

GLOBAL OUTLOOK 2023

O FIM DA GLOBALIZAÇÃO?



•O fim da globalização?

Global Outlook 2023

• Índice

01• Editorial	4
O FIM DA GLOBALIZAÇÃO?	
02• Principais mensagens	6
03• Foco	8
A VOLTA DAS FRONTEIRAS	9
REGIONALIZAÇÃO DAS CADEIAS DE SUPRIMENTOS – MITO OU REALIDADE?	13
MERCADOS EMERGENTES: DESGLOBALIZAÇÃO DO COMÉRCIO OU DESENVOLVIMENTO DO MERCADO INTERNO E DE SERVIÇOS?	17
RUMO A UMA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA E DO FINANCIAMENTO DOS PAÍSES?	22
A DESGLOBALIZAÇÃO OFERECE OPORTUNIDADES PARA AS AÇÕES NACIONAIS?	27
RETORNO DO PRÊMIO DE RISCO SOBERANO E DAS DIVERGÊNCIAS MONETÁRIAS?	31
04• Macroeconomia	34
CRESCIMENTO GLOBAL MODERADO, DIVERGÊNCIA CRESCENTE DE POLÍTICAS PÚBLICAS	35
05• Alocação: cenário para 2023	40
IMPACTO NAS PRINCIPAIS CLASSES DE ATIVOS	41
06• Presença internacional	44
07• Glossário	46
Termo de responsabilidade	48

01 | Editorial

O FIM DA GLOBALIZAÇÃO?

A ideia de desglobalização se tornou *mainstream*? Qualquer narrativa que entra em voga corre o risco de ter seu uso exagerado de maneira um tanto categórica, levando-nos a sair do pensamento racional e ingressar no terreno dos slogans políticos.

Pois foi daí que nasceu essa ideia programática: um projeto emanado de movimentos altermundialistas, que defendem um dismantelamento, ou uma reestruturação, de uma globalização contestada por seus efeitos sobre as desigualdades, o meio ambiente ou a soberania fiscal e monetária de um determinado país.

Inicialmente sinônimo de radicalismo, esta ideia passou, desde 2016, a ocupar um lugar central no debate econômico e político, e o fenômeno se intensificou desde a pandemia da COVID-19. O ponto comum entre o Brexit e a vitória de Donald Trump foi a expressão de revolta da classe média contra as elites tradicionais, autores e atores desta globalização, e que haviam aceitado uma desindustrialização desenfreada.

Esses movimentos políticos representaram, provavelmente, um ponto de virada na crescente aceitação desta ideia de desglobalização entre as elites. E isso faz muito sentido: a globalização dos anos 1990 foi desejada e iniciada pelos Estados Unidos, mas deixou de ser vantajosa para este país, e isso muda a situação. Em suma, falar sobre desglobalização em Washington ou em Davos significa suscitar a questão da perda da liderança norte-americana e da ascensão da China.

E, quando o impacto social da globalização acaba por abalar nossos sistemas políticos, e vem desafiar o poder em vigor, torna-se imperativo rever os termos da equação. Assim, agora está em jogo tanto a preservação de um modelo industrial nas sociedades ocidentais quanto a sobrevivência da democracia liberal moderada, cuja ascensão se baseou, por mais de um século, na emergência de uma classe média, principalmente após 1945. Reconhecer que há polarização política e perda de influência dos partidos tradicionais moderados, e seus transtornos face a candidatos facilmente rotulados como "populistas", acaba por levar ao questionamento sobre os vínculos entre globalização, distribuição de riquezas e modelo político.

Segundo Carmen Reinhart, a COVID-19 foi “o último prego no caixão da globalização” (21 de maio de 2020). Diante de uma pandemia que expõe nossas dependências e nossas vulnerabilidades, chegou agora a hora da autonomia estratégica. A globalização das cadeias de produção e de suprimentos, defendida até aqui por grandes grupos internacionais, passou a ser uma espécie de armadilha. Desde então, a desglobalização invadiu as salas dos conselhos de administração para imediatamente dar lugar a slogans e fórmulas como resposta (*nearshoring, friendshoring*¹) sob o risco de apenas substituir uma dependência por outra.

Na realidade, o último prego foi a eclosão da guerra na Ucrânia, acabando com qualquer ideia de globalização feliz, ou de paz mundial após a guerra fria. Este conflito precipitou a emergência de falhas tectônicas a nível geopolítico, e acentuou a urgência de a Europa ser menos dependente da Rússia a nível energético, mas também mais autônoma a nível militar. Com, ainda, o paradoxo para a Europa de ter que comprar seu gás mais longe no curto prazo enquanto acelera sua transição energética. As considerações sobre o meio ambiente (parcialmente na origem dos primeiros movimentos anti-OMC (Organização Mundial do Comércio) em Seattle no ano de 1999) estão no centro do debate: produzir energia renovável em vez de importar gás, reciclar em vez de continuar a importar produtos descartáveis. Mesmo que todos estejam cientes de que, tal um “rei morto, rei posto”, uma dependência substitui a outra, e que a eletrificação de nossas matrizes energéticas depende da importação de outras *commodities*.

Esse conflito e as sanções que o acompanham parecem ter quase invertido a ordem de prioridades entre política e economia. Há três décadas que o Ocidente estava evoluindo em um mundo no qual as relações diplomáticas (especialmente com a China) eram determinadas por considerações econômicas (assinatura de contratos, exportação, se beneficiar do *boom* chinês).

Agora, as capacidades de produção e comercialização são determinadas por considerações políticas e geopolíticas. É neste ponto que o assunto se torna muito concreto: onde deveremos produzir amanhã? Com quem poderemos comercializar? Como integrar as considerações geopolíticas a longo prazo nas decisões de localização de uma fábrica ou na escolha de um parceiro? Podemos continuar a investir em todos os mercados emergentes do mundo, como fizemos no passado? As interdependências comerciais, industriais e tecnológicas são fortes demais para voltar atrás? Os países ocidentais dependem tanto assim da poupança acumulada na Ásia e no Oriente Médio?

A partir de um simples slogan, esta parece ter se tornado ao longo dos anos uma afirmação da realidade, que é por vezes um pouco rápida e caricatural demais para ser verdade: já estamos em uma fase de desglobalização. Prova disso é a redução do percentual do comércio no PIB global ou a realocação da produção. Porém, como em qualquer narrativa de fácil aceitação, há um risco de distorção da realidade. O que realmente está por trás desse slogan ou dessa crescente preocupação das elites?

É este o objetivo deste *Global Outlook*: tentar decodificar, sob vários ângulos, o grau de realidade de uma tendência para a globalização, que certamente não é tão irreversível quanto se acredita, mas cuja reconfiguração talvez não constitua um refluxo. Os desafios parecem importantes o suficiente, tanto no plano econômico quanto industrial e financeiro, para dedicarmos as páginas seguintes a eles.

Boa leitura a todos.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

1 - Termo utilizado pela secretária do Tesouro dos Estados Unidos, Janet Yellen, que significa um compromisso de trabalhar com (ou transferir a atividade para) países que «subscvem e aplicam rigorosamente um conjunto de normas e valores sobre como operar na economia mundial e sobre como administrar o sistema econômico global.

02 |

Principais mensagens

QUADRO GEOPOLÍTICO

- Um mundo mais fragmentado, caracterizado pelo enfraquecimento das instituições internacionais e pelo crescimento dos conflitos, que o aumento do risco geopolítico veio colocar em evidência.
- Novas linhas divisórias no mundo, com maior risco de polarização entre os Estados Unidos e a China.
- Uma nova moldura para os investidores e para as empresas, que deverão integrar ainda mais os riscos associados ao país e o escopo geopolítico em suas decisões.

COMÉRCIO

- Uma clara tendência para a diminuição do peso do comércio no PIB e um número considerável de medidas protecionistas.
- Dados recentes, ainda afetados pelos anos da COVID-19 e por uma desaceleração do comércio, não refletem necessariamente uma desglobalização, mas antes uma importância crescente dos serviços nos mercados emergentes.

- A busca por autonomia estratégica, assunto em alta na Europa também está forte na China, que busca substituir as importações por produção interna.

CADEIAS DE VALOR

- Cadeias de valor desestabilizadas pela COVID-19 e, agora, pelo conflito na Ucrânia, além das sanções ou restrições às exportações.
- Busca por menor dependência nos suprimentos, que não leva tanto à desglobalização, mas mais a uma reconfiguração regional das cadeias de valor.
- Transformação de modelos energéticos, contribuindo para diminuir a importância do comércio, com substituição progressiva das energias fósseis por energias renováveis.
- Tendências que contribuem com o aumento da inflação estrutural e com menores retornos sobre o capital investido (maiores estoques, custos de produção mais elevados).

FINANCIAMENTO PÚBLICO E GLOBALIZAÇÃO DA POUPANÇA

- Há vários modelos diferentes, entre os Estados Unidos (financiados por fundos de pensão e países exportadores), a Europa (refinanciada pelo modelo regulamentado de *bancassurance*²) e a Ásia (China e Índia financiadas por poupanças internas significativas).
- Não se observa uma tendência de nacionalização de poupança interna, nem de utilização mais orientada das reservas cambiais no contexto da rivalidade sino-americana.
- No entanto, o fim do afrouxamento quantitativo suscita a questão da dependência dos países em relação ao financiamento. A credibilidade das políticas orçamentárias e a autonomia das políticas monetárias se tornaram essenciais para a capacidade de refinanciamento internacional.

MERCADOS DE CÂMBIO

- O atual domínio do dólar antecede em 40 anos (1945) a chegada da segunda globalização e nunca foi questionado, nem com o fim de Bretton Woods nem com a ascensão da China como potência dominante do século XXI.
- Contudo, a regionalização do comércio e a multiplicação das transações realizadas em outras moedas poderão dar origem a um mundo com vários blocos de moedas.
- A perda da condição de moeda de reserva do dólar seria um fator destabilizador para a esfera financeira, tornando os desequilíbrios da economia dos Estados Unidos mais custosos.

TÍTULOS GLOBAIS CONTRA AÇÕES NACIONAIS

- Os setores expostos ao crescimento mundial do consumo e baseados em uma produção transferida para países emergentes têm revelado maior vulnerabilidade às rupturas de abastecimento e aos custos de produção e de transporte cada vez maiores.
- As ações nacionais também são uma maneira de se posicionar em vários setores que se beneficiam das tendências atuais, como a transição energética e a robótica, sem, no entanto, pôr em causa o poder dos líderes tecnológicos e nem as marcas *premium* mundiais com forte poder de precificação.

PERSPECTIVAS DE 2023

- Crescimento mundial afetado por tensões geopolíticas e energéticas e pelo impacto da inflação e do aumento das taxas de juros sobre a demanda.
- Um cenário altamente incerto, com recuperação da China que tarda, a Europa atormentada pela recessão, mas caracterizada por forte apoio fiscal, e os Estados Unidos aparentemente escapando da recessão, mas não conseguindo escapar de um enfraquecimento do investimento e do consumo.
- Inflação mais persistente no curto prazo, cujo componente estrutural será mais elevado, devido a uma reconfiguração das cadeias de valor e do custo da transição energética.

ALOCAÇÃO DE ATIVOS

- Interdependências ainda fortes, originando desequilíbrios, do plano comercial até questões de financiamento da dívida, passando pela tecnologia e pela energia: importância, nesse contexto, das temáticas energética, ambiental e robótica.
- Um escopo macrofinanceiro que marca o ressurgimento do rendimento e da renda fixa após uma década impulsionada pelo crescimento e pelas ações.
- Incorporação de um maior prêmio de risco associado ao país por parte dos mercados e uma diversificação geográfica que se reforçará nas alocações, com países terceiros que podem se beneficiar deste novo contexto energético e geopolítico.
- Rumo a uma recalibração estrutural da exposição à China nas carteiras, inicialmente impulsionada por tendências seculares, mas afetada pelos desafios econômicos nacionais e pela estrutura política e geopolítica transformada.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

03 | Foco

A globalização não se limita a uma intensificação do comércio e dos investimentos internacionais, mas assume uma forte dimensão geográfica, mais facilmente perceptível em sua terminologia anglo-saxônica (de que deriva o termo em português) traduzindo a unificação do espaço e a eliminação das fronteiras. Embora este ponto ainda seja um dos pilares de um espaço como a União Europeia, fica claro que a tendência é de volta das fronteiras.

A queda do muro de Berlim devia, supostamente, ter inaugurado um mundo unipolar, sem fronteiras, dominado pelos Estados Unidos, cuja hiperpotência prefigurava uma *pax* americana duradoura. As instituições internacionais, construídas em 1945, ganharam novo ímpeto na década pós-Guerra Fria. O momento era propício à construção de espaços políticos transnacionais, caracterizados pela supressão, parcial ou substancial, das fronteiras no interior destas zonas (União Europeia, NAFTA³, Mercosul⁴). Uma data altamente simbólica foi a assinatura dos acordos de Schengen em 1990, estopim da abertura das fronteiras em 1993. Por sua vez, os Estados Unidos estabeleceram o NAFTA, com o México e o Canadá, em 1992.

UMA NOVA DEFINIÇÃO DOS ESTADOS-NAÇÕES

Esta temática da possível eliminação das fronteiras foi amplamente conceitualizada nos anos 1990, especialmente por Bertrand Badie (*O fim dos territórios*, 1995), que observou o questionamento das fronteiras territoriais como expressão da soberania de um país. Esta era então redefinida como um conjunto de elementos combinando poder comercial, tecnológico e *soft power*⁵ cultural, ao mesmo tempo que o poderio militar se expressava prioritariamente pela capacidade de projeção rápida de um exército em vários terrenos simultaneamente, a milhares de quilômetros de distância. Paralelamente, a noção clássica de Estado-nação parecia ser questionada por uma diluição da soberania em um federalismo europeu. A defesa da fronteira física de um país parecia ter deixado de ser o desafio principal para os generais, e a resposta à questão de nossa segurança se encontrava agora a longa distância, de campos de treinamento ao financiamento do terrorismo, passando pela criminalidade cibernética. A guerra clássica, definida como uma afronta direta para conquistar um território ou defender uma fronteira, era vista como obsoleta.

Desde então, temos presenciado um duplo fenômeno: um aumento significativo da circulação de bens e pessoas ao redor do mundo (interligação das cadeias de valor, turismo global de massa, migrações econômicas) de um lado e, paralelamente, um questionamento da noção de eliminação das fronteiras.

UM FREIO À ELIMINAÇÃO DAS FRONTEIRAS

Por vezes, os primeiros questionamentos sobre as fronteiras vieram até dos próprios países que estiveram na origem de seu projeto de eliminação, seja para suspender Schengen ou para propor sua modificação ou desaparecimento. Foi o caso da França durante os ataques terroristas de 1995 ou da Alemanha e da Áustria face à onda migratória de 2015. A intensificação da crise migratória no Mediterrâneo claramente colocou a questão das fronteiras externas e internas da União Europeia no centro dos debates do Conselho Europeu e no centro do debate político italiano, a península que possui a maior costa mediterrânea da União Europeia.

A eleição de Donald Trump e o referendo do Brexit em 2016 marcaram uma nova etapa do regresso das fronteiras, tanto em termos imaginários (muro contra a imigração mexicana) quanto reais (saída da União Europeia). As fronteiras e os migrantes provenientes da União Europeia constituíram uma questão central no debate sobre o referendo. Pela primeira vez, era concebível imaginar a saída de uma união aduaneira e de um mercado único. Foi um teste, em tamanho real, das consequências do fechamento das fronteiras, com um retorno da inflação e da escassez de mão de obra. Além das questões britânicas específicas deste referendo, assistimos a várias tentativas secessionistas e regionalistas (da Escócia à Catalunha), que demonstram que o retorno das fronteiras também é uma resposta ao desconforto da identidade em uma globalização cultural.



GLOBALIZAÇÃO
dos anos 90:
QUESTIONAMENTO
DAS NOÇÕES
de fronteira
e de estado-nação

3 - NAFTA: Sigla em inglês para Tratado Norte-Americano de Livre Comércio, que se tornou USMCA, sigla em inglês para Acordo Estados Unidos-México-Canadá.

4 - Mercosul: aliança comercial estratégica entre alguns países da América do Sul: Argentina, Brasil, Paraguai, Uruguai.

5 - O *soft power* (que pode ser traduzido como «forma sutil» ou «poder de convencimento») é um conceito utilizado em relações internacionais.



Ainda que a “globalização não seja culpada” (Paul Krugman) de todas as tensões culturais, políticas e sociais dos países ocidentais em 15 anos (a revolução tecnológica também é responsável pelo agravamento das desigualdades), nota-se que a eliminação das fronteiras externas dos países tem sido acompanhada pelo (re)nascimento das fronteiras internas. Os conceitos dualistas se multiplicaram para caracterizar este fenômeno: *insiders* contra *outsiders* (Londback/Snowier 1985) quanto ao mercado de trabalho, e *anywhere* contra *somewhere* (David Goodhart, *The road to somewhere*, 2017) em termos de identidade e de política, descrito também nos livros *La France périphérique* (Christophe Guilluy, 2014) e *L’archipel français* (Jérôme Fourquet, 2019). À medida que esta polarização interna é acompanhada por uma crescente conscientização dos lucros mal divididos da globalização (e do progresso técnico), o discurso de reconstrução das fronteiras externas na esperança de reconstruir a unidade nacional encontra, obviamente, um forte eco político. É algo que não deixa de ter consequências no terreno geopolítico, fragilizando organizações políticas transnacionais, filosofias de multilateralismo e de cooperação internacional, ou mesmo a participação em qualquer lógica de segurança coletiva.

