste em combinar política monetária e política orçamentária.

OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económico.

Oligopólio: Uma situação de oligopólio ocorre quando, em um mercado, há um pequeno número de fornecedores (vendedores) com certo poder de mercado e um grande número de demandantes (clientes).

OMC: Organização Mundial do Comércio.

OPEP: Organização dos Países Exportadores de Petróleo; 14 membros.

OPEP+: OPEP mais 10 países adicionais, a saber, Rússia, México e Cazaquistão.

PIB (produto interno bruto): O PIB mede a produção anual de bens e serviços de um país pelos operadores que residem no território nacional.

Ponto base (pb): 1 ponto base = 0,01%.

Ponto de equilíbrio da inflação (ou "inflation breakeven" em inglês): Nível de inflação que equilibra os rendimentos de títulos nominais e títulos indexados à inflação (de vencimento e qualidade idênticas). Em outras palavras, é o nível de inflação no qual, para um investidor, tanto faz possuir um título nominal como um título indexado à inflação. Assim, representa as expectativas de inflação, em uma área geográfica, para um determinado prazo de vencimento.

Poder de precificação: Expressão que designa a capacidade, de uma empresa ou marca, para aumentar seus preços, sem que isso afete a demanda por seus produtos.

Qualidade: Ações de Qualidade referem-se a empresas com lucros mais altos e mais confiáveis, endividamento baixo e outras medidas de rendimentos estáveis e de forte governança. Características comuns das ações de Qualidade são o alto retorno ao patrimônio líquido, a variabilidade da dívida em relação ao patrimônio líquido e a variabilidade dos rendimentos.

Quantitative easing (QE): Um instrumento de política monetária pelo qual o banco central adquire ativos como títulos, a fim de injetar liquidez na economia.

SEC (Securities and Exchange Commission): A SEC é uma agência federal independente com responsabilidade pelo funcionamento ordenado dos mercados de valores mobiliários dos EUA.

Spread (ou spread de crédito): Um *spread* é a diferença entre dois ativos, tipicamente entre taxas de juros, como aquelas de títulos corporativos sobre um título do governo.

SRI: Investimentos Sustentáveis e Responsáveis.

Taxa de swap a termo de cinco anos sobre cinco anos: Métrica de mercado que mede a expectativa de inflação anual média num período de cinco anos a partir de cinco anos no futuro. Dá uma ideia de como as expectativas de inflação podem mudar no futuro.

Uberização: O termo é inspirado no nome da empresa americana Uber, que desenvolve e opera plataformas digitais para conectar motoristas com usuários. Designa um novo modelo de negócio que tira partido das novas tecnologias digitais e que se insere na economia colaborativa ao colocar clientes e prestadores de serviços em contato direto, com um preço de custo reduzido e preços mais baixos.

Value: Estilo *Value* refere-se a empresas que parecem ser negociadas a um preço mais baixo em relação a seus fundamentos. Características comuns das ações *Value* incluem alto rendimento de dividendos, relação baixa de preço sobre o valor patrimonial e relação baixa de preço sobre lucro.

VIX: O índice de volatilidade implícita do índice S&P 500. Mede as expectativas dos operadores de bolsa de 30 dias de volatilidade, com base em opções de índice.

WTI (West Texas Intermediate): Juntamente com o Brent, o WTI é um índice de referência para os preços do petróleo bruto. O WTI é produzido nos Estados Unidos e é uma mistura de vários óleos crus doces.

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Este documento intitulado «Monthly House View» («Folheto») é publicado apenas para fins de comunicação de marketing.

Os idiomas em que é redigido fazem parte dos idiomas de trabalho da Indosuez Wealth Management.

As informações publicadas no Folheto não foram revisadas, nem estão sujeitas à aprovação ou autorização de qualquer autoridade reguladora ou de mercado, em qualquer jurisdição.

O Folheto não é destinado a pessoas de qualquer país em particular.

O Folheto não se destina a pessoas que são cidadãs, domiciliadas ou residentes em um país ou jurisdição onde sua distribuição, publicação, disponibilidade ou uso possam violar as leis ou regulamentos em vigor.

Este documento não constitui ou contém uma oferta ou convite para comprar ou vender qualquer instrumento financeiro e/ou serviço de qualquer natureza. Da mesma forma, ele não constitui, de forma alguma, uma estratégia, recomendação ou assessoria de investimento ou desinvestimento, geral ou personalizada, assessoria jurídica ou fiscal, assessoria de auditoria ou qualquer outra assessoria de natureza profissional. Nenhuma representação é feita quanto à adequação ou adequabilidade de qualquer investimento ou estratégia em relação a circunstâncias individuais, ou de que qualquer investimento ou estratégia constitui assessoria de investimento personalizada para qualquer investidor.