DA FLUIDEZ À SEGURANÇA

A crise da pandemia abalou nossos conceitos de fronteiras surgidos nos anos 1990, especialmente a passagem de um território a outro, uma passagem quase sempre fluida e rápida. Aliás, a primeira resposta à pandemia mostrou o peso de nossos conceitos herdados após 1989 e da polarização e politização das fronteiras: de um lado, a ideia de que o fechamento das fronteiras para proteger sua população seria perigoso e, de outro, a ideia de que os riscos sempre vêm do exterior. A França e outros países da União Europeia recusaram inicialmente fechar suas fronteiras no início da pandemia. Porém, rapidamente se normalizou a ideia de que a proteção sanitária justificava um ato dessa natureza, especialmente diante das medidas implementadas pela China, pelos Estados Unidos e pelo Reino Unido. Assim, há claramente um antes e um depois nesta frente, e a ideia de fechar suas fronteiras face a uma ameaça externa poderá ser repetida. As consequências econômicas são, naturalmente, significativas, gerando tanto rupturas nas cadeias de suprimentos quanto escassez de mão de obra em alguns países.

Esta era marca ainda a volta de aumentos dos orçamentos militares, após várias décadas de baixa, com o retorno das fronteiras mudando a alocação de recursos em vários países. Isto representa o fim dos dividendos da paz: caso os principais países do mundo tenham que dedicar 3% ou mais de seu PIB à sua defesa, ou para fornecer ajuda à Ucrânia, esses serão valores não alocados a investidores em prol da inovação ou da educação, provavelmente afetando no longo prazo nosso crescimento potencial.

Essa rivalidade também leva à construção de fronteiras capitalistas (cotação de empresas chinesas no mercado de ações dos Estados Unidos) ou tecnológicas (semicondutores). A rivalidade sino-americana continuará a ser o pano de fundo do quadro geopolítico deste novo século, mas este último não limita esta suposta bipolaridade, que, na prática, não se aplica a todo o mundo.

O último combustível para alimentar o regresso das fronteiras é a luta contra o aquecimento global, que questiona a continuação da deslocalização, já que esta é mais cara e percebida como ambientalmente perigosa. Após várias décadas marcadas por uma agenda de livre comércio, a Europa muda sua postura, e a ideia de um imposto sobre o carbono aplicado nas fronteiras — sendo eficaz ou não — marca um ponto de virada.

Concluindo, o mundo de hoje mostra uma grande variedade de novas fronteiras, que se entrelaçam sem se sobrepor, e que tendem a se multiplicar: energéticas, comerciais, capitalistas, tecnológicas e geopolíticas. Essas fronteiras tendem a produzir um mundo mais fragmentado, menos legível e menos fluido, com movimentos tectônicos difíceis de prever e com consequências potencialmente pesadas. Este novo mapa do mundo determinará a forma de abordagem dos investimentos internacionais nos próximos anos e marca o retorno do risco país. Em termos concretos, as tentativas de realocação das cadeias de valor fora da China deverão incorporar o futuro de alguns países (vistos como alternativas à China) e seu posicionamento futuro no plano geopolítico.

NOVAS PLACAS TECTÔNICAS

Esta época também marca o surgimento de novas linhas divisórias no mundo. Assim, a lista de países que se recusaram a aprovar as sanções contra a Rússia revela algumas nações que se inspiram em uma tradição de não alinhamento (como a Índia) e outros que estão felizes em continuar a negociar com a Rússia, comprando petróleo que o Ocidente não compra mais. A questão do Oriente Médio — equidistante do Ocidente e da China — está hoje a ser arduamente discutida e disputada. De um lado, estão os Estados Unidos e a Europa, buscando restabelecer laços atualmente distendidos. Do outro lado, está a China, que é um dos principais parceiros na região.

É mais provável que, seguindo o exemplo do Oriente Médio, a China queira se manter a uma distância equivalente dos Estados Unidos e da Rússia, sem jamais dar um passo para assumir o papel de cobeligerante⁶ *de fato*. O país aumentou substancialmente suas compras de energia da Rússia, mas se abstém, de momento, de qualquer cooperação militar. O Ocidente também tenta impor um limite a não ultrapassar, uma forma de impermeabilidade parcial entre China e Rússia. Nesse novo contexto, a China procura convencer o mundo a renunciar a uma retórica de nova guerra fria e busca transferir a responsabilidade para os Estados Unidos, ao mesmo tempo que reivindica um papel de potência regional dominante.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

Novas linhas de
**FRATURAS
GEOPOLÍTICAS
ACENTUADAS**
em 2022

6 - Estados envolvidos em conflito com um inimigo comum, sejam eles aliados ou não.

REGIONALIZAÇÃO DAS CADEIAS DE SUPRIMENTOS – MITO OU REALIDADE?

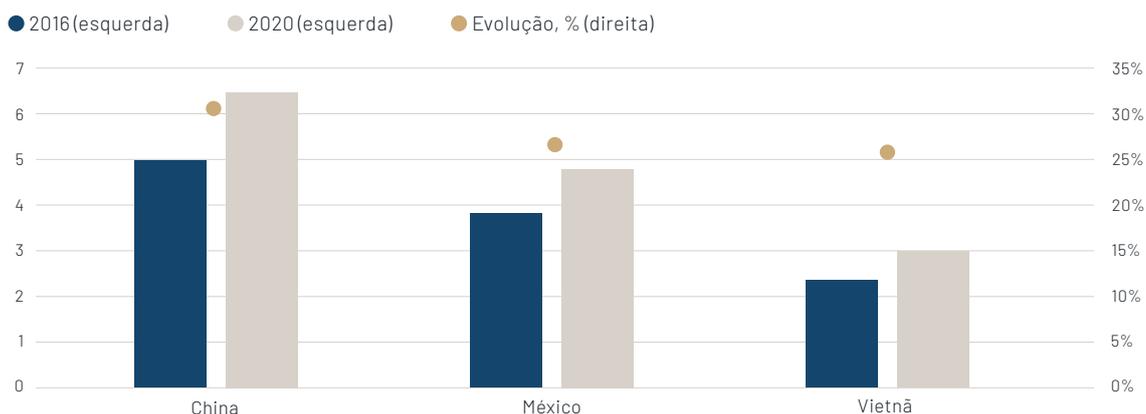
Com os problemas do comércio das empresas multinacionais após a pandemia e a guerra na Ucrânia, ressurgiu o debate sobre as cadeias de valor mundiais (CVM) e os riscos de deslocalização. Até o momento, os dados não são favoráveis a uma maior regionalização, mas a necessidade de favorecer uma pegada mais regional das indústrias se acentuará em alguns setores estratégicos e, geralmente, devido à descarbonização.

O REGIONAL É O NOVO GLOBAL?

A OCDE define regionalização ou *nearshoring* como a decisão de realocar atividades anteriormente deslocalizadas, não necessariamente no país de origem da empresa, mas em um país vizinho. Após anos de deslocalização em grande escala, na esperança de reduzir custos e melhorar a eficiência da produção, as empresas buscam cada vez mais estratégias de abastecimento com maior diversificação e consideram cada vez mais opções para estruturar seus processos de produção. Os responsáveis pela cadeia de suprimentos levam em consideração a evolução ambiental:

- Restrições severas de abastecimento, impostas aos fabricantes durante a pandemia e a guerra na Ucrânia, exigem maior resiliência nas cadeias de suprimentos.
- Mudanças estruturais, com os consumidores assumindo muito mais o papel de mobilizadores da cadeia de valor industrial, ao exigir produtos personalizados, o que requer maior proximidade e flexibilidade na produção.
- Aumento dos custos logísticos, especialmente com critérios de desenvolvimento sustentável e necessidade de considerar melhores condições de trabalho e menores pegadas de carbono.
- Desenvolvimento de novas tecnologias, com uma maior robotização a substituir a mão de obra barata ou pouco qualificada, tornando mais atraentes as cadeias de valor regionais. A consultoria Mckinsey prevê que até 2030 a automação, a inteligência artificial e a fabricação aditiva podem reduzir o comércio mundial de mercadorias em até 10%.
- Os custos por hora de mão de obra na indústria subiram cerca de 30% na China, no México e no Vietnã (gráfico 2). Entretanto, são 75% mais baratos que os dos mesmos setores nos Estados Unidos.
- Por fim, as questões de segurança nacional relativas ao fornecimento de bens estratégicos, tanto em termos de tecnologia quanto de saúde.

GRÁFICO 2: CUSTO POR HORA DA MÃO DE OBRA NA INDÚSTRIA, USD



Fontes: Statistica, Indosuez Wealth Management.

A regionalização é uma forma de solução intermediária, entre a globalização e a deslocalização, que permite aos fabricantes reduzir os riscos mais elevados associados à globalização e, ao mesmo tempo, manter certo grau de diversificação em suas cadeias de valor e reforçar a proximidade com os clientes finais.

REGIONALIZAÇÃO: FATOS E NÚMEROS

Existem ainda poucos dados quando se trata de mensurar o progresso da regionalização, particularmente a nível infranacional. De modo geral, apesar de um aumento significativo do interesse pela regionalização, ainda são poucas as evidências de uma maior regionalização até o momento.

As importações industriais mostraram escassos sinais de desaceleração nos Estados Unidos

Nos Estados Unidos, apesar das múltiplas ações políticas realizadas pelas administrações Obama e Trump no sentido de fortalecer a indústria nacional norte-americana, os fatos dizem o contrário. As importações de produtos manufaturados, em percentual da produção industrial norte-americana total, passaram de 37% no início dos anos 2000 para 54% antes da pandemia.

Distância comercial

Segundo o índice DHL Global Connectedness, os fluxos comerciais têm se estendido por maiores distâncias desde 2004, com uma pausa entre 2012 e 2018 (gráfico 3).

Fora da Ásia, o comércio intrarregional não aumentou de forma significativa durante a última década

Os dados comerciais apresentam uma visão geral do aumento do comércio regional com as quatro grandes regiões do mundo e podemos observar (gráfico 4, página 15):

- A integração regional dos bens é maior entre os países-membros da zona do euro e os países-membros do USMCA⁷, ainda que os dois blocos enfrentem uma tendência de queda desde o início dos anos 2000, com apenas uma recuperação ligeira após a crise financeira mundial.
- O mais forte crescimento do comércio regional ocorreu na região Ásia-Pacífico, e já estava em alta antes da assinatura do tratado comercial RCEP⁸ em 2019. Adicionalmente, o comércio cresce à medida que essas economias crescem e se tornam menos dependentes da demanda das nações mais ricas.
- Por fim, a regionalização parece não ter sido tão bem-sucedida no Mercosul.



O comércio regional foi mais forte na
**REGIÃO
ÁSIA-PACÍFICO**

GRÁFICO 3: DISTÂNCIA MÉDIA PERCORRIDA NO COMÉRCIO DE MERCADORIAS, QUILOMETROS



Fontes: DHL Global Connectedness Index, Indosuez Wealth Management.

7 - USMCA, sigla em inglês para Acordo Estados Unidos-México-Canadá.

8 - RCEP: *Regional Comprehensive Economic Partnership*, parceria econômica abrangente regional, acordo de livre comércio entre quinze países no Oceano Pacífico: Brunei, Camboja, Indonésia, Laos, Malásia, Myanmar, Filipinas, Singapura, Tailândia, Vietnã, Austrália, China, Japão, Coreia do Sul, Nova Zelândia.

Houve, contudo, um sólido crescimento do comércio de mercadorias nessas regiões, mas o crescimento do comércio intrarregional foi inferior ao do comércio total da região. De 2000 a 2021, o aumento do comércio intrarregional da zona do euro foi de 137% frente a 163% do comércio total, o USMCA de 112% frente a 137%, os membros do RCEP de 347% frente a 430% e, por fim, o Mercosul de 115% frente a 296%. Ao mesmo tempo, o comércio com a China aumentou dez vezes nos Estados Unidos e na Alemanha (embora tenha enfraquecido desde 2018). Por último, convém salientar que essas tendências estão exclusivamente relacionadas com a abertura do comércio de mercadorias. O comércio de serviços, em percentual do PIB, aumentou significativamente mais. De acordo com um relatório da McKinsey de 2020, entre os bens comercializados, são frequentemente importados de parceiros regionais os produtos automotivos, químicos, alimentícios e bebidas. Em contrapartida, estão mais sujeitos a um comércio mais longínquo os bens no setor aeroespacial, de equipamentos médicos e de produtos farmacêuticos.

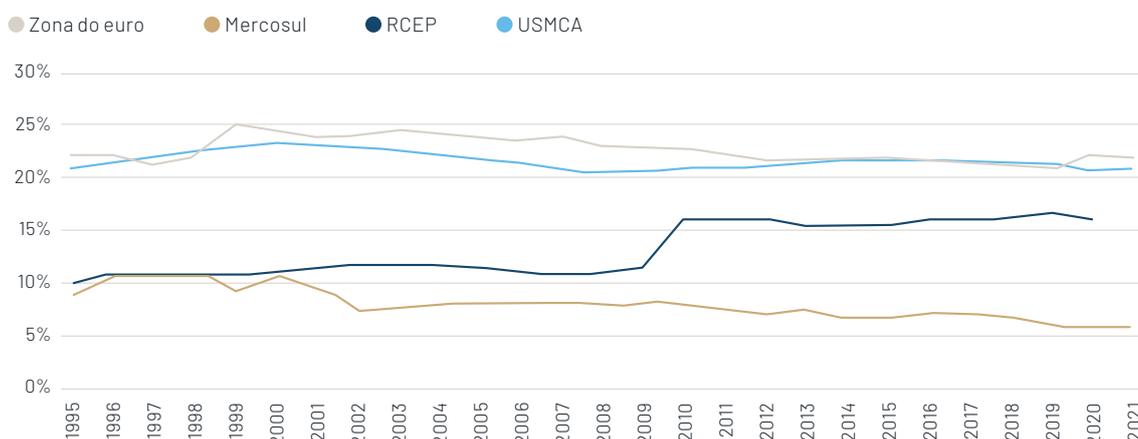
ATÉ AGORA, A PANDEMIA NÃO TEM SIDO O ESTÍMULO ESPERADO PARA A REGIONALIZAÇÃO

De acordo com a Harvard Business Review⁹, na realidade, a pandemia intensificou o comércio de longa distância, com um aumento das exportações asiáticas para responder à demanda. Além disso, o Fundo Monetário Internacional (FMI) observou um aumento, na Europa e nos Estados Unidos, da participação no mercado das indústrias asiáticas.

Para os pesquisadores, isso pode estar relacionado a:

- **A globalização do comércio, que promoveu a especialização e as economias de escala no setor industrial**, permitindo que algumas empresas asiáticas aumentassem suas exportações durante a pandemia. A reconfiguração das cadeias de suprimentos leva tempo para acontecer. Segundo o FMI, os ganhos de participação no mercado da indústria asiática, em meados de 2020, foram significativos e rápidos ao compará-los a padrões históricos, mas também parecem se inverter rapidamente.
- **Aumento do estoque de mercadorias é uma solução de curto prazo mais fácil**. As empresas preferem o aumento dos níveis de estoques e o fornecimento duplo de *commodities* à regionalização das cadeias de suprimentos e à deslocalização da própria produção. De acordo com uma análise industrial da Goldman Sachs (2022), as empresas procuram ter coeficientes de estoques e vendas que são, em média, cerca de 5% mais elevados do que antes da pandemia.
- **Várias consequências da guerra na Ucrânia favoreceram o comércio de longa distância**. Por exemplo, a Europa aumentou as importações de energia provenientes de países mais distantes para reduzir sua dependência da Rússia. Ao mesmo tempo, e apesar das distâncias serem maiores, a Rússia negocia mais com a Ásia do que com a Europa.

GRÁFICO 4: EVOLUÇÃO DO COMÉRCIO INTRARREGIONAL DE MERCADORIAS, % DO COMÉRCIO TOTAL



Fontes: COMTRADE, Indosuez Wealth Management.

9 - Harvard Business Review (maio de 2022) *Trade Regionalization: More Hype Than Reality?*



DESTA VEZ SERÁ DIFERENTE?

A regionalização não assume a mesma importância em todos os setores. Alguns produtos de baixo custo e algumas cadeias de valor longas provavelmente permanecerão, especialmente devido à crescente especialização. Além disso, como destacou a OCDE, a regionalização não é um jogo de soma zero. O *nearshoring* e o *offshoring* podem ser compatíveis e necessários neste ambiente ágil. Algo que ficou claro após a pandemia, é que somente a produção nacional não garantirá a resiliência das cadeias de suprimentos. Apesar disso, a mudança será inevitável para produtos farmacêuticos e semicondutores, por motivos estratégicos.