A data relevante neste documento é, salvo indicação em contrário, a data de edição mencionada na última página deste termo. As informações nele contidas são baseadas em fontes consideradas fidedignas. Envidaremos todos os esforços para garantir a pontualidade, precisão e abrangência das informações contidas neste documento. Todas as informações, bem como o preço, as avaliações de mercado e os cálculos aqui indicados estão sujeitos a alteração sem aviso prévio. Os preços e desempenhos passados não são necessariamente um guia para os preços e desempenhos futuros.

Os riscos incluem, entre outros, riscos políticos, riscos de crédito, riscos cambiais, riscos econômicos e riscos de mercado. Antes de realizar qualquer transação, deve consultar seu consultor de investimento e, quando necessário, obter assessoria profissional independente relativamente aos riscos, bem como a todas as consequências jurídicas, regulamentares, de crédito, tributárias e contábeis. É aconselhável entrar em contato com seus consultores usuais para tomar suas decisões de forma independente considerando sua situação financeira particular e seu conhecimento e experiência.

As taxas de câmbio em moeda estrangeira podem afetar adversamente o valor, preço ou receita do investimento, quando este é realizado e convertido de volta para a moeda base do investidor.

CA Indosuez, sociedade francesa, holding do negócio de gestão de fortunas do grupo Crédit Agricole e suas subsidiárias ou entidades relacionadas, nomeadamente CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, suas respectivas subsidiárias, filiais e escritórios de representação, onde quer que estejam, operam sob a marca única da Indosuez Wealth Management. Cada uma das subsidiárias, suas próprias subsidiárias, filiais e escritórios de representação, bem como cada uma das outras entidades da Indosuez Wealth Management, são designadas individualmente por «Entidades» e coletivamente por «Entidades».

As Entidades ou seus respetivos acionistas, bem como seus próprios acionistas, subsidiárias e, mais geralmente, as empresas do grupo Crédit Agricole SA («Grupo») e, respectivamente, seus diretores, gestores seniores ou funcionários podem, individualmente ou em nome e representação de terceiros, realizar transações com os instrumentos financeiros descritos no Folheto, deter outros instrumentos financeiros em relação ao emissor ou ao fiador desses instrumentos financeiros, ou prestar ou procurar prestar serviços de valores mobiliários, serviços financeiros ou qualquer outro tipo de serviço para ou dessas Entidades. Quando uma Entidade e/ou uma entidade do Grupo Crédit Agricole atua como consultor e/ou gestor de investimentos, administrador, distribuidor ou agente de colocação para determinados produtos ou serviços mencionados no Folheto, ou realiza outros serviços em que uma Entidade ou o Grupo Crédit Agricole detém ou pode deter um interesse, direto ou indireto, sua Entidade dará sempre prioridade ao interesse do investidor.

Alguns investimentos, produtos e serviços, incluindo a custódia, podem estar sujeitos a restrições legais e regulamentares, ou podem não estar disponíveis em todo o mundo de forma irrestrita, tendo em conta a lei de seu país de origem ou país de residência, ou de qualquer outro país com o qual possa ter laços. Em especial, os produtos ou serviços apresentados no Folheto não se destinam a residentes dos EUA e do Canadá. Os produtos ou serviços podem ser fornecidos pelas Entidades de acordo com seus preços e condições contratuais, em conformidade com as leis e regulamentos aplicáveis, e sujeitos a suas respetivas licenças. Podem ser modificados ou retirados a qualquer momento sem qualquer notificação.

Entre em contato com seu gerente de relacionamento para mais informações.

De acordo com os regulamentos aplicáveis, cada Entidade disponibiliza o Folheto:

- **Na França:** o Folheto é distribuído pela CA Indosuez, sociedade anônima com capital de 584.325.015 euros, instituição de crédito e corretora de seguros inscrita no Registro de Intermediários de Seguros sob o número 07 004 759 e perante o Registro de Comércio e Sociedades de Paris sob o número 572 171 635, com sede em 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, e cujas autoridades de supervisão são a Autoridade de Controle e Resolução Prudencial (ACRP) e a Autoridade dos Mercados Financeiros (AMF);
- **No Luxemburgo:** o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Europa), sociedade anônima (société anonyme) nos termos da legislação luxemburguesa, com capital social de 415.000.000 euros, com sede social em 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita no Registro de Comércio e Sociedades do Luxemburgo sob o número B91.986, uma instituição de crédito autorizada estabelecida no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **Em Espanha:** o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisionada pelo Banco de Espanha (www.bde.es) e pela Comissão Nacional do Mercado de Valores (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), uma sucursal da CA Indosuez Wealth (Europe), instituição de crédito devidamente registrada no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Endereço: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (Espanha), inscrita no Banco de Espanha sob o número 1545. Inscrito no Registro de Comércio e Sociedades de Madrid, número T 30.176, F 1,S 8, H M-543170, CIF (CNPJ da Empresa): W-0182904-C.