Por fim, o papel da descarbonização na tendência à regionalização/desglobalização, apesar de progressivo, será inevitável: progressivo porque os investimentos em energias renováveis se enquadram em uma trajetória longa (e ainda mais longa no caso da energia nuclear), mas acabarão permitindo a substituição das importações de energia fóssil por uma energia interna. A descarbonização, em termos de coordenação mundial, representa um problema fulcral. Sem dúvida, um mecanismo de ajuste tarifário às fronteiras será necessário para impedir fugas de carbono para regimes de produção com menor enquadramento legal. Esse mecanismo poderá atuar como mobilizador para uma maior regionalização europeia, ainda que sua aplicação seja complexa.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

MERCADOS EMERGENTES: DESGLOBALIZAÇÃO DO COMÉRCIO OU DESENVOLVIMENTO DO MERCADO INTERNO E DE SERVIÇOS?

A hiperglobalização ocorrida após a guerra fria foi um fator de crescimento notável para os países emergentes devido ao seu papel na cadeia de valor. Embora a pandemia tenha trazido à tona a sensibilidade de suas economias ao comércio global, o relativo enfraquecimento da dinâmica comercial e o questionamento da globalização por alguns operadores levanta a necessidade de que os países emergentes repensem uma grande parte de sua economia.



37%

participação

do comércio na China em relação ao PIB (ANTE 67% EM 2007)

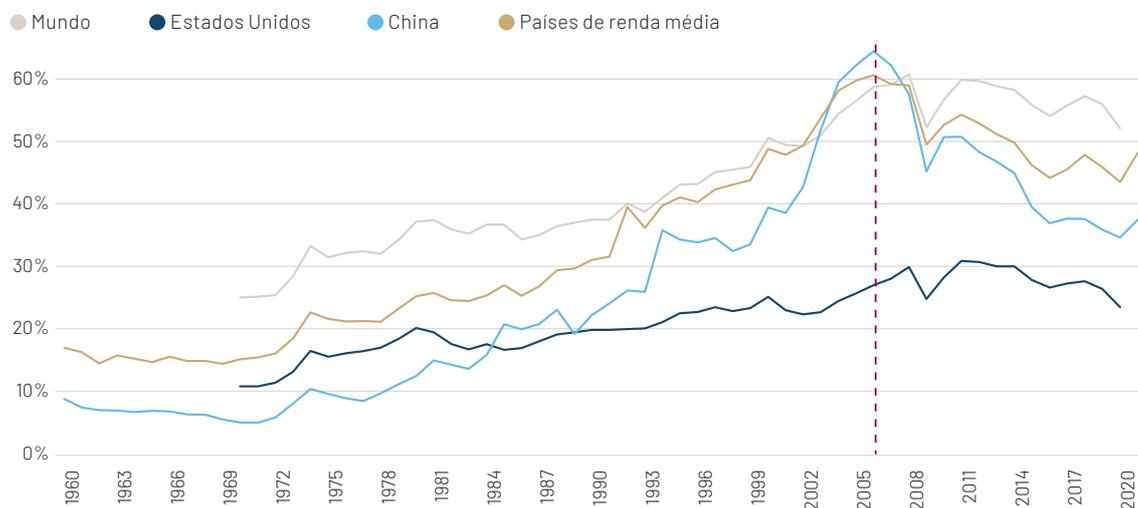
FRAGILIZAÇÃO DO COMÉRCIO MUNDIAL DESDE 2008

Entre 1970 e 2007, a participação do comércio no PIB mundial mais do que dobrou, passando de 20%, no início do período, para 60% na véspera da grande crise financeira. Essa aceleração foi especificamente facilitada pelo desenvolvimento das infraestruturas de transportes e pela transformação das condições de negociação entre os países após o ciclo do Uruguai, quando foi fundada a Organização Mundial do Comércio (OMC). Esse novo quadro lançou as bases de um ciclo de baixa das tarifas aduaneiras (que passaram de uma média de 8,5% no início dos anos 1990 para 2,5% em 2017¹⁰), uma das consequências tendo sido a expansão do comércio internacional.

Em contrapartida, desde 2008, a proporção do comércio sobre a riqueza mundial parece estar atingindo o teto. Os países de renda média, dentre os quais a China, têm visto o maior declínio da participação do comércio em relação ao PIB (de 62%, em 2007, para 37% do PIB, só no caso da China, gráfico 5), ainda que o peso na riqueza mundial tenha crescido (a China representa agora 18,5% do PIB mundial contra 11% em 2007).

Vários argumentos podem explicar esta tendência. Em primeiro lugar, no caso da China, a melhora do nível de vida se reflete no desenvolvimento do mercado interno e dos serviços.

DECLÍNIO NA RELAÇÃO COMÉRCIO/PIB, %



Fontes: Banco Mundial, OCDE, Indosuez Wealth Management.

10 - Banco da Inglaterra (novembro de 2019) *In focus - Trade protectionism and the global outlook*.

Em segundo lugar, a década passada foi marcada pela passagem de um mundo em que a produção era fragmentada, com um número cada vez maior de componentes importados nas economias emergentes, particularmente na Ásia, para serem montados e depois reexportados, para dar lugar a um novo sistema, com maior integração vertical, em que alguns produtos anteriormente importados são substituídos pela produção local. Assim, na China, a participação das importações de componentes diminuiu (Shafaeddin, 2014), o que levou a uma diminuição do diferencial de participação do valor agregado nas importações e exportações chinesas (Kee e Tang, 2014). Esta transformação se reflete em uma desaceleração da expansão das cadeias de suprimentos, que modificou a relação entre crescimento e comércio. Trata-se de um fenômeno discutido mais amplamente em um relatório do Banco Mundial¹¹ que demonstrou que a elasticidade de longo prazo do comércio em relação ao crescimento caiu de 1,5, entre 2001 e 2007, para menos de 1 nos cinco anos seguintes.

Em terceiro lugar, a redução da competitividade em termos de custos, associada à evolução salarial nos países emergentes, e o enfraquecimento da participação dos investimentos (intensivos no comércio) no PIB após 2008 são também fatores adversos ao comércio mundial. Mais recentemente, o retorno da preferência nacional, noção

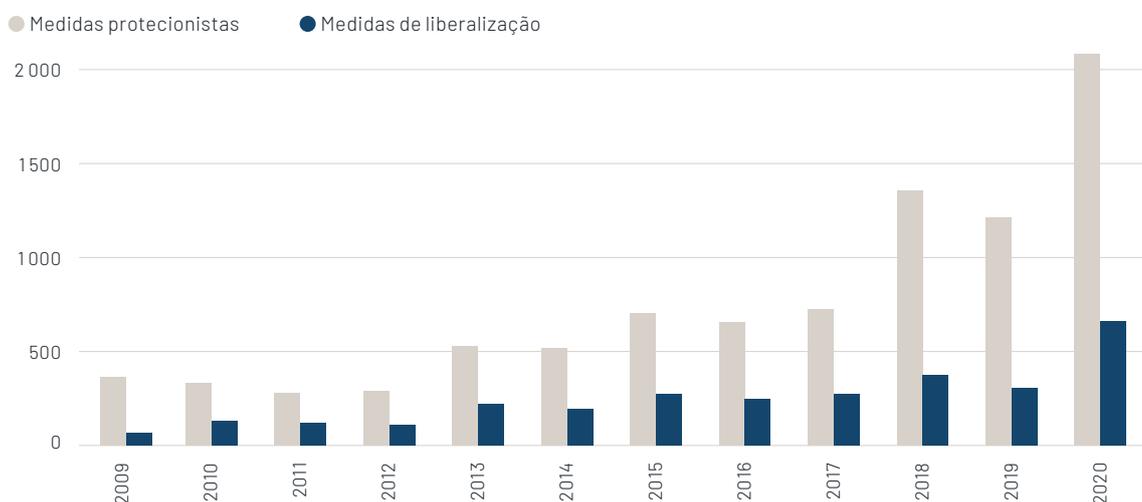
associada à necessidade de autonomia em setores estratégicos, levou a um aumento das tarifas aduaneiras e a várias medidas protecionistas (gráfico 6), tendo por efeito a reavaliação do diferencial entre importações, de um lado, e produção nacional, de outro, geralmente em favor desta última.

ENCONTRAR UMA VIA DE CRESCIMENTO NOS SERVIÇOS

As políticas públicas econômicas dos países emergentes se voltaram há muito tempo para a abertura comercial (introdução de zonas econômicas especiais, subsídios para a indústria manufatureira exportadora) e para o desenvolvimento do setor industrial.

No entanto, esse novo cenário força alguns países a reequilibrar sua matriz de crescimento. A revolução tecnológica, da qual uma das consequências é a robotização e a redução da necessidade de mão de obra barata, redistribui as cartas. Os países emergentes já não podem depender unicamente do comércio internacional para continuarem seus processos de convergência com as economias desenvolvidas.

GRÁFICO 6: ACELERAÇÃO DO NÚMERO DE MEDIDAS PROTECIONISTAS



Fontes: Global Trade Alert, IISD, Indosuez Wealth Management.

11 - C. Constantinescu, A. Mattoo, M. Ruta (2015) *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural*.

As nações que se concentram na renovação de infraestruturas físicas para acelerar a adoção de tecnologias de quinta geração, inteligência artificial e robótica, serão as que estarão mais bem posicionadas no futuro, o que explica o caminho tomado pela China em seu 14º plano quinquenal para acelerar os investimentos nestes setores, em que os ganhos de produtividade são os mais elevados¹².

A melhoria das condições de vida das populações dos países emergentes também deve ser levada em conta pelos governos: desde 2005, a consultoria McKinsey destaca a relação quase linear entre a participação dos serviços na renda global de um país e o PIB por habitante (em paridade de poder de compra).

A redução da pobreza, o aumento da taxa de bancarização e o acesso à internet, combinados com as transferências tecnológicas de que os países emergentes puderam se beneficiar, abriu novas oportunidades nos serviços (gráfico 7). Esses fatores poderão constituir o alicerce de um crescimento econômico mais sustentável, uma vez que a demografia dos mercados emergentes se tornará cada vez menos favorável, o que significa que o crescimento deverá ser cada vez mais baseado em ganhos de produtividade. Convém destacar que, no setor de serviços, os subsetores que registram melhores ganhos de oportunidades não são os maiores criadores de empregos, pelo que é de extrema importância ter uma política pública mais abrangente (educação, serviços sociais, distribuição de renda, entre outros) de forma a integrar toda a população na transformação da economia nacional.

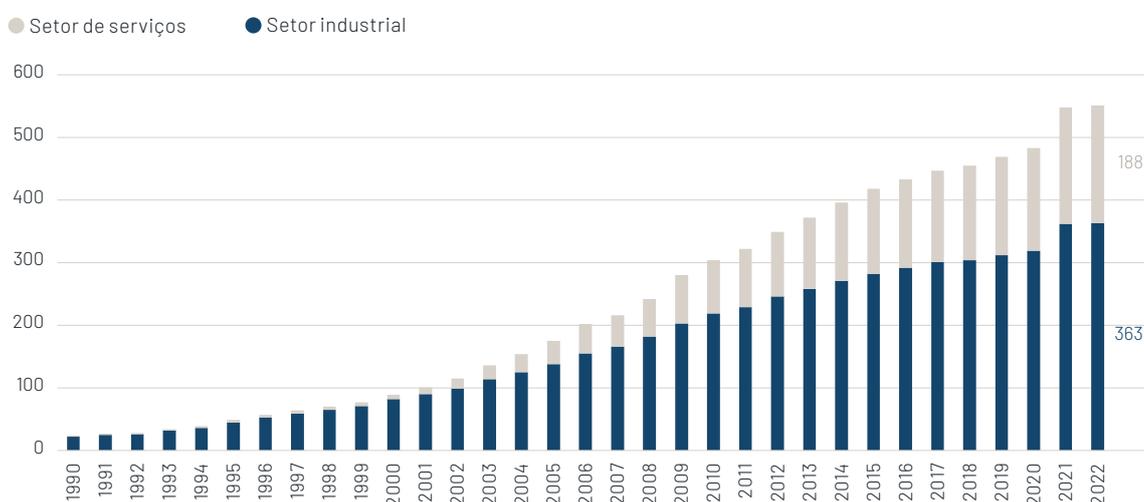
Do ponto de vista do investidor, essa reorientação para os serviços acabará modificando indiretamente a matriz setorial dos índices de ações dos países emergentes. Em 2009, o peso acumulado do setor de energia e de materiais representava um terço do índice MSCI EM, mas passou por um forte declínio desde essa data, favorecendo o consumo discricionário e a tecnologia, cujo peso combinado dobrou (está agora em 33%).

RUMO A NOVAS COOPERAÇÕES ECONÔMICAS

Paralelamente, outras evoluções são produzidas na própria estrutura do comércio internacional, relacionadas a um questionamento mais abrangente da globalização, agravado pela pandemia, e que podem ser encontradas nos seguintes pontos:

- Falta de vontade política, como o fracasso do ciclo de Doha, cujo objetivo era facilitar a integração dos países menos desenvolvidos ao comércio mundial.
- Política comercial norte-americana sob a presidência de Donald Trump (*"America First"*), que reduziu o poder da OMC e transformou os acordos multilaterais (como o NAFTA, transformado em USMCA) ao mesmo tempo que apontava o dedo para a China, acusada de *dumping* e de roubo de propriedade intelectual.
- Vontade de ter uma autonomia econômica para evitar o surgimento de pontos de estrangulamentos (efeitos da COVID-19 e da guerra russo-ucraniana).

GRÁFICO 7: ACELERAÇÃO DE ANÚNCIOS DE ACORDOS COMERCIAIS INTRARREGIONAIS, ESPECIFICAMENTE EM SERVIÇOS



Fontes: WTO, RTA-IS, Indosuez Wealth Management.

12 - Banco da Inglaterra (novembro de 2019) *In focus - Trade protectionism and the global outlook*.



O RCEP
representa
30%
do PIB mundial

Em resposta a essa organização do comércio muito “centrada no Ocidente”, as economias emergentes já criaram novos blocos comerciais de livre comércio (Mercosul iniciado em 1991, Comunidade de Desenvolvimento da África Austral (SADC) criado em 1992). Desde então, essa convergência se acelerou, com a criação, em 2018, da Zona de Comércio Livre Continental Africana e com a entrada em vigor da Parceria Econômica Regional e Global (RCEP) em 2022, que engloba 30% do produto interno bruto mundial e 2,3 bilhões de habitantes (gráfico 8, página 21).

Este último acordo tem como objetivo reduzir 90% das tarifas aduaneiras entre os membros, mas também simplificar as cadeias de suprimentos, cobrindo igualmente os setores de serviços, telecomunicações, investimentos e os direitos de propriedade intelectual. Deste ponto de vista, a tendência é antes para uma reorganização dos fluxos comerciais (com uma participação crescente do fluxo Sul-Sul) e não só um simples acordo de relações comerciais entre países.

QUAIS SÃO OS IMPACTOS?

As últimas crises levaram os países emergentes a se fecharem em si mesmos e a protegerem seus interesses nacionais (redução das exportações indianas de trigo em 2022, reorientação das exportações de *commodities* da Rússia para a Ásia, para escapar das sanções ocidentais). A globalização evoluiu para uma regionalização de interesses econômicos, políticos e sociais. Assim, assistimos à formação de três grandes blocos comerciais, centrados nos Estados Unidos, na Europa e na China-Ásia, cada um com um objetivo de realocar setores sensíveis (tecnologia, saúde, armamento) e uma preferência pelo comércio fronteiriço, acentuada pelo aumento dos custos das *commodities* e de frete.

Isso também se traduz no fim da desinflação importada. Progressivamente, e após terem sido a fábrica de produção do mundo, as economias emergentes estão se voltando para a produção de itens com forte valor agregado, como mencionado acima. Os exemplos dos planos “*Made in China 2025*” e “*China Standards 2035*” ilustram bem esta mudança econômica.

O objetivo do novo projeto é reduzir a dependência nacional de tecnologias avançadas, com o objetivo de se tornar uma potência econômica com foco na produção de alto valor agregado, reativar o crescimento interno e participar na definição de normas internacionais para tecnologias de nova geração. Exemplos inspiradores são o Japão, a Coreia do Sul e Taiwan. As autoridades chinesas querem atingir 40% de fabricação de componentes eletrônicos em 2020, e 70% em 2025, passando a ser líder mundial em 10 setores cruciais, desde equipamentos agrícolas a equipamentos de alta tecnologia, passando por veículos elétricos.

CONCLUSÃO: UMA NOVA ORGANIZAÇÃO DO COMÉRCIO

Não podemos falar de uma autêntica desglobalização do comércio (em valor nominal, o comércio de mercadorias entre países continua a crescer), mas principalmente: i) do novo papel da China no comércio mundial e ii) de uma redefinição das condições do comércio (relacionada, por exemplo, ao aumento do protecionismo) que se reflete em uma nova organização do comércio, sustentada por uma base regional, orientada para o consumo interno e de proximidade nas economias emergentes.

A questão da transição climática será fundamental para determinar uma futura dinâmica comercial: o aumento necessário dos investimentos – que gera antes de tudo mais comércio entre países – deverá ser um fator de sustentação, ao mesmo tempo que o surgimento de novas restrições (taxação do carbono, aumento dos custos das externalidades negativas associadas a desequilíbrios climáticos, segurança do fornecimento de metais da transição ecológica) será a base da redistribuição dos fluxos existentes para novos agentes comerciais (África, América Latina, por exemplo).

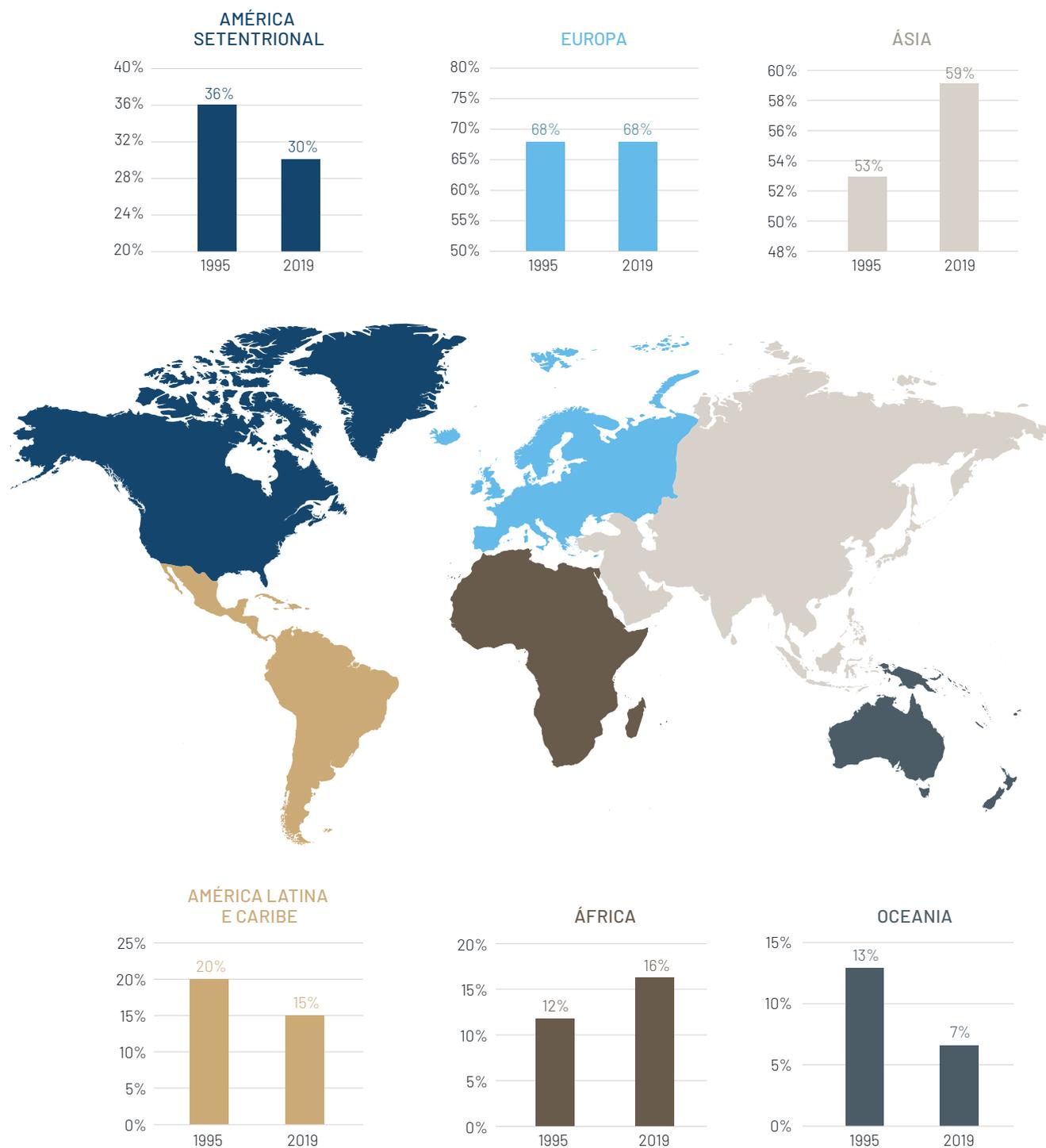


Thierry MARTINEZ
Asset Allocation Portfolio Manager



Adrien ROURE
Investment Strategy Analyst

GRÁFICO 8: AUMENTO DO COMÉRCIO INTRARREGIONAL
NA ÁSIA E NA ÁFRICA, %



Fontes: UNCTADstat, Indosuez Wealth Management.

RUMO A UMA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA E DO FINANCIAMENTO DOS PAÍSES?

O aumento das tensões políticas e a crescente regionalização do comércio suscitam a questão da sustentabilidade da globalização dos fluxos de poupança e de financiamento. A dependência dos investidores internacionais em relação aos títulos do Tesouro norte-americano e/ou produtos de poupança majoritariamente em dólar talvez não seja tão permanente como se pensava, mas a nacionalização dos balanços também envolve riscos que alguns devedores (ainda que com grande liquidez), como os Estados Unidos, talvez não estejam prontos para assumir.

FINANCIAMENTO DOS PAÍSES: IMPACTO DOS SALDOS COMERCIAIS E DAS RESERVAS CAMBIAIS

O domínio do dólar na captação dos fluxos internacionais de poupança se aplica aos investidores institucionais (bancos centrais, fundos soberanos).

Em função dos países, um superávit comercial, quando realizado com bens e serviços denominados em dólares, contribui para o crescimento das reservas no ativo do banco central nacional. Esses excedentes podem ser comercializados em outras moedas que não o dólar. Contudo, as possibilidades de investimento no mercado norte-americano, mais precisamente no mercado de renda fixa, permitem aproveitar as vantagens do mercado mais líquido do mundo, em um dos emissores mais bem classificados, mesmo que não detenham mais a famosa nota AAA desde 2011.

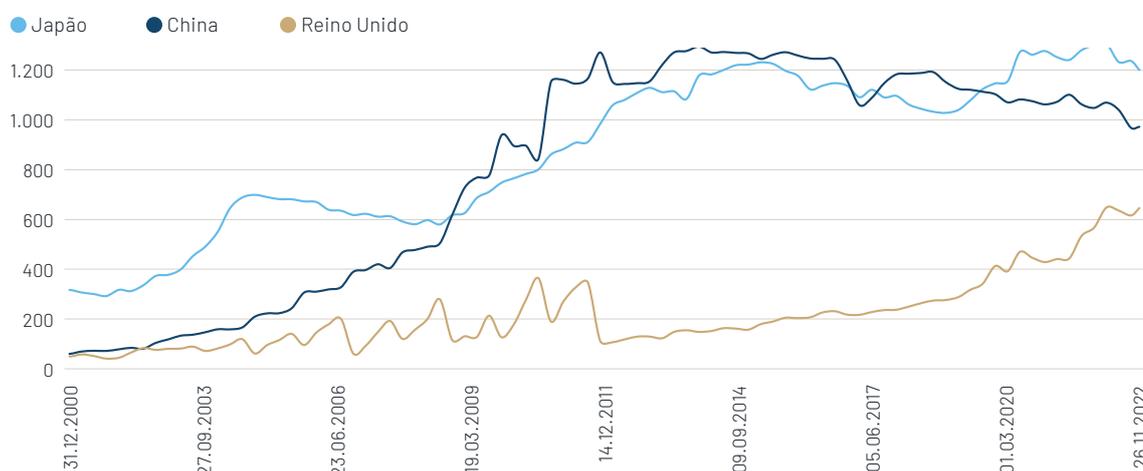
Os países asiáticos detêm enormes quantidades de dívida pública norte-americana (gráfico 9). Isto é tanto uma consequência dos substanciais superávits comerciais com os Estados Unidos quanto a expressão de um desejo de estabilizar suas moedas perante o dólar. O Japão e a China possuem mais de 2,2 trilhões de dólares de um total circulante de 31 trilhões de dólares (fonte: Department of Treasury, Federal Reserve Board). Alguns países também aprenderam com a crise asiática de 1997 e constituíram maiores reservas cambiais.

Contudo, o peso do dólar no balanço dos bancos centrais não tem nada de obrigatório, nem de permanente. Um exemplo é a Rússia, que vendeu todos os seus títulos (cerca de 100 milhões de dólares) desde 2018. Isso muito antes das sanções internacionais reduzirem a capacidade do país usar o dólar como moeda comercial.



**O PESO
DO DÓLAR**
no balanço dos
**BANCOS
CENTRAIS**
não tem nada
de permanente

GRÁFICO 9: RENDA FIXA DOS EUA DETIDA POR BANCOS CENTRAIS ESTRANGEIROS, BILHÕES DE DÓLARES DE TÍTULOS DO TESOURO



Fontes: Federal Reserve Board, Indosuez Wealth Management.

Uma questão que pode surgir é se a redução dos superávits comerciais e a regionalização do comércio pode levar a uma redução desse acúmulo de reservas cambiais (e, por conseguinte, das interdependências financeiras). Na verdade, houve um declínio de 7% das reservas cambiais dos bancos centrais em 2022, mas é algo que antes parece ter sido causado pela mobilização dessas reservas para estabilizar as moedas de muitos países.

Perante esses desdobramentos recentes, talvez venhamos a presenciar várias mudanças:

- O risco de sanções sobre as reservas cambiais (que se tornou real no caso da Rússia) poderá levar a uma menor alocação em dólares nas reservas de alguns bancos centrais.
- A vontade de alguns países passarem a negociar mais fora do dólar (em renmimbi, por exemplo) poderá levar a mais regionalização das reservas cambiais e, por conseguinte, dos circuitos de financiamento.

REGULAÇÃO PRUDENCIAL: FATOR DE LOCALIZAÇÃO DA POUPANÇA?

Após a crise financeira de 2008, os agentes financeiros haviam inventado o termo “Grande Repressão Financeira” para qualificar a onda de regulação que se abateu sobre os bancos centrais, seguradoras e fundos de pensão, com o objetivo de aumentar seus coeficientes de solvência e, assim, contrabalançar, por meio de construção, qualquer nova falha sistêmica.

Esses regulamentos (Basileia IV e Solvency II, especificamente), elaborados por organizações próximas ou publicados pelos próprios governos, levaram as instituições a direcionar uma parte de seus investimentos para a dívida pública mediante uma menor ponderação desta nos cálculos de riscos.

Por exemplo, a reforma dos fundos monetários nos Estados Unidos, implantada pela SEC¹³ em 2016, exige que ativos de elevada liquidez sejam mantidos na carteira. Então, os ativos de maior liquidez são, especificamente, as T-Bills emitidas pelo Tesouro norte-americano.

Com o passar do tempo, a criação monetária se transfere dos bancos centrais para os Estados. Podemos observar esse novo cenário, nitidamente, nos Estados Unidos, com a Direção do Tesouro controlando a liquidez em circulação por meio de sua conta junto ao Fed.

Contudo, e de forma paradoxal, os reguladores europeus também desejavam harmonizar e “desnacionalizar” os balanços dos bancos comerciais europeus (para que os bancos da zona do euro não mantivessem apenas a dívida de seus respectivos países) de forma a reduzir o risco de transmissão sistêmica. Porém, na prática, essa regionalização passa pela emissão de *eurobonds*. Isto traz à tona a questão da coordenação entre as políticas fiscal e monetária.

SUSTENTABILIDADE ORÇAMENTÁRIA E DEPENDÊNCIA INTERNACIONAL

A sustentabilidade da dívida poderá muito rapidamente se tornar uma interrogação para os mercados. O Reino Unido fez esta amarga experiência em setembro de 2022. O anúncio de um plano de redução de impostos, não financiado, por exemplo, por uma redução nos gastos, provocou imediatamente a queda da moeda e o aumento das taxas de juros.

Esse exemplo é semelhante ao comportamento dos países emergentes, dependentes dos fluxos de capitais estrangeiros para equilibrar seu saldo em conta corrente. Especificamente nesse caso, uma nuance importante merece ser esclarecida: os ativos dos fundos de pensão britânicos chegam a 6,1 trilhões de libras esterlinas (fonte: Office for National Statistics). Isso se compara com a dívida do país, que está em 2,069 trilhões de libras esterlinas, representando 94,5% do PIB.

VÁRIOS MODELOS DE FINANCIAMENTO DOS PAÍSES

Na zona do euro, o Banco Central Europeu (BCE) é responsável pelo financiamento, à margem dos países, desde a crise soberana de 2011-2014. A instituição dispõe, ainda, de uma poupança interna especificamente orientada para títulos soberanos (seguro de vida na França próximo a 1,9 trilhão de euros no fim de 2021, segundo a ACPR; fundos de pensão dos Países Baixos). Ao mesmo tempo, o sistema bancário utiliza os títulos da dívida pública como garantia para operações em produtos derivados. Os títulos aceitos como garantia devem ser líquidos e de boa classificação: títulos da dívida pública! Os mecanismos reguladores para os bancos europeus são canalizados por meio do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia. A última grande mudança regulatória remonta a 2017, exigindo uma margem inicial e, em seguida, uma margem de variação, que pode ser comparada a amortecedores de proteção bancária. Como resultado, houve uma necessidade crescente de garantias para os bancos.

Quanto aos Estados Unidos, como mencionado no artigo sobre os mercados cambiais na página 31), a dívida federal colossal continua a ser refinanciada pelo resto do mundo, e isto graças ao “privilegio exorbitante” do dólar, principal moeda de reserva em escala mundial.

No entanto, a questão da sustentabilidade dessa dupla dependência entre a China e os Estados Unidos (o superávit comercial chinês financia a dívida federal) poderá ser posta em xeque, se a dinâmica comercial for regionalizada, se os Estados Unidos diversificarem mais seus fornecedores e se uma parcela crescente do comércio for realizada em outras moedas que não o dólar. Porém, o que permite hoje aos Estados Unidos continuarem a atrair um nível significativo de financiamentos importantes, é a atratividade do rendimento da curva das taxas de juros norte-americanas, e a confiança continuada na moeda.

Por último, na China, observa-se um modelo de financiamento que depende pouco dos fluxos internacionais e que tem por base principalmente uma poupança interna muito elevada (gráfico 10), o que permite fazer frente mais facilmente a uma taxa de endividamento também em forte crescimento. O endividamento do governo central permanece moderado em comparação aos coeficientes dos países desenvolvidos (75% do PIB). Por outro lado, o endividamento total do país, que inclui as províncias e as famílias, quase dobrou desde o início dos anos 2000, representando agora 300% do PIB (segundo a Bloomberg), um dos mais elevados do mundo. Sem ignorar que o recente crescimento chinês foi alcançado graças ao crédito, a profunda reestruturação do setor imobiliário é acompanhada por uma redução forçada da dívida.

GRÁFICO 10: POUPANÇA INTERNA BRUTA NA CHINA, % DO PIB



Fontes: Banco Mundial, OCDE, Indosuez Wealth Management.

A poupança bruta das famílias se estabiliza acima de 40% (segundo o Banco Mundial), o que permite tanto o financiamento da economia por recursos internos quanto assegurar uma reserva para consumo futuro, reserva que não foi liberada até agora. Ao mesmo tempo, a crise imobiliária que já dura mais de um ano — e os múltiplos calotes nos títulos de dívida em dólares das incorporadoras imobiliárias — contribuí para o crescimento da desconfiança dos investidores internacionais. Além disso, a confirmação do terceiro mandato de Xi Jinping no 20º Congresso do Partido Comunista, no final de outubro de 2022, reforçou a linha dura no poder, causando calafrios entre os investidores internacionais.. Ainda que o governo tenha realizado uma grande modernização e abertura do mercado de capitais, o refinanciamento do crescimento chinês corre o risco de depender principalmente de recursos internos.

Por outro lado, os países descritos como emergentes atrairão investidores com menor aversão ao risco e que buscam rendimento, aceitando, assim, sujeitar-se a uma maior volatilidade.

A capacidade que um país ou uma zona geográfica possui de emitir dívida em sua própria moeda também tem influência sobre a qualidade e a estabilidade dos compradores de sua dívida. Há décadas o Japão desafia as preocupações com a sustentabilidade de sua dívida, essencialmente detida por instituições nacionais. A dívida líquida representa 170% do PIB, enquanto a dívida bruta ascende a 263%. O controle do Banco do Japão sobre a curva das taxas de juros assegura a manutenção de taxas de juros muito baixas.

Na Europa, os estigmas da crise soberana de 2011-2012 continuam, ainda hoje, a mobilizar os fluxos de capitais vindo do exterior para os países com melhor classificação. Na França, mais da metade da dívida está em posse de não residentes (fonte: Banco da França, gráfico 11). Por efeito cascata ou de adesão, a poupança interna europeia se espalha então para os países de menor classificação e mais voláteis da zona. O fim das políticas monetárias expansionistas suscita a questão da substituição das compras do Banco Central por outros investidores. O fim da “administração” dos mercados de renda fixa da Europa já teve um duplo efeito: preço (aumento das taxas de juros) e volatilidade. Os investidores institucionais europeus, que se tinham deslocado na curva de risco ao aumentar sua alocação em dívida corporativa deverão retornar à dívida pública.