- **Na Bélgica:** o Folheto é distribuído pela sucursal belga da CA Indosuez Wealth (Europe), localizada em 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelas, Bélgica, inscrita no Registro de Sociedades de Bruxelas sob o número 0534 752 288, e inscrita na Banque-Carrefour des Entreprises (base de dados de empresas belgas) sob o número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruxelas), uma sucursal da CA Indosuez Wealth (Europa), com sede em 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita no Registro de Sociedades do Luxemburgo sob o número B91.986, uma instituição de crédito autorizada estabelecida no Luxemburgo e supervisionada pela autoridade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

- **Na Itália:** pela CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal da Itália com sede em Piazza Cavour 2, Milão, Itália, registrada no Register of Banks no. 8097, código tributário e número de registro no Registro de Empresas de Milão, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157;

- **Na União Europeia:** o Folheto pode ser distribuído pelas Entidades da Indosuez Wealth Management autorizadas a fazê-lo ao abrigo da Prestação Gratuita de Serviços;

- **Em Mônaco:** o Folheto é distribuído pela CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Mônaco, registrada no Registro de Indústria e Comércio de Mônaco sob o número 56500341, acreditação: CE/2012-08;

- **Na Suíça:** o Folheto é distribuído pela CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genebra, e pela CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, bem como por suas respetivas sucursais e/ou agências suíças. O Folheto é material de marketing e não constitui o produto de uma análise financeira. Nos termos das diretivas da Associação Suíça de Banqueiros (ASB) relativa à independência da análise financeira, tal como concebida pela lei suíça. Consequentemente, essas diretivas não são aplicáveis ao Folheto;

- **Em Hong Kong Região administrativa especial:** o Folheto é distribuído pela filial de Hong Kong da CA Indosuez (Switzerland) SA, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Nenhuma das informações contidas no Folheto constitui uma recomendação de investimento. O Folheto não foi encaminhado à Comissão de Valores Mobiliários e Futuros (SFC) ou a qualquer outra autoridade reguladora em Hong Kong. O Folheto e os produtos que ele menciona não foram autorizados pela SFC nos termos das Seções 103, 104, 104A ou 105 da Lei de Valores Mobiliários e Futuros (Cap. 571) (SFO). O Folheto só pode ser distribuído a Investidores Profissionais [conforme definido pelo SFO e pelas Regras de Valores Mobiliários e Futuros (Investidor Profissional)(Cap. 571D)];

- **Em Singapura:** o Folheto é distribuído pela filial de Singapura da CA Indosuez (Switzerland) SA, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapura 068912. Em Singapura, o Folheto destina-se apenas a pessoas consideradas como pessoas de alto património líquido, de acordo com a Diretriz FAA-G07 da Autoridade Monetária de Singapura (MAS), investidores credenciados, investidores institucionais ou investidores especializados, conforme definido pela Lei de Valores Mobiliários e Futuros, Capítulo 289 de Singapura. Para quaisquer perguntas relativas ao Folheto, os destinatários em Singapura podem entrar em contato com a filial de Singapura da CA Indosuez (Switzerland) SA;

- **Em Dubai:** o Folheto é distribuído pelo escritório de representação de Dubai da CA Indosuez (Switzerland) SA, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423, Emirados Árabes Unidos. A CA Indosuez (Switzerland) SA opera nos Emirados Árabes Unidos (EAU) através do seu escritório de representação, que está sob a autoridade de supervisão do Banco Central dos EAU. De acordo com as regras e regulamentos aplicáveis nos EAU, o escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA não pode exercer nenhuma atividade bancária. O escritório de representação só pode comercializar e promover atividades e produtos da CA Indosuez (Switzerland) SA. O Folheto não constitui uma oferta a pessoa determinada ou ao público em geral, nem um convite para apresentar uma oferta. É distribuído em uma base privada, e não foi revisado ou aprovado pelo Banco Central dos EAU ou outra autoridade reguladora dos EAU;

- **Em Abu Dhabi:** a Brochura é distribuída pelo escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirados Árabes Unidos. A CA Indosuez (Switzerland) SA opera nos Emirados Árabes Unidos (EAU) através do seu escritório de representação, que está sob a autoridade de supervisão do Banco Central dos EAU. De acordo com as regras e regulamentos aplicáveis nos EAU, o escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA não pode exercer nenhuma atividade bancária. O escritório de representação só pode comercializar e promover atividades e produtos da CA Indosuez (Switzerland) SA. O Folheto não constitui uma oferta a pessoa determinada ou ao público em geral, nem um convite para apresentar uma oferta. É distribuído em uma base privada, e não foi revisado ou aprovado pelo Banco Central dos EAU ou outra autoridade reguladora dos EAU;

- **Outros países:** as leis e regulamentos de outros países também podem limitar a distribuição deste Folheto. As pessoas de posse deste Folheto devem informar-se sobre quaisquer restrições legais e respeitá-las.

O Folheto não pode ser fotocopiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, seja de que forma for, sem o acordo prévio do seu Banco.

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA/todos os direitos reservados.

Fotos: Getty Images.

Editado de acordo com 23.06.2022.