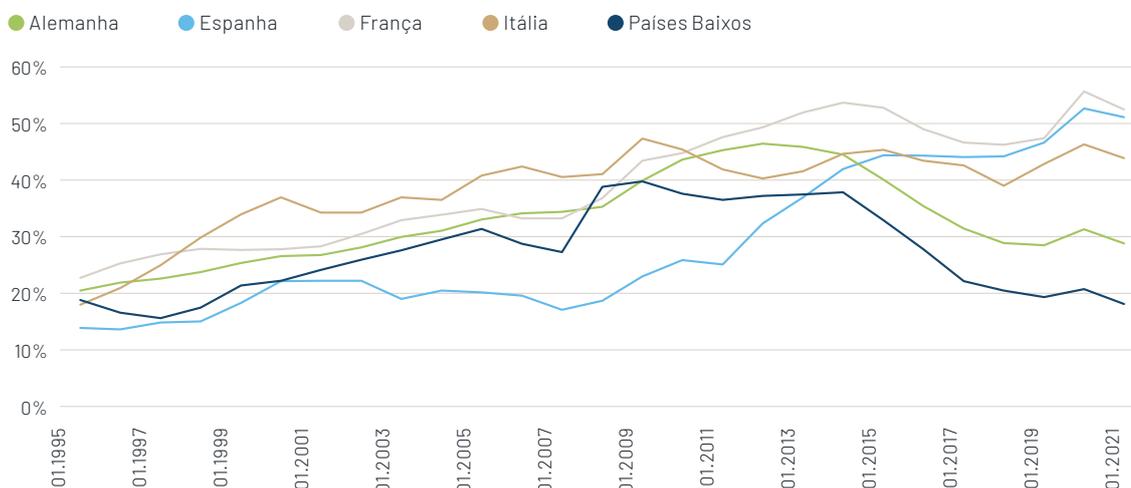


Os estigmas da **CRISE SOBERANA EUROPEIA** continuam a orientar os fluxos de capitais

UMA FORTE RELAÇÃO ENTRE A NOTAÇÃO DA DÍVIDA E A TIPOLOGIA DOS INVESTIDORES

A credibilidade que um país possui para pagar sua dívida no futuro ou, mais especificamente, para manter o acesso às fontes de financiamento sempre aberto, determina o tipo de comprador desta dívida. Os países com melhores classificações atraem investidores institucionais (fundos de pensão, bancos centrais), cuja sensibilidade ao risco de contraparte é superior à busca por rendimento.

GRÁFICO 11: TAXAS DE DETENÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA POR NÃO RESIDENTES NOS PRINCIPAIS PAÍSES DA ZONA DO EURO, % DO PIB



Fontes: Eurostat, Indosuez Wealth Management.



Concluindo, o financiamento dos países e os fluxos globais de poupança dependem da estatura de um país para atrair capital de investidores institucionais e, em segundo lugar, da mobilidade do capital da poupança individual, condicionada por regulamentos nacionais que visam limitar essa mesma mobilidade. Desde 2008, os países desenvolvidos criaram os instrumentos para canalizar a poupança interna para o próprio financiamento. À luz das tensões internacionais, cabe perguntar se China está utilizando seu estoque de dívida como um instrumento de influência ou, pior, como arma contra os Estados Unidos, ameaçando vender parte ou a totalidade deste. Esse tipo de interrogação imediatamente encontra seus limites: qual agente financeiro tem capacidade para comprar este estoque?

Apenas as instituições norte-americanas teriam capacidade para absorver esse fluxo, dispendo de condições para impor um preço, que seria inevitavelmente desfavorável ao vendedor. Outro canal de ajuste poderia ser a taxa de câmbio, mas qual contraparte poderia converter os dólares recebidos das vendas de títulos em yuans? Um aumento súbito da demanda pelo yuan, em desconexão com os fluxos comerciais, empurraria a moeda para uma espiral ascendente, em detrimento da economia chinesa, que continua a ser exportadora. A arma potencial de uma possível interrupção do refinanciamento da dívida federal norte-americana pela China poderia assim se voltar contra a própria China. Assim, a desglobalização dos fluxos de poupança e de financiamento talvez ainda não esteja em pauta.



Thomas GIQUEL

Head of Fixed Income

Com a contribuição
da equipe de Renda Fixa

A DESGLOBALIZAÇÃO OFERECE OPORTUNIDADES PARA AS AÇÕES NACIONAIS?

As empresas nacionais tiveram um melhor desempenho desde o início da crise geopolítica. As dificuldades de abastecimento, as reflexões sobre a necessidade de restaurar uma capacidade industrial local e a dependência energética pressionam as empresas a se afastarem do dogma Ricardiano, baseado na noção de vantagens comparativas.

REPENSAR A GLOBALIZAÇÃO?

Em uma carta enviada aos acionistas em 24 de março de 2022, o CEO da BlackRock, Larry Fink, anunciou que a invasão russa pôs fim à globalização, pelo menos tal como era conhecida nos últimos trinta anos. Não há dúvida de que o conflito na Ucrânia veio desestabilizar a ordem internacional estabelecida e questiona a sustentabilidade de um modelo econômico globalizado. De forma mais intrínseca, todos os países foram obrigados a repensar seu lugar no tabuleiro político do planeta, levando assim cada país a reconsiderar alguns temas estratégicos, como a independência energética, a segurança nacional ou, ainda, a soberania nacional.

A crise sanitária da COVID-19 já tinha fragilizado o modelo existente e posto em causa a organização das cadeias de produção e de suprimentos. A inflação inerente às perturbações no comércio internacional, associada à consideração de exigências em termos de ESG (sigla em inglês para práticas ambientais, sociais e de governança) e ao aumento dos custos salariais nos países emergentes, vítimas de “disrupção” causada pela robotização/automação dos sistemas de produção, já havia levado algumas empresas a realocar uma parte de seu aparato produtivo.

Segundo Joseph E. Stiglitz, Prêmio Nobel de Economia, “é preciso repensar totalmente a globalização”. A polarização da ordem mundial, exacerbada pelo conflito ucraniano, está indubitavelmente levando os países a redesenhar seus eixos estratégicos por meio de políticas nacionais.

Ela também representa uma oportunidade para os países construírem um modelo econômico mais sustentável, acelerando a transição climática para alcançar a independência energética o mais rapidamente possível.

EMPRESAS NACIONAIS: AGENTES DA INDEPENDÊNCIA ENERGÉTICA

De fato, a guerra na Ucrânia pôs em evidência a dependência energética dos países europeus quanto aos combustíveis fósseis russos. De um ponto de vista mais global, o compromisso dos principais países desenvolvidos em reduzir suas emissões de carbono reforça a necessidade de aumentar a cota de energias renováveis e de baixo teor de carbono em suas matrizes energéticas. É nesse sentido que a Europa lançou o plano REPowerEU, destinado a aumentar as economias de energia, diversificar os suprimentos e acelerar a implementação das energias renováveis. Essa estratégia ambiciosa tem como objetivo específico elevar de 3% para 15% a cota da energia solar e, de forma mais geral, atingir um total de 45% de energias renováveis na matriz energética europeia até 2030. É nesse contexto que as empresas nacionais de produção e de distribuição de energia elétrica deverão dar apoio aos países na consecução de seus objetivos. A Iberdrola, por exemplo, principal produtora e distribuidora espanhola de energia, está entre os líderes mundiais da energia eólica. Já os Estados Unidos poderão recorrer às suas principais empresas de tecnologias de ponta, indispensáveis para a transformação de energia solar em energia elétrica, como a Enphase e a SolarEdge.

O governo norte-americano também está ativo frente ao desafio climático. Embora os Estados Unidos sejam estruturalmente quase independentes energeticamente, a vontade renovada do governo Biden de chegar à neutralidade de carbono até 2050 requer a implantação de políticas proativas.



30 BILHÕES DE DÓLARES
de auxílio
DESTINADO À ENERGIA NUCLEAR NOS ESTADOS UNIDOS

É nessa perspectiva que o plano IRA (*Inflation Reduction Act*) prevê um orçamento de 400 bilhões de dólares no combate ao aquecimento global. Destes, mais de 30 bilhões de auxílio serão destinados à energia nuclear, considerada uma fonte importante de energia elétrica com baixo teor de carbono. Ainda que uma parte desse plano possa se diluir após as eleições legislativas, as empresas, como a Constellation Energy (maior proprietária de usinas nucleares nos Estados Unidos), serão diretamente beneficiadas com esses auxílios. Outras empresas, como a Cameco, principal fornecedora integrada de urânio e que opera exclusivamente na América do Norte, deverão também se beneficiar do apoio do governo a todo o setor.

OS PAÍSES INVESTEM FORTEMENTE EM DEFESA

Outra mudança importante nos gastos orçamentários dos países: a defesa (tabela 1). Durante a apresentação do orçamento em março de 2022, o presidente Biden lançou um apelo aos cidadãos para “um dos maiores investimentos da história norte-americana”, com um aumento dos gastos de defesa em torno de 4%, para um orçamento que totaliza 813 bilhões de dólares em 2023.

É de longe o maior orçamento da história dedicado à segurança do país.

Grande parte deste orçamento (cerca de 300 bilhões) não se destina, de modo algum, ao armamento, mas à pesquisa e ao desenvolvimento de novos equipamentos tecnológicos, especificamente voltados à segurança cibernética e à inteligência artificial. Atualmente, as apostas estratégicas dos governos se concentram mais na busca de inovações tecnológicas relacionadas aos sistemas de informação e não tanto no desenvolvimento do complexo militar-industrial. Assim, o principal parceiro do Pentágono é, por exemplo, a empresa Leidos, especializada na prestação de serviços científicos, de engenharia e de tecnologia da informação.

O Ministério da Defesa também trabalha na mesma direção com outras empresas tecnológicas privadas, quase exclusivamente dedicadas às necessidades governamentais, como a Booz Allen Hamilton ou a Science Applications. As restrições de segurança implicam, naturalmente, a celebração de contratos com empresas nacionais. E as necessidades são de tal ordem que outros líderes tecnológicos e/ou industriais poderão surgir nos próximos anos.

TABELA 1: EVOLUÇÃO DOS GASTOS EM DEFESA, ANÚNCIOS GOVERNAMENTAIS

	2021, bilhões USD	% PIB	Prévisions annoncées
Estados Unidos	778,2	3,5%	Aumento de 4% no orçamento de 2023
Alemanha	52,8	1,4%	Meta: > 2% do PIB até 2024
Itália	28,9	1,6%	Meta: 2% do PIB até 2028 (aumento de 40% em comparação a 2021)
França	52,7	2,1%	Aumento de 3 bilhões de euros em 2023
Polônia	13,4	2,1%	Meta: 3% do PIB até 2028 (aumento de 40% em comparação a 2021)
Noruega	8,3	1,9%	Meta: 2% do PIB até 2028
Romênia	5,8	2,0%	Meta: 2,5% do PIB a partir de 2023
Dinamarca	5,5	1,4%	Meta: 2% do PIB a partir de 2023
Lituânia	1,3	2,1%	Meta: 2,5% do PIB a partir de 2023
Letônia	0,9	2,3%	Meta: 2,5% do PIB a partir de 2023
Estônia	0,8	2,3%	Meta: 2,5% do PIB a partir de 2023
Suécia	6,7	1,2%	Meta: 2% do PIB até 2028
Finlândia	4,1	1,5%	Anunciou desejar integrar a OTAN, aumentando seu orçamento em 50%
Áustria	3,6	0,8%	Meta: 1% do PIB a partir de 2023

Fontes: OTAN, Banco Mundial, Indosuez Wealth Management.

A Europa não fica para trás. A Comissão Europeia propôs o primeiro Fundo Europeu de Defesa, com um orçamento de 7,9 bilhões de euros. Este Fundo de Defesa completa e reforça os investimentos nacionais em pesquisa, desenvolvimento e aquisição de equipamentos tecnológicos de defesa. Além disso, após um declínio constante dos orçamentos da defesa nos últimos 40 anos, a maioria dos países europeus pretende aumentar significativamente seus gastos no setor.

A Alemanha decidiu dobrar seu orçamento de defesa até 2024, no total de 200 bilhões de euros por ano (representando 2% de seu PIB), a Itália também fixou uma meta de 2% do PIB até 2028 (um aumento de 40% em comparação aos níveis de 2021) e a Polônia fixou uma meta de 3% logo a partir de 2023. Assim, serão mobilizadas as empresas europeias líderes do setor, como a Thalès ou a Leonardo, que estão principalmente expostas à Europa.

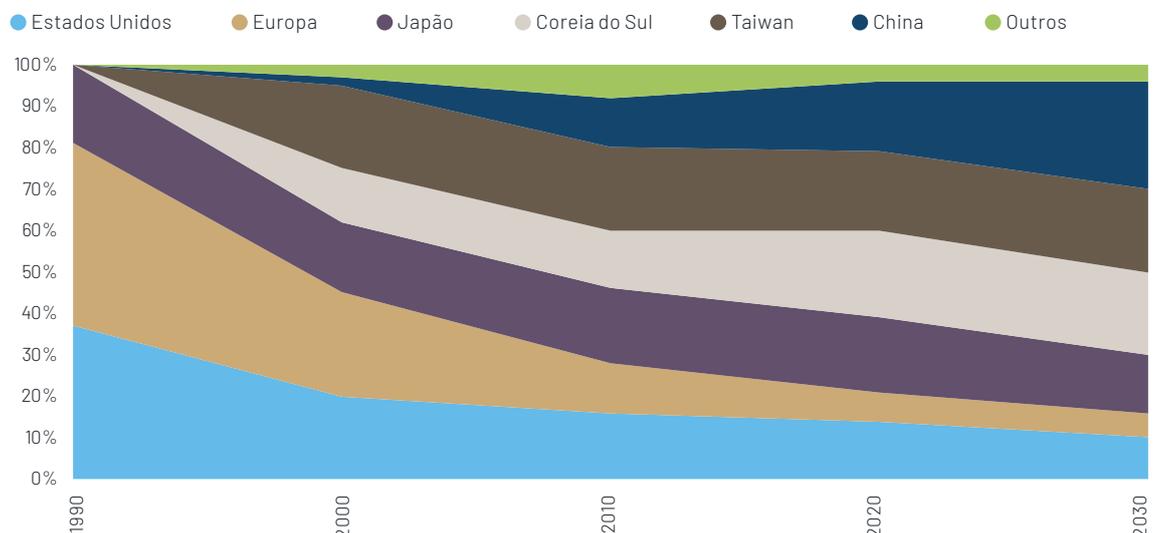
Esse aumento das tensões geopolíticas em escala mundial, associado às perturbações nas cadeias de suprimentos como consequência da COVID-19, também acabou por fazer ressurgir a problemática da soberania industrial.

A AUTONOMIA EM ALGUNS SEGMENTOS DA INDÚSTRIA, COMO O DE SEMICONDUTORES, PASSOU A SER UMA APOSTA ESTRATÉGICA

Os componentes eletrônicos, que também chamamos de semicondutores, estão na base de todos os aparelhos eletrônicos modernos e equipam a maioria dos produtos manufaturados (desde smartphones a helicópteros e aviões). Atualmente, quase 80% desses *chips* são produzidos na Ásia, devendo esta proporção aumentar ainda mais nos próximos anos (gráfico 12). A título de comparação, em 1990, a Europa fornecia mais de 40% dos *chips* eletrônicos fabricados no mundo frente a menos de 10% hoje.

Contudo, a dependência dos Estados Unidos e da Europa em relação à indústria asiática ameaça a soberania industrial dos países. Além disso, o fornecimento de componentes não é seguro e fragiliza as cadeias de produção. Por último, a fraca proteção em termos de propriedade intelectual também constitui um desafio para a segurança nacional (visto que muitos equipamentos militares precisam desses componentes para funcionar).

GRÁFICO 12: EVOLUÇÃO DA PRODUÇÃO MUNDIAL DE SEMICONDUTORES POR PAÍS, %



Observação: Essas projeções não levam em conta as ambições dos planos americano e europeu.
Fontes: BCG, Semiconductor Industry Association, Indosuez Wealth Management.



**52,7 BILHÕES
DE DÓLARES**

para empresas que
**REALOCAREM
A PRODUÇÃO**
de semicondutores

É nesse contexto que o governo norte-americano bloqueou a venda de determinados *chips* dedicados à computação de alto desempenho e inteligência artificial, fabricados pela Nvidia e AMD, para a China e a Rússia.

No fim de julho de 2022, o Congresso norte-americano aprovou a lei “*Chips Act*” para apoiar a produção de semicondutores nos Estados Unidos. A lei prevê um pacote de 52,7 bilhões de dólares para as empresas que realocarem a produção ou comprem esses componentes de fabricantes norte-americanos. A empresa Micron Technology já anunciou um investimento de 40 bilhões de dólares, até 2030, na fabricação de *chips* de memória nos Estados Unidos.

A Europa também quer retomar os investimentos nessa indústria de alta tecnologia, com ambição de representar 20% da produção mundial de semicondutores até 2030. Em julho de 2021, a Comissão Europeia lançou a Aliança Industrial Europeia para os Processadores e Tecnologias de Semicondutores, que reúne empresas, países-membros, entidades e pesquisadores universitários, e organizações de pesquisa e de tecnologia. Ela poderá contar especialmente com a experiência da ASML, principal fabricante mundial de equipamentos litográficos para a indústria de semicondutores, e com outros líderes europeus, como a STMicroelectronics, a NXP, a Soitec e a Infineon, para desenvolver um ecossistema regional e potencialmente fortalecer a soberania digital.

Agora que os agentes econômicos estão repensando a globalização, algumas empresas já caminham para um modelo econômico mais sustentável, baseado em indústrias locais, e cadeias de suprimentos mais curtas e menos intensivas em energia. Então, essa mudança de paradigma será uma oportunidade para as empresas nacionais contribuírem com sua *expertise*?

AS EMPRESAS NACIONAIS SAEM GANHANDO?

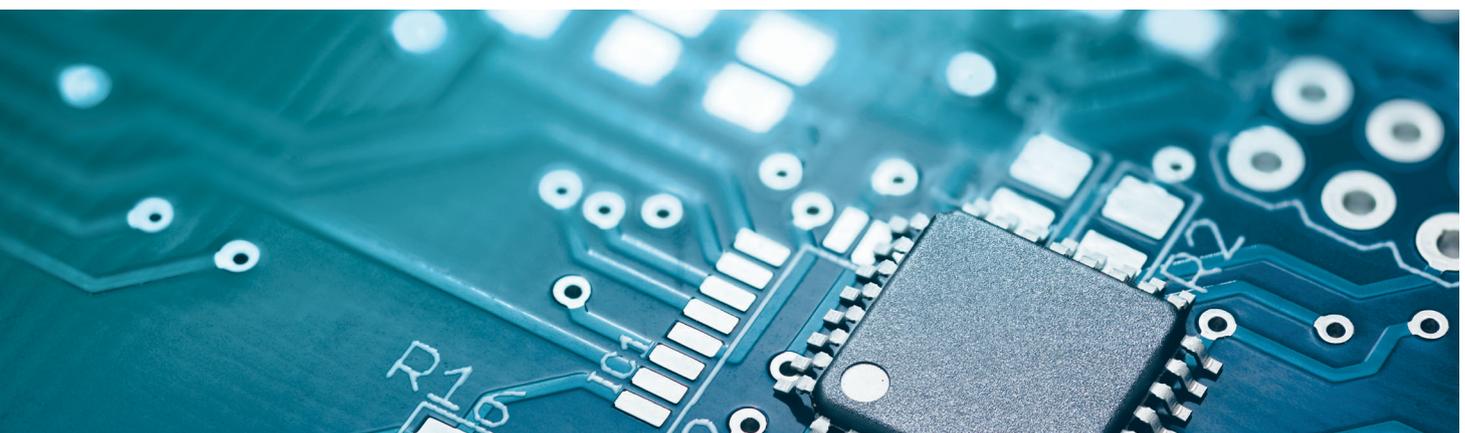
As chamadas empresas nacionais são identificadas prioritariamente em setores como energia, serviços públicos ou, ainda, no setor imobiliário. *De fato*, algumas atividades econômicas estão intrinsecamente associadas ao local de produção: o gás e a energia elétrica são produzidos e distribuídos no território nacional por empresas que operam em mercados regulados e regulamentados (regidos por arcabouços legislativos regionais específicos). Esse grupo de valores mobiliários foi favorecido pelo contexto geopolítico, apresentando assim um melhor desempenho anual em comparação aos valores mobiliários expostos ao exterior, com o fortalecimento do dólar atuando como fator adverso já há vários meses. Além disso, essas empresas mais internacionais possuem, frequentemente, uma capitalização mais elevada, sendo frequentemente do setor de tecnologia e mais sensíveis ao aumento das taxas de juros.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager



Melanie GONTIER
Equity Portfolio Manager



RETORNO DO PRÊMIO DE RISCO SOBERANO E DAS DIVERGÊNCIAS MONETÁRIAS?

Após um período caracterizado por estreitas faixas de negociação, a volatilidade está de volta ao mercado cambial. A alta do dólar, as divergências de políticas monetárias, a intervenção japonesa para sustentar o iene, ou do Banco da Inglaterra para tranquilizar os mercados e o retorno do prêmio de risco soberano são contribuintes para o aumento das tensões.

A DESGLOBALIZAÇÃO AUMENTA A VOLATILIDADE DAS MOEDAS

Em 2022, a volatilidade fez um retorno notável ao mercado cambial. Após um longo período dominado por políticas monetárias acomodáticas e taxas de juros muito baixas, a situação mudou rapidamente: a crise da COVID-19, a guerra na Ucrânia, o aumento dos preços das *commodities*, o retorno e persistência sustentada da inflação etc.

O colapso econômico causado pela pandemia dois anos atrás e a recuperação que se seguiu foram compartilhados globalmente. Durante esse período — e após a crise financeira de 2008 — a maioria dos bancos centrais dos países desenvolvidos adotou políticas monetárias coordenadas, relativamente acomodáticas, com objetivo de retomar o crescimento. No início de 2022, a situação mudou de forma drástica, após a guinada do Fed para conter a inflação galopante. O resultado foi um fortalecimento espetacular do dólar, cujo índice atingiu o seu nível mais elevado em mais de vinte anos.

A invasão da Ucrânia pela Rússia criou um choque energético que gerou uma diferença entre os países importadores e exportadores de energia:

a Europa, o Reino Unido, o Japão e a China, que importam energia, sofreram um impacto negativo, e os Estados Unidos, mais autossuficientes em energia, foram mais bem-sucedidos.

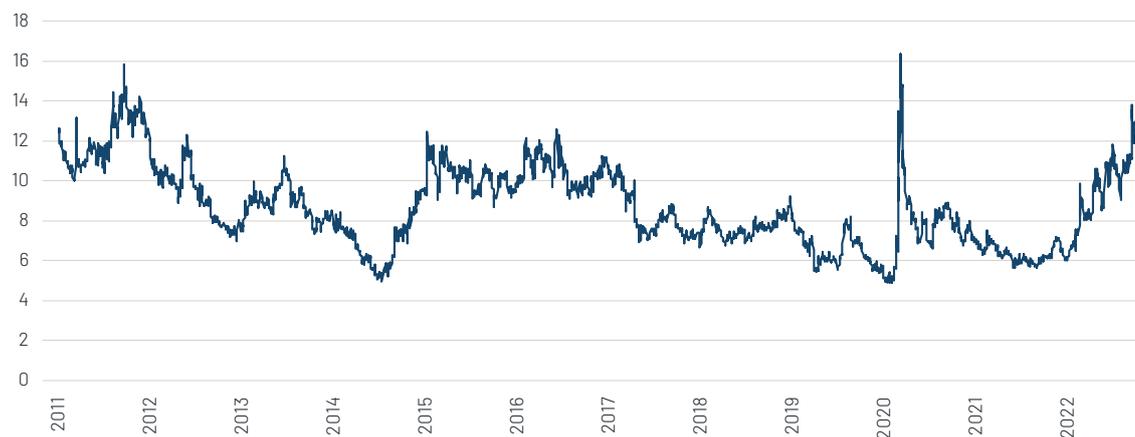
No fim de outubro de 2022, a alta volatilidade observada nas moedas (gráfico 13) é explicada por vários parâmetros:

- O novo ciclo de divergência entre bancos centrais aumenta as tensões nos mercados cambiais. O caso do Japão ilustra esse ponto: a disparidade entre as políticas monetárias deste país e dos Estados Unidos pesou fortemente sobre o iene japonês. Isso levou os japoneses a intervir no mercado cambial para sustentar sua moeda, que estava em queda livre em relação ao dólar.
- Em setembro de 2022, preocupações com a estabilidade financeira do Reino Unido e a crise da libra esterlina levaram o Banco da Inglaterra a intervir.
- A força do dólar criou uma forma de instabilidade, que levou outros países, como a Índia, o Brasil e o Chile, a intervir no mercado cambial para reduzir ou estabilizar a volatilidade de suas moedas.



AS DIVERGÊNCIAS
entre bancos centrais
AUMENTAM
AS TENSÕES
nos mercados
cambiais

GRÁFICO 13: VOLATILIDADE NO MERCADO CAMBIAL



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

UM PARALELO COM O ACORDO DE PLAZA

No início dos anos 1980, o Fed, para combater a inflação, aumentou drasticamente suas taxas de juros, causando um influxo maciço de capitais e uma disparada de mais de 50% do dólar em relação às principais moedas. Em resposta, os dirigentes dos bancos centrais e os ministros das finanças das cinco principais economias (Estados Unidos, Japão, Alemanha, França e Reino Unido) concluíram um acordo sem precedentes: o acordo de Plaza, de setembro de 1985, que estipulava uma intervenção conjunta nos mercados cambiais destinada a enfraquecer a moeda norte-americana.

Com condições econômicas semelhantes às dos anos 1980, com inflação elevada, dólar em disparada afetando a economia e provocando turbulências nos mercados financeiros, não é de se estranhar que circulem debates sobre um novo acordo de Plaza.

Não obstante, acreditamos ser pouco provável que uma coordenação semelhante se repita no mundo atual, especialmente com as tensões entre a China e os Estados Unidos. O objetivo do Acordo de Plaza era enfraquecer o dólar e, para alcançar esse objetivo, foram necessárias longas discussões entre as principais potências. Esse acordo foi possível porque a economia norte-americana estava em fase de desinflação e o Fed podia se dar ao luxo de reduzir suas taxas de juros, ao mesmo tempo que a Arábia Saudita começava a sofrer uma crise petrolífera.

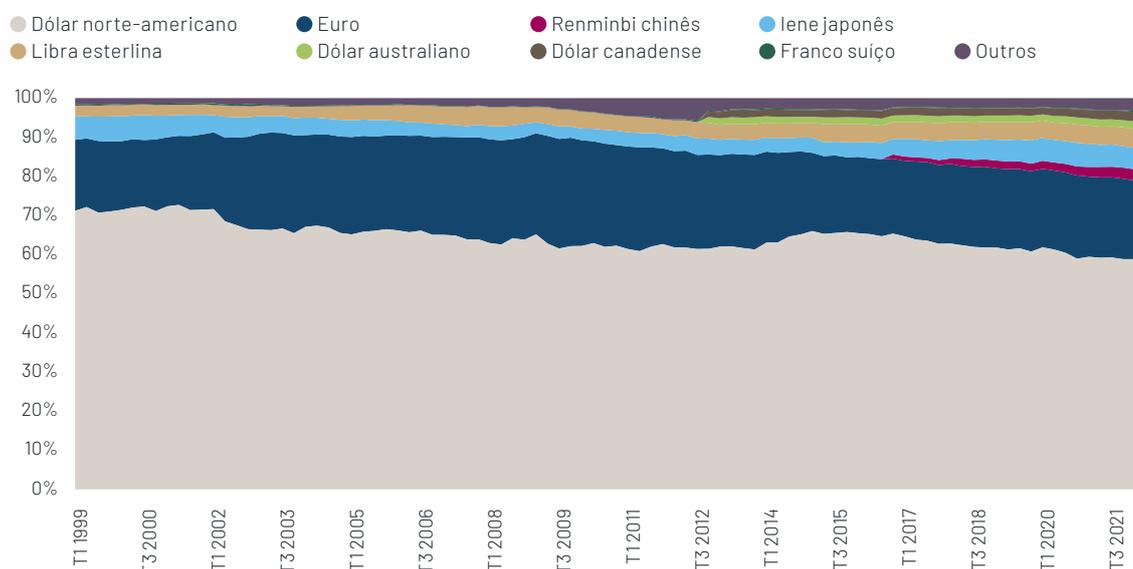
Por outro lado, hoje, um dólar mais fraco comprometeria o objetivo do Fed de combater a inflação e, ao mesmo tempo, a OPEP prossegue uma política de sustentação dos preços do petróleo.

CONGELAMENTO DAS RESERVAS: PREMISSA PARA A DESDOLARIZAÇÃO?

Desde a Segunda Guerra Mundial e do Acordo de Bretton Woods em 1944, o dólar americano tem dominado o comércio mundial e os mercados de câmbio internacionais. Mesmo com essa moeda ocupando um lugar predominante, a desdolarização é uma ideia que não data de hoje. Em março de 2022, um relatório publicado pelo FMI mostra que, mesmo após várias décadas em que a economia norte-americana perde participação na produção global, o dólar continua a desempenhar um papel importante no comércio internacional. Assim, de acordo com o Banco de Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês), 88% das operações de câmbio continuam a ser realizadas com dólares norte-americanos. Por outro lado, a diversificação das reservas cambiais alocadas pelos bancos centrais já começou há vários anos. Desde o lançamento do euro em 1999, a participação do dólar passou de 71% para 59% em meados de 2022, em favor de outras moedas, como o dólar australiano, o dólar canadense, o renminbi chinês ou até o ouro (gráfico 14).

Com cerca de um quarto da população mundial sob sanções norte-americanas, não é de surpreender que a desdolarização esteja se intensificando no mundo.

GRÁFICO 14: COMPOSIÇÃO ATUAL DAS RESERVAS CAMBIAIS OFICIAIS NO MUNDO, %



Rumo a
**UM NOVO
ACORDO
DE PLAZA?**

Em fevereiro, pouco após a invasão da Ucrânia, o Ocidente congelou 300 bilhões de dólares de reservas cambiais do banco central da Rússia. Essas sanções sensibilizaram outros países emergentes para o risco da forte dependência do dólar e suscitaram dúvidas quanto ao papel da moeda do tio Sam como valor de reserva. Para a Rússia, a desdolarização já tinha começado em 2014, após a anexação da Crimeia. As sanções subsequentes reduziram consideravelmente a capacidade do país de levantar capital nos mercados financeiros, forçando a Rússia a reduzir as posições em dólares para aumentar a exposição a ativos alternativos, como o ouro.

Isto provocou uma onda de choque junto aos investidores internacionais, que deverão agora incorporar um filtro de maior risco associado ao país em suas escolhas de alocação, e deixar de considerar a moeda ou as reservas de um banco central como um ativo líquido que pode ser mobilizado. O efeito foi a aceleração da tendência preexistente dos países emergentes de negociar diretamente em suas moedas sem passar pelo dólar, não apenas para escapar das sanções extraterritoriais, mas também para reduzir sua dependência da moeda norte-americana e pela necessidade de acumular reservas. Foi especificamente o caso da China, que deseja agora comprar seu petróleo da Arábia Saudita em renminbis.

O RETORNO DO RISCO SOBERANO À EUROPA?

As fases de aumento das taxas de juros dos Estados Unidos estão em geral associadas a saídas de capitais de países emergentes. Essa é uma oportunidade para os investidores fazerem um balanço das vulnerabilidades estruturais de alguns mercados emergentes, que se beneficiam das fases de aceleração do crescimento mundial, mas são os primeiros a sofrer com retiradas de capitais internacionais. A normalização monetária geralmente coloca um dilema aos bancos centrais de alguns países emergentes entre apoio à moeda, objetivos econômicos nacionais e manutenção da liberdade dos movimentos de capital, necessários para ter acesso aos financiamentos. É este o famoso triângulo de incompatibilidade de Mundell-Fleming, concebido em 1963. Se acrescentarmos a essa equação o risco de pressão governamental sobre os bancos centrais (como é o caso na Turquia), a situação se torna incontrolável. O mercado assim o interpreta e sanciona a moeda diante de um risco de inflação desenfreada.

O ano de 2022 parece marcar o retorno repentino desse tipo de dilema nos países desenvolvidos, o que, em vários casos, nos leva praticamente a crises cambiais. Assim, a libra esterlina sofreu substancialmente com o dilema de política monetária introduzido pela estagflação, ampliado pelo plano fiscal insustentável de Liz Truss. A sanção do mercado foi imediata e contribuiu para a queda do governo em apenas 45 dias, e isso 30 anos após os ataques especulativos contra as moedas frágeis do sistema monetário europeu (SME).

RUMO A UM MODELO MONETÁRIO COM VÁRIAS ZONAS DE DIVISAS?

A força do dólar é a culpada ideal pela desestabilização das políticas monetárias e cambiais. Porém, se passássemos de um modelo dominado pelo dólar para um modelo multipolar em termos de moedas, algo que é claramente sugerido pela tendência atual do comércio (mas que não se reflete ainda nas reservas cambiais), este mundo seria mais estável?

A comparação com o passado provavelmente não tem poder preditivo, mas possui um valor pedagógico. O mundo do período entreguerras foi precisamente o da coexistência de zonas monetárias (dólar, franco suíço e libra esterlina), a meio caminho entre a sobrevivência dos impérios coloniais e a ascensão do dólar, ao mesmo tempo que a perda da convertibilidade do ouro criou a necessidade dessa vinculação. Mesmo que o mundo estivesse marcado por uma grande instabilidade, era a época da Grande Depressão e a situação não estava necessariamente ligada a um modelo monetário tripolar.

Vamos voltar ao presente. Se entrássemos nesse modelo, iríamos provavelmente substituir um risco por outro: o principal risco do novo modelo seria a falta de coordenação das políticas monetárias, com políticas de reservas menos globais e mais regionais. A principal consequência negativa seria, possivelmente, o fim do “privilegio exorbitante do dólar” (Barry Eichengreen), que levaria, muito provavelmente, a uma perda de valor do dólar e a um aumento do custo de financiamento de déficits duplos.



Muriel ABOUD SCHIRMANN
Head of Capital Markets Advisory

04 | Macroeconomia

CRESCIMENTO GLOBAL MODERADO, DIVERGÊNCIA CRESCENTE DE POLÍTICAS PÚBLICAS

O contexto macroeconômico é claramente difícil, com uma previsão, para 2023, de redução do crescimento do PIB em quase todas as regiões geográficas. Apesar dessa desaceleração cíclica, a inflação persiste e continua a ser a principal prioridade dos bancos centrais. Neste ambiente inflacionário, o papel da política orçamentária é ajudar e não prejudicar o trabalho dos bancos centrais.

Em 2023, o crescimento do PIB mundial será inferior a 3%, pondo um fim à recuperação pós-pandemia. O processo de moderação dos preços das matérias-primas deverá continuar em 2023 e, ao mesmo tempo, os preços do petróleo deverão permanecer mais elevados do que no passado, de forma persistente, já que a OPEP+ reforçou as reduções de oferta para manter os preços acima de 90 dólares por barril. O processo de desendividamento da China e a incapacidade das empresas japonesas de adiar o aumento dos preços farão com que esses dois países se tornem em exportadores globais de deflação em 2023. No resto do mundo, à medida que a disparada dos preços das *commodities* ocorrida em 2022 abrandará em 2023, espera-se que efeitos de base significativos, associados a uma flexibilização das tensões nas cadeias de suprimentos, venham moderar a aceleração dos preços. Não obstante, espera-se que a inflação permaneça mais alta por mais tempo, sustentada por uma combinação de fatores estruturais, com uma transição energética inevitável, maiores tensões políticas e reestruturação das cadeias de suprimentos globais. A transição será uma jornada difícil, na qual a inovação jogará um papel essencial, e definir a direção das políticas públicas será uma caminhada de corda bamba.

ESTADOS UNIDOS: FRACO CRESCIMENTO PARA CONTER A INFLAÇÃO

Apesar de dois trimestres de crescimento negativo do PIB, o crescimento norte-americano em 2022 foi sustentado por gastos de consumo pessoal ainda resilientes, estimulados por condições favoráveis do mercado de trabalho, dos cartões de crédito e da poupança. Em 2023, esses fatores de sustentação serão lentamente retirados dos consumidores norte-americanos. O setor imobiliário, um dos principais indicadores do ciclo econômico norte-americano, está começando a sentir plenamente o impacto dos aumentos das taxas de juros do Fed, já que as taxas de juros de hipotecas rondam os 7% em outubro de 2022.

Como resultado, as vendas de casas caíram 20% em base anual, o que continuará a pesar nos preços das casas em 2023.

É encorajador ver que a inflação começou a atingir um pico no terceiro trimestre de 2022, mas alguns componentes importantes (excluindo os preços de produtos alimentícios e no setor energético) ainda continuam a subir. Por exemplo, ainda que os preços dos imóveis tenham começado a desacelerar em junho de 2022, o pleno impacto da inflação sobre o componente de preço do mercado domiciliário tem um “*delay*” de mais de um ano. Os aluguéis de imóveis continuaram a subir, à medida que cada vez mais famílias norte-americanas são excluídas do mercado de compra de casas, e isso se reflete no aumento da demanda por locação. Ao mesmo tempo, sinais de fraqueza no mercado de trabalho norte-americano mostram que este será, muito provavelmente, o próximo dominó a cair, com uma reversão da tendência das vagas de emprego que levará a um aumento das taxas de desemprego no primeiro semestre de 2023.

A economia norte-americana está caminhando para um crescimento abaixo do potencial (menos de 1% em 2023), com uma possível contração do crescimento no segundo semestre de 2023. Isso deverá contribuir para a moderação da inflação e para continuar a desbloquear os estrangulamentos da oferta. Em última análise, o fator crucial a ser observado será a capacidade do Fed de controlar as expectativas de inflação dos consumidores — que tendem a ser mais retrospectivas que as expectativas dos mercados financeiros. Por fim, no plano orçamentário, ainda que seja improvável que a lei do presidente Biden relativa à redução da inflação de 2022 provoque uma queda na inflação, o aumento da dívida pública e a provável divisão do governo no próximo ano deverão levar a uma política orçamentária mais restritiva em 2023.

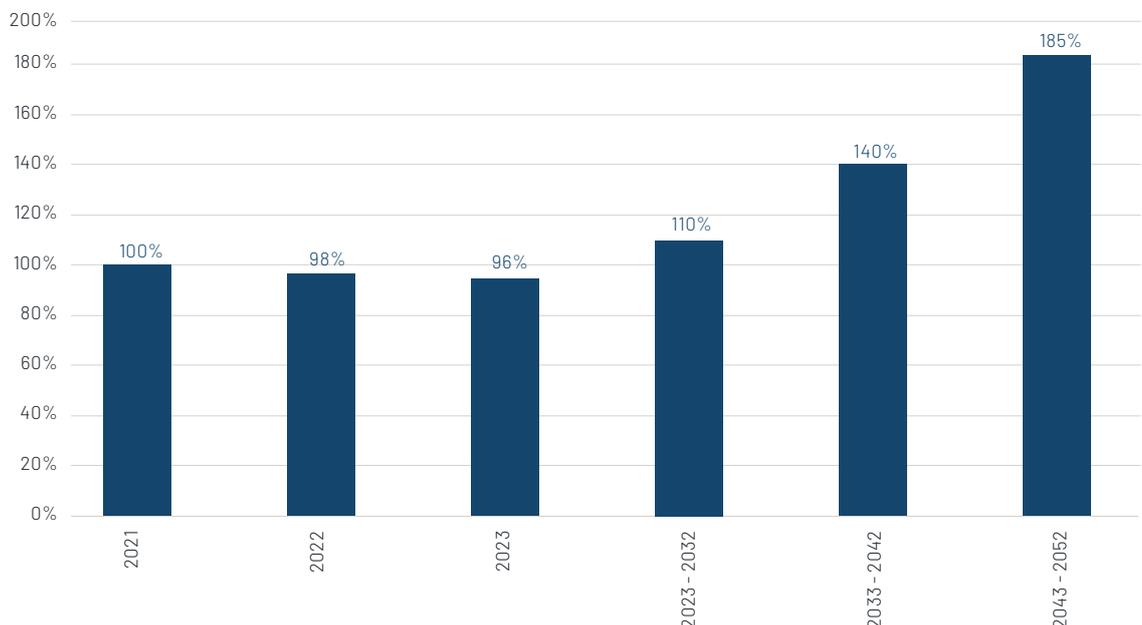
Segundo uma projeção do Congressional Budget Office¹⁴ (CBO), órgão não partidário, se as políticas públicas permanecerem inalteradas, o coeficiente entre a dívida e o PIB dos Estados Unidos atingirá 175% em 2050 (gráfico 15).

EUROPA: CONVERTER A INFLAÇÃO EM DÍVIDA PÚBLICA

Na Europa, a inflação é agora mais elevada do que nos Estados Unidos, e a inflação básica (que exclui preços de alimentos e de energia) continua a subir. O aumento dos preços ao produtor na zona do euro (quatro vezes mais elevados que nos Estados Unidos) coloca as empresas numa verdadeira situação de desvantagem concorrencial, que é apenas ligeiramente mitigada pela fraqueza do par euro/dólar. O impacto na produção industrial leva tempo para se manifestar, devido à recuperação pós-pandemia e à demanda latente na indústria automobilística. No entanto, o choque se propaga na economia, na forma de uma redução dos pedidos, de um colapso na confiança das empresas e dos consumidores, além de um recuo nas vendas no varejo. No setor de serviços, o impacto no consumo privado da inflação elevada reduzirá ainda mais o poder de compra em 2023.

O BCE prevê agora uma inflação de 5,5% em 2023 frente a 3,5% em suas projeções de junho de 2022. As previsões da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e do FMI no segundo semestre de 2022 são ainda mais elevadas, cerca de 6%. A leve recessão esperada em 2023 (tabela 2, página 37) será acompanhada por um grau de incerteza pouco usual, já que os riscos para o cenário de inflação/crescimento são altamente dependentes da evolução das medidas orçamentárias e dos preços de energia. Por um lado, efeitos de segunda ordem sobre os salários poderão ampliar o impacto dos preços da energia e levar a um aperto das condições financeiras (as condições monetárias permanecem relativamente acomodáticas), o que pesará ainda mais no crescimento. Por outro lado, as recentes tendências de baixa dos preços das *commodities* e as medidas tomadas pela Comissão Europeia para limitar os preços no atacado do gás e da eletricidade poderão levar a uma desaceleração mais rápida da inflação. Além disso, o consumo privado poderá também se revelar mais resistente ao aumento dos preços, se as famílias utilizarem mais seu nível atual de reserva de emergência, que é bastante elevado.

GRÁFICO 15: TRAJETÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA NORTE-AMERICANA, % DO PIB



Fontes: Gabinete do Orçamento do Congresso dos Estados Unidos, Indosuez Wealth Management.

14 - Gabinete do Orçamento do Congresso dos Estados Unidos.



TABELA 2: PREVISÕES DE CRESCIMENTO E INFLAÇÃO, %

	Crescimento real do PIB, média anual			Inflação, média anual		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PAÍSES DESENVOLVIDOS	2,6%	0,3%	1,0%	7,6%	5,1%	2,5%
Estados Unidos	1,9%	0,8%	0,6%	8,1%	4,1%	2,3%
Japão	1,6%	0,5%	1,2%	2,3%	1,3%	0,4%
Reino Unido	4,4%	-0,6%	1,1%	9,1%	7,7%	3,8%
Zona do euro	3,2%	-0,7%	1,1%	8,7%	7,5%	3,2%
Alemanha	1,7%	-0,7%	1,0%	9,0%	7,6%	3,1%
França	2,5%	0,0%	1,0%	6,1%	5,3%	3,0%
Itália	3,7%	-0,4%	0,8%	8,9%	8,1%	3,2%
Espanha	4,5%	0,3%	1,3%	8,6%	4,3%	3,4%
PAÍSES EMERGENTES	4,0%	3,5%	3,9%	8,8%	6,9%	4,8%
China	3,2%	4,5%	4,3%	2,1%	2,2%	2,1%
Brasil	3,1%	0,9%	1,6%	9,3%	4,3%	4,1%
México	2,6%	0,7%	0,6%	8,0%	5,8%	4,2%
Rússia	-3,3%	-1,5%	2,0%	13,9%	7,5%	4,5%
Índia	7,3%	5,6%	6,0%	6,9%	6,3%	6,0%
Indonésia	5,3%	4,8%	4,7%	4,3%	5,0%	4,1%
África do Sul	1,7%	1,2%	1,5%	6,8%	5,6%	4,8%
Turquia	5,3%	3,1%	4,4%	73,1%	53,7%	24,1%
MUNDO	3,4%	2,2%	2,7%	8,3%	6,2%	3,9%

Fontes: Previsões Amundi, novembro de 2022, Indosuez Wealth Management.



DIFERENTES
RESPOSTAS
POLÍTICAS
na Europa

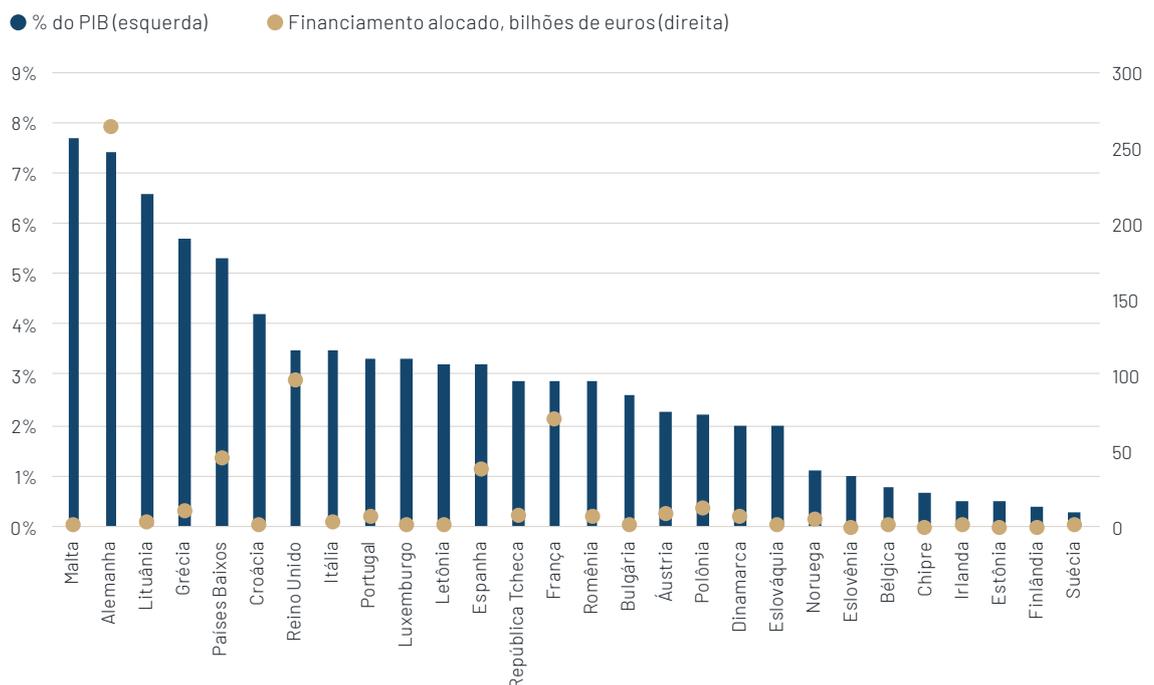
A coordenação das políticas também é um fator de risco importante para a zona do euro em 2023. Como evidenciado pela experiência orçamentária britânica no segundo semestre de 2022, as medidas protetivas dos governos podem comprometer as ações dos bancos centrais no combate à inflação e a sustentabilidade da dívida pública – um possível tema-chave para 2023. Nesse sentido, a nova medida fiscal alemã constituiu uma iniciativa ousada: um pacote de 200 bilhões de euros (5% do PIB). A amplitude do programa alemão evidencia a desigualdade das respostas políticas que podemos esperar por parte dos países-membros mais ricos e dos mais endividados (gráfico 16), mesmo que a Alemanha seja possivelmente um dos países mais duramente atingidos neste inverno. A zona do euro se envolve em uma longa batalha, visto que os riscos para a segurança do aprovisionamento energético são agora mais elevados no inverno 2023/2024 do que em 2022/2023.

Por fim, a dependência do suprimento de gás natural liquefeito (GNL) dos Estados Unidos (50% das importações totais de GNL no primeiro trimestre) constituirá um dos desafios políticos de maior importância para a União Europeia no período que antecede as eleições presidenciais norte-americanas de 2024.

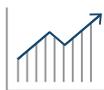
MERCADOS EMERGENTES:
DESAFIOS NA ÁSIA FRENTE
A ESFORÇOS DA REGIÃO LATAM

Na China, forças deflacionárias estão em ação. O processo de desendividamento – provocado por um endividamento corporativo elevado e pela desaceleração do mercado imobiliário – está em andamento, complicando ainda mais a capacidade das políticas fiscais e monetárias acomodatórias acelerarem o consumo privado. *De fato*, os consumidores chineses se concentram no desendividamento e no crescimento de suas reservas de emergência, embora o crescimento dos salários e a demanda estejam sofrendo apertos. As medidas destinadas a tranquilizar as famílias em relação ao mercado imobiliário ainda não deram frutos. No médio prazo, os riscos estão orientados para baixo, ainda que alguma liberação da demanda reprimida seja esperada, caso a política de reabertura seja acelerada.

GRÁFICO 16: MEDIDAS PROTETIVAS DE ENERGIA PARA FAMÍLIAS E EMPRESAS NA EUROPA



Fontes: Bruegel, Comissão Europeia, Indosuez Wealth Management.



O CRESCIMENTO
CHINÊS
baseado
no crédito ficou
NO PASSADO

Como o governo busca evitar que as empresas se endividem novamente, e que a participação do mercado imobiliário na economia (estimada hoje em 25% do PIB chinês) seja reduzida, as medidas governamentais destinadas a estimular o crescimento por meio do crédito pertencem, em sua maioria, ao passado. É uma má notícia, uma vez que a recuperação impulsionada pelas exportações também será moderada, dada a desaceleração esperada nos Estados Unidos e na Europa. A desaceleração na China também não é uma boa notícia para a região. É o caso do Japão, com as exportações chinesas representando mais de 20% do comércio total de mercadorias e onde o mobilizador da demanda interna está limitado devido a uma forte inflação das importações.

De fato, o período atual é mais seguro para os mercados emergentes, mais autossuficientes e orientados para a demanda interna. É o caso da Índia, mas também do Brasil. Os países da América Latina também se beneficiarão de uma melhor gestão de suas políticas monetárias em 2022 (o Banco Central do Brasil foi um dos primeiros a elevar suas taxas de juros para combater a inflação), o que talvez permita aliviar a pressão sobre as taxas de juros em 2023, quando a atividade abrandar após um afluxo de crescimento devido ao aumento dos preços das *commodities* em 2022.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

05 |

Alocação:
cenário para 2023

Várias das tendências descritas acima poderão ter impacto no quadro de investimentos para 2023 e nos anos seguintes:

- Quadro geopolítico transformado, de forma duradoura, pelo conflito na Ucrânia, e com tendência a acelerar a reconfiguração das linhas divisórias do mundo.
- Evolução do comércio, que deverá permanecer mais fraco do que em décadas anteriores.
- Aumento contínuo dos custos de produção e de transporte/logística.
- Tendência para a regionalização das cadeias de produção.
- Manutenção de fortes interdependências regionais no plano tecnológico e energético.
- Busca de autonomia estratégica e transição das matrizes energéticas na Europa, o que não apaga a transição de uma dependência para outra no curto prazo, nem a necessidade, no longo prazo, de utilizar todo um conjunto de *commodities* importadas, necessárias para a eletrificação dos veículos.
- Uma forma de transição da temática de crescimento global baseada em um modelo impulsionado pelo consumo de bens produzidos a baixo custo nos países emergentes para um modelo caracterizado por maior necessidade de investimento em infraestruturas e recursos energéticos.

Além do assunto da desglobalização aqui abordado, também parece importante lembrar alguns elementos fundamentais das perspectivas econômicas e financeiras para o próximo ano:

- Crescimento global muito fraco, com provável recessão na zona do euro e no Reino Unido.
- Inflação em baixa em relação a 2022, mas persistente e ainda acima das metas dos bancos centrais.
- Políticas econômicas amplamente não sincronizadas, refletindo divergências entre países.
- Taxas de juros nominais e reais mais altas do que em 2022 e, por conseguinte, menos favoráveis aos mercados.

- Tensão crescente sobre a sustentabilidade das políticas fiscais dos países em um contexto de menor apoio monetário da dívida pública.
- Margens corporativas em declínio lógico neste contexto, com uma possível contração nos lucros de 5% a 10% na Europa.
- Taxas de inadimplência em alta nos títulos de alto rendimento, mas não chegando aos níveis da recessão de 2008/2009.

IMPLICAÇÕES PARA A ALOCAÇÃO ENTRE CLASSES DE ATIVOS

À primeira vista, esse quadro de investimentos parece levar a uma visão cautelosa quanto às ações. No entanto, após a correção significativa de 2022, que refletiu amplamente o aumento das taxas de juros e, ainda, as perspectivas mais sombrias de resultados, acreditamos que os investidores redescobrirão, nos próximos anos, a atratividade fundamental das ações no longo prazo: geração de rendimento e retornos ao acionista. *De fato*, a correção dos múltiplos de valorização já foi muito severa na Europa e na China, mais moderada nos Estados Unidos, que é certamente mais resiliente economicamente. É provável que essa correção não tenha chegado ao fim no momento da redação deste *Global Outlook*, mas deverá chegar a um mínimo durante o ano de 2023. Por outro lado, o momento em que os bancos centrais anunciarem uma futura inversão de política monetária será provavelmente um sinal para reiniciar a compra de ações de estilo *Growth*. Até lá, será certamente o estilo *Value/Quality* o preferido.

O ano de 2023 também deverá marcar um forte retorno de títulos da dívida corporativa. O panorama continua paradoxal e extraordinariamente complexo para os investidores de renda fixa: com bancos centrais que não param de elevar suas taxas de juros (o ponto de chegada ainda é incerto), a volatilidade neste momento é extrema nos títulos da dívida pública, e essa volatilidade poderá perdurar em 2023, caso os investidores comecem a se preocupar com a sustentabilidade da dívida pública.

Quanto às empresas, o contexto de forte desaceleração (e recessão em algumas regiões) deverá levar a um aumento da inadimplência, ao mesmo tempo que a elevação das taxas de juros e a redução dos balanços dos bancos centrais esgotarão a liquidez dos mercados. Essa equação leva a um amplo diferencial dos prêmios de risco dos títulos de dívida corporativa, incluindo os de melhor qualidade, e o quadro é propício à reconstituição das carteiras de renda fixa com títulos de qualidade de três a cinco anos, mantidos até o vencimento, com rendimentos bem acima da inflação esperada para os próximos cinco anos. É simplesmente o melhor ponto de entrada dos últimos 10 anos.

O fim das taxas de juros negativas fortalece a atratividade dos investimentos monetários ou em renda fixa de muito curto prazo. Inversamente, todos os investimentos que eram até aqui uma alternativa às taxas de juros nulas ou negativas (especificamente os fundos alternativos líquidos com risco moderado e que utilizavam alta alavancagem em suas posições de arbitragem) poderão ser menosprezados pelos investidores.

Por fim, a alta volatilidade geral dos ativos oferece oportunidades interessantes nas estratégias com opções e nos produtos estruturados.

IMPLICAÇÕES PARA AS ALOCAÇÕES GEOGRÁFICAS

Essas tendências levam a várias inflexões no cenário de investimento em termos geográficos:

- Fragilização do modelo industrial nacional e corporativo baseado de forma demasiado substancial em importações e reexportações e em um modelo energético enfraquecido pelo novo quadro geopolítico, como a Alemanha.
- Prêmio de risco econômico e geopolítico, que deverá permanecer elevado na China, cujas valorizações são muito atraentes, mas que pode deixar de ser uma opção de investimentos para alguns investidores institucionais dos Estados Unidos.
- Maior fragilidade dos países, setores e modelos econômicos sustentados por políticas de taxas de juros baixas nos últimos dez anos e agora mais vulneráveis, como o setor imobiliário.
- Riscos-país que deverão permanecer altos e um prêmio de risco que irá incorporar novos riscos de conflito.

- Força do dólar que poderá i) penalizar alguns países emergentes (entre inflação importada para uns e endurecimento forçado da política monetária para países com moedas indexadas ao dólar), ii) afetar os exportadores norte-americanos e iii) sustentar os resultados de multinacionais de origem europeia ou de países emergentes cujas receitas sejam em dólares.

CONSEQUÊNCIAS PARA AS ESCOLHAS SETORIAIS DE AÇÕES

Em termos setoriais e temáticos, esse quadro também pode levar a reavaliar nossas preferências:

- Ao mesmo tempo que confirma nosso foco nas ações de qualidade e *Value* e aumenta nosso interesse de curto prazo por exportadores europeus, esse contexto estrutural certamente levará a uma maior preferência por ações nacionais, particularmente as expostas às problemáticas de investimento mencionadas acima (autonomia estratégica, energias renováveis, infraestrutura).
- Se a reinternalização/reindustrialização corre o risco de despertar inúmeras falsas esperanças, o tema da robotização continua, em contrapartida, a ser um bom tema de investimento, uma condição para que as empresas obtenham ganhos de produtividade face à inflação dos custos e realoquem parte da produção.
- O quadro geopolítico incerto deverá ser um fator de sustentação para a temática da segurança e defesa.
- Essas temáticas poderão despertar mais interesse do que as ações da temática de consumo global.

SETOR IMOBILIÁRIO: PORTO SEGURO CONTRA A INFLAÇÃO E A GEOPOLÍTICA OU UM FIM DE CICLO?

O setor imobiliário constitui uma boa proteção de longo prazo contra a inflação devido à possibilidade de indexação dos aluguéis. Contudo, isto é menos verdade em uma fase de aumento das taxas de juros e de forte desaceleração econômica, resultando em uma demanda menos solvente por imóveis residenciais e uma polarização da demanda de locação para os melhores ativos no setor imobiliário comercial ou de escritórios.

Por outro lado os investidores institucionais, como seguradoras, que haviam trocado as dívidas públicas pelo setor imobiliário (e por dívidas corporativas), poderão agora ser mais cautelosos. Uma forte subida dos preços nos últimos dois anos (com uma combinação de fatores positivos, como a escassez da oferta, a retomada econômica e taxas de juros baixas) começou a se reverter a partir de meados de 2022. A amplitude do aumento das taxas de juros de empréstimos (taxas de juros de hipotecas de 30 anos estão em 7% nos Estados Unidos) automaticamente agravou a solvência dos compradores e preocupou os economistas profissionais do setor, que temiam uma correção.

Esse quadro, menos favorável, pode ser distribuído em segmentos de mercado que apresentam escassez de oferta e cuja demanda continua a ser muito forte (imóveis residenciais, especificamente *premium/de luxo*, escritórios no centro da cidade com características ambientais em metrópoles internacionais), escapando do efeito negativo que pesa sobre a demanda. Além disso, mesmo com os debates sobre a desglobalização e o impacto ecológico do comércio eletrônico, é provável que o interesse pela logística permaneça elevado, sustentando o aumento dos aluguéis. Por fim, e paradoxalmente, uma fase de desaceleração, se traduzindo por uma desaceleração da produção habitacional e de escritórios, levando a períodos de tensão no fim da crise, com exceção de mercados como a China nos quais ainda há excesso da oferta e o setor está se reestruturando.

Uma vez digerida a fase de taxas de juros e de desaceleração, com ajustes de preços feitos, o mercado imobiliário deverá retornar a uma tendência mais favorável de atratividade para os investidores, especialmente para aqueles que não estão limitados pelo encarecimento das condições de financiamento.

PRIVATE EQUITY: REFLEXO DAS TENDÊNCIAS GLOBAIS

As ações não listadas têm obtido uma popularidade excepcional nos últimos anos, refletindo uma combinação de fatores muito favoráveis: a democratização/banalização dessa classe de ativos e um acesso ao financiamento, proporcionando um crescimento muito forte dos fundos em termos de tamanho; um retorno muito positivo nos últimos anos, dando aos investidores a sensação de poder escapar das dificuldades encontradas nos mercados de ações.

Contudo, no médio prazo, em base setorial comparável, as valorizações das transações não listadas sempre acabam por se ajustar, modulando o prêmio de controle, que eleva os múltiplos de valorização de operações de fusões e aquisições.

Assim, são os múltiplos de saída para as empresas compradas nos últimos anos que podem diminuir o retorno sobre o investimento em comparação aos níveis recordes dos últimos anos, mas permanecendo acima dos retornos de médio prazo do universo das ações listadas em bolsa.

Em suma, os ativos não listados continuarão a ser indicadores das tendências observadas em outros lugares:

- Possível volatilidade futura nas valorizações dos mercados privados, além das já computadas em LBOs¹⁵, *large caps* e *venture capital*, ainda que os indicadores operacionais continuem sólidos em 2022, mas com uma deterioração operacional que será bastante visível nas margens em 2023.
- A volta do carregamento aumenta os retornos obtidos sobre a dívida privada ou as infraestruturas, por exemplo.
- Um declínio das valorizações das ações nas transações atuais e futuras, o que constitui um bom presságio para o retorno sobre o patrimônio líquido dos fundos atualmente em fase de captação ou de investimento: o mercado volta a ser muito favorável aos investidores.
- Uma dinâmica que provavelmente permanecerá muito forte no mercado secundário, potencialmente impulsionada por vários fatores, entre uma possível alocação excessiva de investidores institucionais nos últimos anos, cuja alocação é afetada pelo declínio do componente listado da carteira, e uma necessidade de liquidez do mercado frente a saídas que poderão ser desaceleradas.
- Um peso provavelmente maior dos investimentos em indústrias estratégicas e setores de transição energética (de infraestruturas a tecnologias inovadoras, passando por indústrias de reciclagem), após anos em que os fundos se concentraram em tecnologia, saúde e consumo. Com uma grande vantagem sobre o mercado listado: acesso a mais nichos de mercado e a agentes nacionais que a grupos globais.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

15 - Leveraged buyout, em português, compra alavancada.

06



Presença
internacional



NOSSA HISTÓRIA

Por mais de 145 anos, nós aconselhamos empreendedores e famílias no mundo todo, oferecendo consultoria financeira especializada e serviço pessoal de alta qualidade.

Até hoje atendemos todos os nossos clientes como indivíduos, ajudando-os a conquistar, proteger e passar adiante os seus patrimônios.

O serviço realmente pessoal fala com nossos clientes e, combinado com a força financeira e a perícia cortês do Crédit Agricole Group, um dos 10 principais bancos do Mundo, temos uma abordagem única para atribuir valor a empreendedores e famílias no mundo todo.

INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

No Indosuez Wealth Management, reunimos uma herança excepcionalmente valiosa, baseando-nos em relações de longa data, perícia financeira e nossa rede internacional de contatos financeiros:

ÁSIA PACÍFICO

HONG KONG RAE

Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway
Hong Kong
T. +852 37 63 68 68

NOUMÉA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque,
Anse Vata
98800 Nouméa - Nova Caledônia
T. +687 27 88 38

SINGAPURA

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower
068912 Singapura
T. +65 64 23 03 25

EUROPA

BRUXELAS

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpsesteenweg
1000 Bruxelas - Bélgica
T. +32 2 566 92 00

GENEBRA

Quai Général-Guisan 4
1204 Genebra - Suíça
T. +41 58 321 90 90

LUXEMBURGO

39, Allée Scheffer
2520 Luxemburgo
T. +352 24 67 1

MADRI

Paseo de la Castellana 1
28046 Madri - Espanha
T. +34 91 310 99 10

MILÃO

Piazza Cavour 2
20121 Milão - Itália
T. +39 02 722 061

MÔNACO

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Mônaco
T. +377 93 10 20 00

PARIS

17, Rue du Docteur Lancereaux
75008 Paris - França
T. +33 1 40 75 62 62

ORIENTE MÉDIO

ABU DHABI

Zayed The 1st Street- Al Muhairy Center
Office Tower, 5th Floor office 504,
PO Box 44836 Abu Dhabi
T. +971 2 631 24 00

DIFC

Al Fattan Currency House, Tower 2
Level 23 Unit 4 DIFC
PO Box 507232 Dubai
T. +971 4 350 60 00

07 |

Glossário



AIE: Agência internacional da energia.

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.

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

CBO (Congressional Budget Office): Gabinete do Orçamento do Congresso dos Estados Unidos.

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 Interests 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.

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.

Friendshoring: Termo utilizado pela secretária do Tesouro dos Estados Unidos, Janet Yellen, que significa um compromisso de trabalhar com (ou transferir a atividade para) países que "subscvem e aplicam rigorosamente um conjunto de normas e valores sobre como operar na economia mundial e sobre como administrar o sistema econômico global.

Índice de surpresas econômicas: Especifica o nível de desempenho superior dos dados macroeconômicos 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.

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

LPA (Earnings per share): Lucro por ação.

Mercosul: Aliança comercial estratégica entre alguns países da América do Sul: Argentina, Brasil, Paraguai, Uruguai.

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 econômica que um país adota em função da conjuntura e de seus objetivos, que consiste em combinar política monetária e política orçamentária.

NAFTA: Sigla em inglês para Tratado Norte-Americano de Livre Comércio, que se tornou USMCA, sigla em inglês para Acordo Estados Unidos-México-Canadá.

Nearshoring: A OCDE define regionalização ou *nearshoring* como a decisão de realocar atividades anteriormente deslocalizadas, não necessariamente no país de origem da empresa, mas em um país vizinho.

OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

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.

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

RCEP: Regional Comprehensive Economic Partnership, parceria econômica abrangente regional, acordo de livre comércio entre quinze países no Oceano Pacífico: Brunei, Camboja, Indonésia, Laos, Malásia, Myanmar, Filipinas, Singapura, Tailândia, Vietnã, Austrália, China, Japão, Coreia do Sul, Nova Zelândia.

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

Soft power: Pode ser traduzido como "forma sutil" ou "poder de convencimento", é um conceito utilizado em relações internacionais.

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.

VIX: O índice da volatilidade implícita do índice S&P500. 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 «Global Outlook» («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 (Comisión 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 no 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).

- **Na Itália:** pela CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal da Itália com sede em Piazza Cavour 2, 20121 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: EC/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, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. 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).

- **Em Singapura:** o Folheto é distribuído pela filial de Singapura da CA Indosuez (Switzerland) SA, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapura. Em Singapura, o Folheto destina-se apenas a investidores credenciados, investidores institucionais ou investidores especializados, conforme definido pela Lei de Valores Mobiliários e Futuros 2001, 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;

- **No DIFC:** a distribuição do folheto é feita pelo CA Indosuez (Switzerland) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - EAU, uma empresa regulamentada pela Autoridade de Serviços Financeiros de Dubai («DFSA»). Este folheto é voltado somente a clientes profissionais e/ou contrapartes de mercado e nenhuma outra pessoa deve agir com base nesse documento. Os produtos ou serviços financeiros aos quais este folheto se relaciona somente estarão disponíveis a clientes que cumprirem com os requisitos de cliente profissional e/ou contraparte de mercado segundo a DFSA. Este folheto é fornecido somente para fins informativos. Ele não deve ser interpretado como uma oferta de compra ou venda ou solicitação de uma oferta para compra ou venda de quaisquer instrumentos financeiros ou para participação de qualquer estratégia de negociação específica em qualquer jurisdição;

- **Nos EAU:** a Brochura é distribuída pelo escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, 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 31.10.2022.

